

بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ کل کشور

۵۵. بند «الف» تبصره (۲)

(واگذاری سهام دولت و شرکت‌های دولتی)

از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس)



مقدمه

در بند «الف» تبصره (۲) لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ کل کشور، واگذاری سهام دولت و شرکت‌های دولتی از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس (ETF) مدنظر قرار گرفته است. در این میان، متن دیگری نیز در کارگروه تشکیل شده برای بررسی این تبصره، مطرح شده است که به لحاظ محتوایی تغییر اساسی نسبت به متن لایحه نداشته لکن برخی موارد جانبی برای اجرایی شدن این فرایند در آن پیش‌بینی شده است. متن لایحه بودجه و متن پیشنهادی مذکور در جدول زیر ارائه شده است.

مشخصات لایحه

دوره دهم - سال چهارم

شماره ثبت:

۶۸۷

شماره چاپ:

۱۷۱۲

تاریخ چاپ:

۱۳۹۸/۹/۱۸

معاونت پژوهش‌های

اقتصادی

دفتر: مطالعات مالی

عمومی و توسعه

مدیریت

مشخصات گزارش

شماره مسلسل:

۲۳۰۱۶۸۶۳

تاریخ انتشار:

۱۳۹۸/۱۰/۳۰

ردیف	شرح لایحه	شرح متن جایگزین مطرح شده در کارگروه
۱	فراز دوم بند «الف» تبصره (۲) لایحه بودجه: واگذاری بنگاه‌های مذکور در قالب صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس (ETF)، با رعایت قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهارم و چهارم (۴۴) قانون اساسی با اصلاحات و الحاقات بعدی امکان‌پذیر است.	۱. وزارت امور اقتصادی و دارایی مجاز است تمام یا بخشی از سهام و دارایی‌های دولتی دستگاه‌های اجرایی کشور و باقی‌مانده سهام متعلق به دولت و شرکت‌های دولتی در بنگاه‌های مشمول واگذاری، علاوه بر روش‌های مندرج در قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهارم و چهارم (۴۴) قانون اساسی، در قالب صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بورس (ETF) یا عرضه سهام به روش ثبت سفارش نیز اقدام کند.
۲	تبصره «۱» - وزارت امور اقتصادی و دارایی مجاز است سهام شرکت‌های تابعه در بورس اوراق بهادار تهران یا فرابورس ایران را که در مالکیت دستگاه‌های اجرایی یا شرکت‌های تابعه آنها قرار دارند در چهارچوب روش‌های مندرج در بند «۱»، واگذار نماید. در صورت واگذاری در قالب صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله، پس از ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری، انتقال سهام مذکور در قالب معاملات خارج از جلسه رسمی معاملات بین صندوق‌ها و عرضه واحدها و صندوق‌های یاد شده به عموم امکان‌پذیر خواهد بود. عرضه سهام شرکت‌ها به روش ثبت سفارش یا در قالب صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشمول تخفیف تا ۳۰ درصد خواهد شد.	تبصره «۲» - به‌منظور اجرای این بند، وزارتخانه‌ها، سازمان‌ها و شرکت‌های دولتی مجازند نسبت به تأسیس صندوق‌ها با حداقل سرمایه ۱۰ میلیارد ریال به‌صورت نقد یا غیرنقد (در قالب انتقال سهام دولت از شرکت‌های فهرست شده در بورس اوراق بهادار تهران یا فرابورس ایران) اقدام نمایند.
۳	تبصره «۳» - بانک‌های دولتی مکلفند همکاری لازم در اخذ سفارش‌های خرید و فروش واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق و یا سهام موضوع این مصوبه را از طریق شعب بانک‌ها انجام دهند.	تبصره «۳» - بانک‌های دولتی مکلفند همکاری لازم در اخذ سفارش‌های خرید و فروش واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق و یا سهام موضوع این مصوبه را از طریق شعب بانک‌ها انجام دهند.
۴	تبصره «۴» - شورای عالی بورس مکلف است سازوکار نحوه اجرای این تبصره و اساسنامه صندوق‌های مذکور را به گونه‌ای تنظیم نماید که وزیر تخصصی مربوط یا نماینده معرفی شده توسط وی، از طرف دولت به‌عنوان دارنده واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز صندوق، مسئولیت اعمال مدیریت و حقوق مالکانه واحدهای سرمایه‌گذاری را برعهده داشته باشد.	تبصره «۴» - شورای عالی بورس مکلف است سازوکار نحوه اجرای این تبصره و اساسنامه صندوق‌های مذکور را به گونه‌ای تنظیم نماید که وزیر تخصصی مربوط یا نماینده معرفی شده توسط وی، از طرف دولت به‌عنوان دارنده واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز صندوق، مسئولیت اعمال مدیریت و حقوق مالکانه واحدهای سرمایه‌گذاری را برعهده داشته باشد.

