

بررسی لایحه بودجه سال ۱۴۰۰ کل کشور
۱۵. آسیب‌های واگذاری سهام دولت در قالب صندوق‌های
سرمایه‌گذاری معامله‌پذیر (ETF) و ارائه پیشنهاد‌های سیاستی

معاونت پژوهش‌های اقتصادی
دفتر: مطالعات اقتصادی

دوره یازدهم – سال اول
شماره ثبت: ۳۰۰
شماره چاپ:
تاریخ چاپ:
کد موضوعی: ۲۲۰
شماره مسلسل: ۱۷۳۰۴
بهمن‌ماه ۱۳۹۹

به نام خدا

فهرست مطالب

۱.....	چکیده
۱.....	مقدمه
۲.....	۱. ماهیت و کارکردهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس (ETF).....
۳.....	۲. عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس (ETF) مصوب قانون بودجه سال ۱۳۹۹.....
۴.....	۳. آسیب‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس (ETF) مصوب قانون بودجه سال ۱۳۹۹.....
۴.....	۳-۱. چالش حکمرانی ETF های دولتی.....
۵.....	۳-۲. چالش‌های مربوط به اجرای قانون بودجه در خصوص ETF های دولتی.....
۵.....	۳-۲-۱. اخلال در انتظارات سرمایه‌گذاران و نظم بازار سهام.....
۷.....	۳-۲-۲. ماهیت غیرفعال صندوق قابل معامله در بورس.....
۹.....	۳-۲-۳. عدم‌النفع زیاد دولت در واگذاری این شکل از سهام.....
۱۱.....	جمع‌بندی و پیشنهاد.....



بررسی لایحه بودجه سال ۱۴۰۰ کل کشور
۱۵. آسیب‌های واگذاری سهام دولت در قالب صندوق‌های
سرمایه‌گذاری معامله‌پذیر (ETF) و ارائه پیشنهادهای سیاستی

چکیده

طبق قانون بودجه سال ۱۳۹۹ دولت مجاز است سهام متعلق به خود را از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس (ETF) واگذار کند. این پیشنهاد در لایحه بودجه سال ۱۴۰۰ نیز مطرح شده است. طبق قانون بودجه سال ۱۳۹۹، دو صندوق سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس (ETF) موسوم به دارایکم و پالایش‌یکم توسط دولت تأسیس، پذیره‌نویسی و پس از مدتی واحدهای آن در بازار سرمایه معامله شد.

طراحی و به‌کارگیری این صندوق‌ها برای فروش سهام دولت برای اولین بار در سال ۱۳۹۹ در نظام قانونی و بودجه‌ریزی کشور مطرح شده است. لذا واکاو و ارزیابی تجربه این شکل از واگذاری سهام دولت می‌تواند در عرصه تصمیم‌گیری هرچه بهتر سیاست‌گذاران و مجریان نظام مالی و اقتصادی رهگشا باشد. گزارش حاضر به چالش‌ها و آسیب‌های ماهوی و اجرایی این شکل از واگذاری سهام دولت می‌پردازد و در نهایت پیشنهاد حذف این شکل از واگذاری را در لایحه بودجه سال ۱۴۰۰ ارائه می‌دهد. همچنین درخصوص دو صندوق قابل معامله دولتی دارایکم و پالایش‌یکم پیشنهاد اجرایی به‌منظور کاهش آسیب‌های این دو صندوق آن است که صندوق‌ها از شکل غیرفعال به فعال تبدیل شوند و بتوانند مبتنی بر شرایط بازار سرمایه امکان خرید و فروش سهام موجود در سبد دارایی‌های خود را داشته باشد.

مقدمه

صندوق‌های قابل معامله در بورس (ETF) یکی از انواع نهادهای مالی است که منابع مالی را از سرمایه‌گذاران جذب و در انواع دارایی‌های مالی سرمایه‌گذاری می‌کند. از طریق این نهادها، اشخاصی که دانش و یا زمان کافی برای رصد و بررسی بازارهای مالی را ندارند، می‌توانند به‌صورت غیرمستقیم سرمایه‌گذاری کنند. تا تاریخ ۱۸ دی‌ماه ۱۳۹۹، در بازار سرمایه کشور ۵۸ صندوق قابل معامله در بورس وجود داشت که ۲ مورد از این صندوق‌ها دولتی است و به‌موجب قانون بودجه سال ۱۳۹۹ تأسیس شده‌اند. مشابه آنچه که در قانون بودجه سال ۱۳۹۹ آمده است، لایحه بودجه سال ۱۴۰۰ نیز وزارت امور

اقتصادی و دارایی را مجاز دانسته تا از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس (ETF) سهام دولت و شرکت‌های دولتی را واگذار کند.

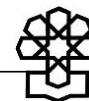
واگذاری سهام دولت در شرکت‌ها در قالب صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله تجربه جدیدی در بازارهای مالی و نظام اقتصادی کشور بود. لذا ضروری است تا این شکل از واگذاری سهام متعلق به دولت مورد واکاوی و ارزیابی قرار گیرد. این گزارش پس از مروری بر ویژگی‌های این صندوق‌ها به آسیب‌شناسی و چالش‌هایی اشاره می‌کند که این نوع واگذاری ایجاد کرده است. چالش‌های مزبور در دو دسته ارائه می‌شود. اولین چالش مربوط به حکمرانی صندوق و دولتی بودن آن است که مغایر با سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم (۴۴) قانون اساسی است. چالش‌های دسته دوم مربوط به اجرای قانون بودجه در خصوص تأسیس و عملیات صندوق‌های مزبور در بازار سرمایه است. در انتهای گزارش نیز پیشنهاد‌های سیاستی برای رفع و کاهش چالش‌ها و آسیب‌ها ارائه شده است.

۱. ماهیت و کارکردهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس (ETF)

صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس (ETF) یکی از انواع نهادهای مالی است که منابع مالی را از سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی جمع‌آوری و آن را در حوزه‌های مشخصی که در اساسنامه و امیدنامه صندوق تعیین می‌شود، سرمایه‌گذاری می‌کند. سرمایه‌گذاران صندوق که دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری نامیده می‌شوند، وجوه را به صندوق می‌دهند و صندوق وجوه جمع‌آوری شده را در دارایی‌های مالی سرمایه‌گذاری می‌کند. سهام و اوراق مالی از مهم‌ترین دارایی‌های مالی صندوق‌های قابل معامله در بورس است. تجربه تأسیس صندوق‌های قابل معامله در بورس (ETF) که در دارایی‌های خاصی سرمایه‌گذاری می‌کنند مثل اوراق قرضه دولتی^۱ نیز وجود دارد. تفاوت صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس (ETF) با دیگر صندوق‌های سرمایه‌گذاری در معامله‌پذیر بودن واحدهای سرمایه‌گذاری آن در بازار است. در صندوق‌های سرمایه‌گذاری غیرقابل معامله در بورس، فردی که خواهان سرمایه‌گذاری در صندوق است، درخواست خرید خود را به صندوق می‌دهد و صندوق در ازای دریافت وجوه وی، واحد سرمایه‌گذاری صادر می‌کند. به‌طور مشابه، دارنده واحد سرمایه‌گذاری درخواست فروش خود را به صندوق می‌دهد و در ازای ابطال واحد، منابع ریالی دریافت می‌کند و از صندوق سرمایه‌گذاری خارج می‌شود.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس (ETF) دارای کارکردهای متعددی در نظام مالی و اقتصادی هستند که برخی از مهم‌ترین آنها به شرح زیر است:

- کمک به سرمایه‌گذاری غیرمستقیم و تخصصی شدن بازار سرمایه و معاملات آن،
- کاهش ریسک سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی از طریق تنوع‌بخشی سبد سرمایه‌گذاری،



- مدیریت حرفه‌ای و تخصصی دارایی‌های مالی،
- جذب منابع مالی خرد و تأمین مالی بنگاه‌ها و پروژه‌های بزرگ اقتصادی،
- بهره‌گیری از صرفه مقیاس و کاهش هزینه‌های سرمایه‌گذاری.