در ادامه این گزارش، نکاتی در زمینه واگذاری بنگاه‌ها از طریق صندوق‌های ETF ارائه خواهد شد لکن پیش از

آن، ذکر این نکته لازم است که به‌دلیل آنکه فصل مشترک و مطلب اصلی هر دو متن، واگذاری از طریق صندوق‌های

ETF است، به جزئیات متن مطرح شده در کارگروه، پرداخته نشده است زیرا موارد ذکر شده در این متن، عمدتاً

نیازهای جانبی اجرای این سازوکار بوده و موضوعیت مستقلی ندارند.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس (ETF) چیست؟

صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس (ETF)، یکی از انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه است که در آنها، دارایی‌هایی عموماً از جنس سهام، ممزوج و به‌عنوان دارایی‌های صندوق در نظر گرفته شده و در قبال آن واحدهای صندوق در بازار سرمایه مبادله خواهد شد.^۱ به‌عبارت‌دیگر، افراد به‌جای آنکه مالک مستقیم سهام بنگاه‌ها یا دارایی‌ها شوند، مالک واحدهای صندوقی می‌شوند که دارایی آن متشکل از سهام بنگاه‌ها و اموال مذکور است. در این حالت، دارندگان واحدهای صندوق، دخالتی در مدیریت صندوق نداشته و مدیر صندوق در خصوص تنظیم سبد دارایی‌ها و هرگونه تصمیم در خصوص آنها اقدام خواهد کرد. واحدهای این صندوق‌ها مانند سهام در بازار مبادله می‌شوند، با این تفاوت که نهادی تحت عنوان بازارگردان، هنگامی که عرضه‌کننده/خریداری برای واحدهای صندوق وجود نداشته باشد، با فروش/خرید این واحدها، قیمت واحد را در بازار متعادل کرده و اجازه ایجاد فاصله قابل توجه میان قیمت واحدهای صندوق و ارزش ذاتی آنها^۲ (NAV) را نخواهد داد.

نکاتی درباره واگذاری سهام بنگاه‌ها در قالب صندوق‌های ETF

صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس دارای مزایا و معایبی مخصوص به خود هستند که طرح آنها موضوع این گزارش نیست. بحث اصلی این گزارش، بررسی جوانب استفاده از این ابزار برای واگذاری سهام دولت در بنگاه‌های موجود در بورس اوراق بهادار است. در این زمینه برخی موارد مهم به شرح زیر قابل ذکر است:

• **کاهش درآمد دولت نسبت به واگذاری بلوکی:** یکی از اهداف اصلی ارائه این تبصره، واگذاری سهام شرکت‌های دولتی جهت تأمین مالی دولت است. این در حالی است که سایر روش‌های واگذاری از جمله واگذاری سهام به‌صورت بلوکی در حالت معمول درآمد بیشتری (معمولاً بین ۲۰ تا ۴۰ درصد) نسبت به واگذاری از طریق صندوق‌های ETF نصیب دولت می‌کند.