۲. عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس (ETF) مصوب قانون بودجه سال ۱۳۹۹

طبق جزء «۲» بند «الف» تبصره «۲» قانون بودجه سال ۱۳۹۹، وزارت امور اقتصادی و دارایی مجاز است تا تمام یا بخشی از سهام و دارایی‌های دولتی دستگاه‌های اجرایی زیرمجموعه قوه مجریه و باقی‌مانده سهام متعلق به دولت و شرکت‌های دولتی در بنگاه‌های مشمول واگذاری را در قالب صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس (ETF) واگذار کند. براساس جدول ۵ قانون بودجه سال ۱۳۹۹، پیش‌بینی شده است که ۶/۷ هزار میلیارد تومان درآمد از محل این بند از بودجه نصیب دولت شود. چنانکه در ادامه بیان خواهد شد، درآمد دولت از این محل حدود ۳ برابر ردیف مشخص شده در قانون بودجه سال ۱۳۹۹ بوده است.

در لایحه بودجه سال ۱۴۰۰ نیز این شکل از واگذاری برای دولت مجاز شمره شده است. جزء «۲» بند «الف» تبصره «۲» این لایحه به وزارت امور اقتصادی و دارایی اجازه داده است تا مشابه با قانون بودجه سال ۱۳۹۹ به واگذاری سهام دستگاه‌های دولتی از روش‌های متعددی از جمله صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس (ETF) اقدام کند. براساس جدول ۵ لایحه بودجه سال ۱۴۰۰، ۹۰ هزار میلیارد تومان درآمد از این محل برای دولت پیش‌بینی شده است.

تا زمان تهیه این گزارش براساس بند «الف» تبصره «۲» قانون بودجه سال ۱۳۹۹ دو صندوق سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس (ETF) در بازار سرمایه کشور تأسیس و پذیره‌نویسی شده است. اولین صندوق موسوم به «صندوق سرمایه‌گذاری واسطه‌گری مالی یکم (دارایکم)» است که شامل سهام ۵ نهاد مالی (بانک صادرات، بانک تجارت، بانک ملت، بیمه اتکایی امین و بیمه البرز) می‌باشد. در بازه زمانی پذیره‌نویسی این صندوق که در اوایل سال جاری صورت گرفت، با لحاظ ۲۰ درصد تخفیف اعطا شده توسط دولت، ۵/۸ هزار میلیارد تومان جذب منابع صورت گرفت.^۱ در پذیره‌نویسی واحدهای این صندوق حدود ۳/۵ میلیون نفر شرکت کردند.^۲ در زمان بازگشایی این صندوق، قیمت پایانی واحدهای صندوق حدود ۲۲۸۷۸ تومان بوده است که به معنای بازدهی حدود ۱۲۹ درصد برای سرمایه‌گذارانی است که در دوره پذیره‌نویسی در این صندوق سرمایه‌گذاری کرده‌اند.

دومین صندوق دولتی که طبق قانون بودجه سال ۱۳۹۹ ایجاد شد، «صندوق سرمایه‌گذاری

1. <https://etf.mefa.ir/fa-IR/etf.mefa/12882/news/view/25948/195567/Staging>

2. <http://dolat.ir/detail/339718>

پالایش‌یکم (پالایش)» است که مشتمل بر سهام ۴ شرکت پالایشگاه تهران، پالایشگاه بندرعباس، پالایشگاه اصفهان و پالایشگاه تبریز می‌باشد. در بازه زمانی پذیره‌نویسی این صندوق که در نیمه سال جاری صورت گرفت، با در نظر گرفتن تخفیف ۳۰ درصد دولت که سقف مجاز تخفیف براساس قانون بودجه سال ۱۳۹۹ بوده است، دولت توانست ۱۳/۸ هزار میلیارد تومان منابع از بازار سهام جذب کند. قیمت پایانی این صندوق در روز بازگشایی ۱۱۳۷۴ تومان بوده است. به بیانی دیگر، هر شخصی که در روز پذیره‌نویسی این صندوق مشارکت کرده است، در پایان معاملات روز بازگشایی با احتساب ۳۰ درصد تخفیف دولت به خریداران واحدهای این صندوق، حدود ۱۳ درصد بازدهی کسب کرده است.