• **حفظ کنترل دولت بر بنگاه‌های مشمول واگذاری:** به‌دلیل ماهیت صندوق‌های ETF، و با توجه به سازوکار در نظر گرفته شده در لایحه دولت و متن پیشنهاد شده در کارگروه، به‌نظر می‌رسد مدیریت بنگاه‌های دولتی مشمول واگذاری، در ید دولت باقی خواهد ماند و لذا نمی‌توان این کار را خصوصی‌سازی به‌معنای حقیقی دانست. به‌نظر می‌رسد هدف دولت از این ابتکار، درآمدزایی از ناحیه واگذاری مالکیت بنگاه‌ها، بدون از دست دادن مدیریت آنها بوده است. گفتنی است، دولتی باقی‌ماندن مدیریت بنگاه‌های مشمول واگذاری در تعارض با بند «ج» سیاست‌های کلی اصل چهارم و چهارم (۴۴) قانون اساسی خواهد بود.

در این زمینه، ممکن است پیشنهاددهندگان، ایده‌ای را برای کاهش تدریجی میزان مدیریت دولت و افزایش تدریجی میزان مدیریت بخش خصوصی مطرح کنند^۳ که طبق آن، در ابتدای تأسیس صندوق، تمام واحدهای ممتاز صندوق (که دارندگان آن حق اعمال مدیریت را خواهند داشت) به دولت تعلق گرفته و به تدریج، هریک از دارندگان واحدهای صندوق که میزان مشخصی از واحدهای صندوق را خریداری کنند از حق اعمال مدیریت برخوردار شده و به همان میزان از واحدهای ممتاز متعلق به دولت کاسته خواهد شد. نکته مهم در خصوص این ایده آن است که تضمینی نیست این مکانیزم حتی در بلندمدت، مدیریت را از ید دولت خارج و به بخش خصوصی منتقل نماید. برای توضیح این نکته موقعیتی را می‌توان تصور کرد که واحدهای ممتاز تحت اختیار دولت در صندوق تنها ۲۰ درصد کل واحدهای ممتاز صندوق است و این میزان به هر دلیلی

۱. گویی خریدار واحد صندوق، مالک بخشی از دارایی‌های صندوق می‌شود.

2. Net Asset Value

۳. در حال حاضر در لایحه و متن مطرح شده در کارگروه، حکمی برای این موضوع وجود ندارد.

(نبود متقاضی یا غیره) تحت تملک دولت باقی مانده اما باقی مانده ۸۰ درصد این واحدها به نحوی میان سایر اشخاص پراکنده است که مجموع واحدهای هریک از آنها به ۲ درصد کل نیز نمی‌رسد. در این وضعیت نیز عملاً بخش قابل توجهی از کنترل صندوق در ید دولت باقی خواهد ماند.

• **ایجاد یک ساختار جدید شبه‌دولتی که به راحتی قابل انحلال نیست:** ابهام در سرنوشت این صندوق نکته بسیار مهمی است. حتی در صورتی که ایده مذکور در بند پیشین، در قالب یک تبصره به متن پیشنهادی الحاق گردد، این سؤال مطرح است که سازوکار پیش‌بینی شده برای کاهش تدریجی سهم مدیریتی دولت و افزایش تدریجی سهم مدیریت بخش خصوصی چه مدت زمان برای تحقق کامل نیاز خواهد داشت؟ آیا امکان انحلال این ساختار که ممکن است تا سال‌های متمادی دولتی باقی بماند، وجود نخواهد داشت؟

• **ایجاد مشکل در سازوکار بازارگردان این صندوق‌ها:** نکته مهم در زمینه استفاده از ETF برای واگذاری سهام دولت، توجه به کارکرد نهادی تحت عنوان «بازارگردان» است. بازارگردان با خرید و فروش واحدهای صندوق اجازه نخواهد داد که فاصله زیادی بین قیمت واحدهای صندوق در بازار و ارزش ذاتی این واحدها ایجاد شود. در صورتی که قیمت بازار از ارزش ذاتی این واحدها پایین‌تر باشد، بازارگردان با خرید واحدهای صندوق در بازار، قیمت بازار را به ارزش ذاتی واحدها نزدیک می‌کند اما در مقابل صندوق می‌بایست هزینه این عملیات را به بازارگردان پرداخت نماید. اگر در صندوق دارایی دیگری غیر از سهام بنگاه‌ها موجود نباشد، تنها راه پرداخت به بازارگردان اعطای سهام خواهد بود که در این صورت سهامی که به صورت بلوکی می‌توانست با قیمت بالاتری به فروش برسد، به صورت خرد و با قیمت پایین‌تر توسط بازارگردان در بازار به فروش خواهد رسید. سؤال اینجاست که اگر بنا باشد این سهام توسط نهادی دیگر (بازارگردان) و به صورت غیرمستقیم در بازار فروخته شود، چرا از ابتدا این سهام به صورت مستقیم توسط دولت و با قیمت بالاتر (در واگذاری بلوکی یا ثبت سفارش) در بازار به فروش نرسد؟