در مجموع دولت توانسته است از واگذاری این دو صندوق در بازار سهام حدود ۱۹/۶ هزار میلیارد تومان جذب منابع مالی کند. این در حالی است که در قانون بودجه سال ۱۳۹۹، ۶/۷ هزار میلیارد تومان در آمد از محل واگذاری این صندوق‌ها پیش‌بینی شده بود.

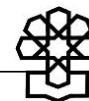
۳. آسیب‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس (ETF) مصوب قانون بودجه سال ۱۳۹۹

واگذاری سهام دولت در قالب صندوق‌های قابل معامله در بورس (ETF) طی سال جاری، چالش‌های متعددی داشت و آسیب‌هایی را برای بازار سرمایه ایجاد کرد. در یک تقسیم‌بندی می‌توان آسیب‌ها و چالش‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس (ETF) را در دو دسته قرار داد که عبارتند از:

۱. چالش حکمرانی ETF های دولتی،
 ۲. چالش‌ها و آسیب‌های مربوط به اجرای قانون بودجه در خصوص ETF های دولتی،
- در ادامه براساس این تقسیم‌بندی به برخی از مهم‌ترین چالش‌ها اشاره می‌شود.

۳-۱. چالش حکمرانی ETF های دولتی

واگذاری سهام دولت در قالب صندوق‌های قابل معامله در بورس سبب می‌شود تا کماکان دولت مدیریت سهام خود را برعهده داشته باشد و تنها مالکیت آن را منتقل کند و این برخلاف اسناد بالادستی است. با این حال در لایحه بودجه سال ۱۴۰۰ تأکید شده است که تأسیس این صندوق‌ها مشروط بر آنکه مدیریت دولت در آن بلندمدت نباشد، انجام می‌پذیرد که البته عبارت «بلندمدت» ابهام دارد. همچنین ذیل تبصره «۱» ماده (۷) اساسنامه این صندوق‌ها آمده است که دارندگان واحدهای عادی سرمایه‌گذاری این صندوق‌ها پس از پایان قانون برنامه پنج‌ساله ششم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران در صورت تملک حداقل ۰/۱ درصد از واحدهای عادی، حق حضور و اعمال رأی در مجمع را خواهند داشت. همچنین به‌ازای تملک هر یک‌دهم درصد از واحدهای سرمایه‌گذاری عادی معادل یک‌دهم درصد از کل حق رأی از آرای دارندگان واحدهای ممتاز به نسبت تملک هر یک کسر می‌شود و دارندگان



واحدهای ممتاز به نسبت تعداد واحدهای ممتاز سرمایه‌گذاری خود اعمال حق رأی خواهند کرد. با این حال پیش‌بینی ورود بخش خصوصی به سرمایه‌گذاری در واحدهای این صندوق‌ها پس از قانون برنامه پنج‌ساله ششم محل تأمل است و بعید به نظر می‌رسد که اشخاص حقیقی یا حقوقی نسبت به خریداری حجم بالایی از واحدهای عادی به‌منظور اخذ واحدهای ممتاز صندوق اقدام کنند تا بتوانند در نهایت در مجامع شرکت‌های داخل صندوق حضور یابند و تصمیم‌گیری کنند. لذا در عمل صندوق‌ها در دست دولت باقی خواهد ماند و اسناد بالادستی در این خصوص اجرا نخواهد شد.^۱ ضمن اینکه مقررات مربوط به حکمرانی این صندوق‌ها مصوبه هیئت وزیران است و دولت به راحتی می‌تواند آن را تغییر دهد.

۲-۳. چالش‌های مربوط به اجرای قانون بودجه در خصوص ETF های دولتی

در کنار چالش مربوط به ماهیت ETF های دولتی، در مقام اجرا نیز این صندوق‌ها آسیب‌های متعددی برای بازار سرمایه ایجاد کردند که در ادامه به مهم‌ترین آن اشاره می‌شود.

۱-۲-۳. اخلال در انتظارات سرمایه‌گذاران و نظم بازار سهام

از ابتدای سال جاری که بازار سرمایه با رونق و استقبال عمومی همراه شد، تشویق‌هایی از طرف مقامات دولتی برای حضور مردم در بازار سهام صورت گرفت و وعده‌هایی مبنی بر واگذاری سهام دولت در قالب صندوق‌های قابل معامله در بورس (ETF) انجام شد. این تشویق‌های مکرر، انتظار حمایت از بازار سهام را در اذهان عموم مردم ایجاد کرد و پیش‌بینی‌ها مبنی بر افزایش قیمت سهام شرکت‌های متعلق به دولت صورت گرفت. براساس مجوز قانون بودجه سال ۱۳۹۹، واگذاری سهام متعلق به دولت در پنج شرکت به صندوق دارایکم انجام شد و پذیره‌نویسی واحدهای صندوق صورت پذیرفت. همزمان با شروع دوره پذیره‌نویسی با توجه به رشد بازار سهام در ابتدای سال و همچنین تأکیدات و تشویقات مقامات اجرایی کشور این انتظار در میان فعالان بازار سهام به وجود آمد که صندوق دارایکم سود قابل ملاحظه‌ای خواهد داشت. تحقق سود بالای سرمایه‌گذاری در صندوق دارایکم به معنای افزایش خالص ارزش دارایی (NAV) صندوق است و این امر مستلزم افزایش قیمت سهام آن شرکت‌ها در بازار سرمایه است. به دلیل آنکه شرکت‌های داخل صندوق از ارزش بازاری بالایی برخوردار بودند، لذا رشد قیمتی آنها کلیت بازار را تحت تأثیر قرار می‌داد و بازار را با رشد مواجه می‌کرد. جدول زیر، افزایش قیمت سهام متعلق به دولت که در قالب صندوق‌های قابل معامله در بورس قابل واگذاری است^۲ را از ابتدای سال تا نیمه مردادماه سال جاری نشان می‌دهد.

۱. مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی در گزارشی با عنوان «واگذاری سهام دولت و شرکت‌های دولتی از طریق سازوکار صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله (ETF)» به شماره مسلسل ۱۷۰۱۷ که در تاریخ ۱۳۹۹/۲/۱۱ منتشر شده است، به تفصیل در خصوص این چالش اظهار نظر کرده است.

۲. شرکت‌های نامبرده در جدول براساس مصاحبه‌های شفاهی مسئولان اقتصادی دولت ارائه شده است.

جدول ۱. رشد قیمت سهام دولت در شرکت‌ها از ابتدای سال تا نیمه مرداد سال ۱۳۹۹
و مقایسه آن با شاخص کل و هم‌وزن

ردیف	نام صندوق	سهام متعلق به دولت داخل صندوق	بازده سهام از ابتدای سال تا نیمه مرداد*
۱	دارایکم	بانک صادرات	٪۴۷۷
۲		بانک تجارت	٪۴۹۲
۳		بانک ملت	٪۲۳۳
۴		بیمه اتکایی امین	٪۱۲۹
۵		بیمه البرز	٪۳۲۶
۶	دارادوم (پالایش یکم)	پالایش نفت تهران	٪۵۶۱
۷		پالایش نفت تبریز	٪۲۵۶
۸		پالایش نفت اصفهان	٪۷۷۰
۹		پالایش نفت بندرعباس	٪۴۳۸
۱۰	داراسوم	فولاد مبارکه اصفهان	٪۳۵۳
۱۱		ملی مس ایران	٪۳۴۴
۱۲		سایپا	٪۷۴۲
۱۳		ایران خودرو	٪۱۰۱۸
۱۴	میانگین رشد قیمت سهام متعلق به دولت (میانگین هم‌وزن)		٪۴۷۰
۱۵	شاخص هم‌وزن		٪۲۰۰
۱۶	شاخص کل بورس		٪۲۹۶

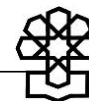
مأخذ: یافته‌های گزارش.

* برای محاسبه بازده، قیمت پایانی سهام در نظر گرفته شده است و افزایش سرمایه‌ها نیز لحاظ شده است.