• **امکان بروز فساد در فرایند بازارگردانی:** به سبب آنکه سهامی که توسط بازارگردان می‌تواند در بازار فروخته شود، می‌تواند مدیریت بنگاه‌های موردنظر را تحت تأثیر قرار دهد، لذا فروش آنها می‌تواند بسیار مهم و حساس تلقی شده و بعضاً مفاسدی را به دنبال داشته باشد.^۱ این در حالی است که اختیار فروش این سهام در اختیار نهادی تحت عنوان بازارگردان و خارج از اراده مستقیم دولت انجام خواهد پذیرفت. با توجه به اینکه این گونه مفاسد احتمالی، پیرامون واگذاری مستقیم سهام توسط دولت مطرح می‌گردد، باید گفت در روش پیشنهادی در لایحه، همه ریسک‌ها و حاشیه‌های احتمالی واگذاری مستقیم این بخش از سهام توسط دولت، به مرحله واگذاری سهام توسط بازارگردان منتقل شده است.

• **تعارض ماهیت صندوق ETF با هدف موردنظر:** این نوع صندوق‌ها در سطح جهان، معمولاً سهام خرد با قابلیت نقدشوندگی بالا نگهداری کرده و اصولاً هدف آنها کسب بیشترین سود از طریق سبدگردانی است؛ لذا ماهیتاً این صندوق‌ها با هدف نگهداری سهام کنترلی و دخالت در اداره بنگاه طراحی نشده‌اند.

• نکته دیگر اینکه در صورت اجرای این تبصره، حجم (ارزش) این صندوق‌ها رقم بسیار بالایی خواهد بود.^۲ در حالی که حجم فعلی صندوق‌های ETF موجود بسیار کم بود و بازار تجربه ETF با این ابعاد را ندارد.

جمع‌بندی

به نظر می‌رسد ایده واگذاری سهام بنگاه‌های متعلق به دولت و شرکت‌های دولتی از طریق صندوق‌های ETF دارای نواقصی است. از آن جمله می‌توان به کاهش درآمدهای دولت از محل واگذاری، حفظ کنترل دولت بر بنگاه‌های مشمول واگذاری؛ ابهام در سرنوشت این

۱. گفتنی است در دنیا به دلیل آنکه ETFها سهام کنترلی نداشته و عمدتاً سهام خرد بنگاه‌ها را نگهداری می‌کنند، امکان بروز این مباحث برای آنها مطرح نیست.
۲. ذکر این نکته لازم است که ارزش تقریبی سهام دولت و شرکت‌های دولتی در بورس تهران و فرابورس ایران ۱۰۰ هزار میلیارد تومان است.

صندوقها؛ ایجاد مشکل در سازوکار بازارگردان این صندوقها؛ امکان بروز فساد در فرایند بازارگردانی و تعارض ماهیت این ابزار با هدف موردنظر اشاره کرد. بر این اساس پیشنهاد می‌شود واگذاری سهام بنگاه‌های متعلق به دولت و شرکت‌های دولتی با اولویت واگذاری بلوکی و در صورت نبود متقاضی، از روش‌های دیگر از جمله ثبت سفارش انجام شود. گفتنی است تمهید سازوکار ثبت سفارش برای واگذاری در متن پیشنهادی کارگروه نیز آمده است. این سازوکار می‌تواند از ابتدا برای واگذاری مستقیم سهام توسط دولت مورد استفاده قرار گیرد. به این معنی که افراد تقاضای خرید سهام، به همراه قیمت‌های پیشنهادی خود را ثبت کرده و طی مکانیزمی، سهام با قیمت‌های تعیین شده به متقاضیان واگذار گردد. در همین زمینه، برای ترغیب متقاضیان به خرید سهام مذکور، می‌توان در صورت نیاز، تخفیف‌هایی در نظر گرفت. به عنوان مثال اگر حداکثر میزان تخفیف ۳۰ درصد تعیین شود، در پایان دوره ثبت سفارش، عرضه سهام با یک قیمت - به شرطی که حداقل ۷۰ درصد قیمت تابلو باشد - به شرح زیر انجام می‌شود:

۱. در صورتی که حجم کل سفارش‌های ثبت شده، مساوی یا بیشتر از تعداد کل سهام قابل عرضه باشد، قیمت عرضه، قیمتی خواهد بود که در آن، عرضه با تقاضا برابر شود.

۲. در صورتی که حجم کل سفارش‌های ثبت شده کمتر از تعداد کل سهام قابل عرضه باشد، قیمت عرضه معادل پایین‌ترین قیمت سفارش‌های ثبت شده خواهد بود.

همچنین به منظور گسترش مالکیت در سطح عموم مردم و جلوگیری از شکل‌گیری انحصار، می‌توان حداکثر میزان سهام قابل خرید توسط هر شخص یا به عبارت دیگر هر کد بورسی (اعم از حقیقی و حقوقی) را محدود و از پیش مشخص کرد.

بر این اساس با توجه به موارد فوق، دو متن جایگزین به ترتیب اولویت به شرح زیر پیشنهاد می‌شود:

پیشنهاد اول: دولت مکلف است از سه‌ماهه دوم سال ۱۳۹۹، هر ماه حداقل معادل ۲۰ هزار میلیارد ریال از سهام خود در شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار را به صورت بلوکی و از طریق مزایده و اگذار نموده و منابع حاصله را به ردیف مربوط واریز کند. در صورت نبود متقاضی، دولت مکلف است ظرف حداکثر یک ماه از مزایده اولیه، سهام مزبور را در قالب بلوک‌های کوچک‌تر عرضه نماید. در صورت نبود متقاضی در نوبت دوم، دولت مکلف است ظرف مدت حداکثر دو ماه، از طریق ثبت سفارش نسبت به واگذاری سهام به هر میزان، با توجه به وجود متقاضی، اقدام نماید. در عرضه به روش ثبت سفارش، دولت مجاز است حداکثر تا سی درصد (۳۰٪) میانگین قیمت بازار در فاصله یک ماه پیش از تاریخ آگهی، تخفیف اعطا نماید.

به منظور گسترش مالکیت عمومی و رعایت عدالت در واگذاری‌ها، وزارت امور اقتصادی و دارایی مجاز است حداکثر سهام قابل خریداری به ازای هر کد بورسی حقیقی و حقوقی را تعیین نماید.

واگذاری سهام بنگاه‌هایی که میزان سهام دولت در آنها زیر ۱۰ درصد است، از طریق فروش سهام خرد نیز امکان‌پذیر خواهد بود.

در صورت اصرار به عدم استفاده از روش واگذاری بلوکی پیشنهاد زیر قابل طرح است:

پیشنهاد دوم: وزارت امور اقتصادی و دارایی مجاز است نسبت به واگذاری تمام یا بخشی از سهام دستگاه‌های اجرایی کشور و باقی‌مانده سهام متعلق به دولت و شرکت‌های دولتی در بنگاه‌های مشمول واگذاری، علاوه بر روش‌های مندرج در قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم (۴۴) قانون اساسی، به روش ثبت سفارش نیز اقدام کند. حداقل قیمت واگذاری در بورس تهران یا فرابورس ایران، ۷۰ درصد قیمت تابلو خواهد بود. به منظور گسترش مالکیت عمومی و رعایت عدالت در واگذاری‌ها، وزارت امور اقتصادی و دارایی مجاز است حداکثر سهام قابل خریداری به ازای هر کد بورسی حقیقی و حقوقی را تعیین نماید.