بر اساس جدول ۱، رشد قیمت سهام متعلق به دولت از رشد شاخص‌های بازار سهام (شاخص کل و شاخص هم‌وزن) بیشتر است. همچنین با توجه به اینکه ارزش بازاری این شرکت‌ها بالاست، بخش زیادی از رشد بازار سهام (شاخص کل) متأثر از رشد این شرکت‌ها بوده است.

با این حال، مقایسه میانگین رشد قیمت سهام شرکت‌های متعلق به دولت با رشد شاخص هم‌وزن می‌تواند معیار مناسب‌تری برای تحلیل بازار به‌دست آورد، زیرا در هر دو محاسبه ارزش بازاری سهام لحاظ نشده است. بر اساس محاسبات جدول ۱، میانگین رشد قیمت سهام شرکت‌های متعلق به دولت ۲۳۵ درصد بیشتر از رشد شاخص بازار سهام - فارغ از اندازه بازاری شرکت‌ها - طی دوره مزبور است که نشان‌دهنده افزایش بیشتر قیمت سهام متعلق به دولت بوده به‌نحوی که فراتر از بازار سهام حرکت کرده‌اند و دارای تقاضای بیشتری بوده‌اند و نقدینگی بیشتری به خود جذب کرده‌اند.

تحقق سود بالای سرمایه‌گذاری در صندوق دارایکم، انتظارات مبنی بر کسب سود بالا ناشی از سرمایه‌گذاری در صندوق‌های بعدی دولت را ایجاد کرد. به‌دلیل آنکه وعده واگذاری سهام شرکت‌های پالایشگاهی در قالب صندوق بعدی داده شد، قیمت سهام پالایشگاه‌ها روند صعودی در پیش گرفت. مشابه آنچه که در سهام بانکی به‌وقوع پیوست، جهش قیمتی این شرکت‌ها سبب شد تا بازار سهام تحت



تأثیر قرار گیرد و قیمت سهام و شاخص کل و هم‌وزن افزایش مجددی را تجربه کنند.

۲-۳. ماهیت غیرفعال صندوق قابل معامله در بورس

ماهیت صندوق‌های قابل معامله در بورس که در سال جاری توسط دولت ایجاد شد، از نوع غیرفعال^۱ است که در مقابل صندوق‌های فعال^۲ قرار می‌گیرند. در صندوق‌های غیرفعال، مدیر صندوق نمی‌تواند به‌طور فعال ترکیب پرتفوی سرمایه‌گذاری را تغییر بدهد و دارایی درون صندوق تنها به میزان بسیار اندکی قابل تغییر است. به‌طور مشخص در صندوق‌های دارایی‌یکم و پالایش‌یکم، مدیر صندوق نمی‌تواند به شکل فعال در ترکیب سبد سرمایه‌گذاری صندوق دخالت کند و آن را متناسب با شرایط بازار و فرصت‌های سرمایه‌گذاری اصلاح کند یا تغییر دهد.

اداره صندوق‌های قابل معامله دولتی به‌صورت غیرفعال چالش‌های بسیاری را برای بازار سرمایه و مدیریت این صندوق‌ها ایجاد کرده است که در ادامه به دو مورد از مهم‌ترین آن اشاره می‌شود:

- عدم موفقیت در بازارگردانی صندوق

بازارگردان صندوق با هدف نزدیک کردن قیمت بازار واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری به ارزش خالص دارایی‌های واحدهای صندوق (NAV)^۳ و افزایش نقدشوندگی معاملات واحدها در صندوق حضور دارد. مصوبات هیئت وزیران به‌طور صریح به مسئله بازارگردانی صندوق‌های قابل معامله در بورس اشاره می‌کند. طبق بند «۳» مصوبه هیئت وزیران مورخ ۱۳۹۹/۱/۲۷، ۵ درصد از تخفیف دولت به‌عنوان بازارگردانی صندوق دارایی‌یکم تخصیص خواهد یافت. همچنین براساس جزء «۳» بند «الف» مصوبه هیئت وزیران مورخ ۱۳۹۹/۵/۲۹، ۵ درصد از مبلغ پذیره‌نویسی صندوق پالایش‌یکم به بازارگردانی واحدهای صندوق اختصاص می‌یابد و جزو دارایی‌های صندوق محسوب می‌شود.

طبق این مصوبات مبلغ بازارگردانی برای صندوق دارایی‌یکم حدود ۲۹۰ میلیارد تومان (۵ درصد از ۵/۸ هزار میلیارد تومان) و برای پالایش‌یکم حدود ۶۹۰ میلیارد تومان (۵ درصد از ۱۳/۸ هزار میلیارد تومان) است. با این حال در عمل دیده می‌شود که فاصله زیادی میان ارزش خالص دارایی‌ها و قیمت واحدها در بازار وجود دارد و بازارگردانی کارکرد اصلی خود را نداشته است. این چالش در خصوص صندوق دارایی‌یکم بیشتر است. نمودار زیر شکاف میان ارزش خالص دارایی واحدهای سرمایه‌گذاری و قیمت بازاری واحدها را طی دوره یک‌ماهه نشان می‌دهد (محور افقی روزهای معاملاتی بازار را نشان می‌دهد).

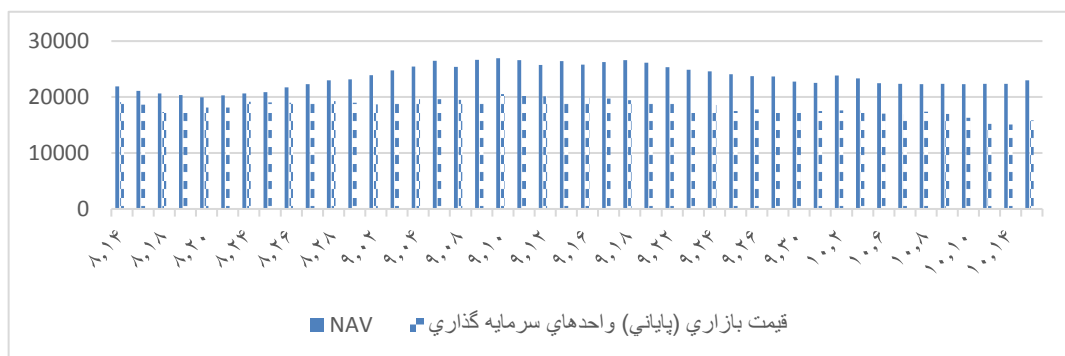
1. Passive Fund

2. Active Fund

۳. منظور از ارزش خالص دارایی‌های واحدهای صندوق سرمایه‌گذاری، ارزش کل دارایی‌های صندوق (سهام، اوراق مالی، سپرده‌ها و وجه نقد) تقسیم بر تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری است.

نمودار ۱. ارزش خالص دارایی واحدهای سرمایه‌گذاری (NAV)

و قیمت بازاری واحدهای صندوق دارایکم از نیمه آبان تا نیمه دی سال ۱۳۹۹ (تومان)



مأخذ: محاسبات گزارش.

همان‌طور که از نمودار ۱ مشخص است، همواره میان قیمت بازاری واحدها و ارزش خالص دارایی‌ها تفاوت وجود داشته است و این نسبت در آذرماه بیشتر نیز شده است. این پدیده در روزهای ابتدایی بازگشایی این صندوق برعکس بود و قیمت واحدها از ارزش خالص دارایی‌های صندوق (NAV) بیشتر بوده است. برای مثال در روزی که قیمت پایانی هر واحد سرمایه‌گذاری حدود ۳۳ هزار تومان بوده است، NAV صندوق حدود ۲۵/۵ هزار تومان بوده است. به بیانی دیگر، قیمت واحدهای صندوق حدود ۳۰ درصد بیشتر از NAV صندوق معامله شده است. در حال حاضر قیمت واحدها بسیار کمتر از ارزش خالص دارایی واحدهای صندوق است. کارکرد بازارگردان صندوق آن است که این شکاف را از میان بردارد که تجربه درخصوص این صندوق حاکی از عدم موفقیت بازارگردانی این صندوق بوده است که عمده دلیل آن را می‌توان غیرفعال بودن صندوق در نظر گرفت.

غیرفعال بودن صندوق سبب می‌شود که در عمل بازارگردانی برای صندوق‌ها اتفاق نیفتد، زیرا مدیر صندوق نمی‌تواند متناسب با شرایط بازار نسبت به فروش سهام داخل صندوق و کسب منابع نقد برای حمایت از واحدهای صندوق اقدام کند. این مسئله نیز به افزایش نوسان و سفته‌بازی در بازار سرمایه دامن خواهد زد. با توجه به فاصله میان ارزش واحد سرمایه‌گذاری صندوق دارایکم و ارزش سهام موجود در این صندوق، واگذاری مابقی سهام دولت در بانک‌های صادرات، تجارت و ملت در قالب داراسوم که هیئت دولت با آن موافقت کرده است،^۱ با ارائه تخفیف ۲۰ درصد یا بیشتر در عمل بی‌نتیجه خواهد ماند، زیرا در شرایط کنونی قیمت بازاری دارایکم حدود ۲۰ تا ۳۰ درصد پایین‌تر از ارزش خالص دارایی واحدها در حال معامله است و چنانچه رغبتی به خریداری این واحدها باشد، هم‌اکنون در بازار این فرصت برای خریداران وجود دارد. یکی از چالش‌های مربوط به بازارگردانی در صندوق پالایش‌یکم برخلاف بازارگردانی صندوق دارایکم

1. <https://www.irna.ir/news/84075916>



آن است که نسبت قیمت واحدها به NAV در بسیاری از مواقع^۱ بالاتر از ۱ بوده است. به بیانی شفافتر، در بسیاری از موارد NAV صندوق از قیمت ۱۰ هزار تومان که قیمت پذیرهنویسی واحدهای صندوق پالایش یکم بود، پایین تر بوده است، ولی با این حال نهادهای حقوقی فعال در بازار سرمایه به منظور حمایت از واحدهای صندوق آن را به قیمت بالاتر یعنی ۱۰ هزار تومان خریداری می کردند.

اثر مالی این نوع حمایت در صورت های مالی نهادهای حمایت کننده نمایان خواهد شد. به بیانی دیگر، از آنجا که حمایت کنندگان واحدهای پالایش یکم به طور عمده اشخاص حقوقی هستند و خود دارای سهام دار هستند، لذا خریداری واحدهای صندوق بالاتر از ارزش خالص آن، چیزی جز گران خریدن و شناسایی هزینه بالا در صورت های مالی شان ندارد.

با این حال، در بسیاری از روزهای معاملاتی با کاهش قیمت سهام شرکت های پالایشگاهی، دارندگان واحدهای سرمایه گذاری پالایش یکم وارد محدوده زیان شدند و از ارزش ۱۰ هزار تومان خالص دارایی شان که به دولت پرداخت کرده بودند، کاسته شد. در روز ۲۴ دی ماه ۱۳۹۹ قیمت پایانی واحد این صندوق به ۶۰۷۳ تومان رسید و افرادی که در پذیرهنویسی این صندوق شرکت کرده اند، چنانچه واحدهای خود را به فروش نرسانده باشند، به ازای هر واحد بیش از ۳۹۰۰ تومان معادل حدود ۴۰ درصد زیان کرده اند. این رویداد می تواند تأمین مالی های آینده دولت از طریق واگذاری صندوق های قابل معامله در بورس که در لایحه بودجه سال ۱۴۰۰ نیز دیده شده است، را دچار اخلاص کند.

– کاهش نقدشوندگی سهام و واحدهای سرمایه گذاری

غیرفعال بودن صندوق منجر به کاهش شناوری سهام شرکت در بازار سهام خواهد شد. در این صندوق ها مدیر نمی تواند سهام داخل صندوق را در زمانی که با افزایش تقاضا و رشد قیمت مواجه است، به فروش برساند و از فرصت های دیگر سرمایه گذاری بهره مند شود.

همچنین در شرایطی که برای سهام داخل صندوق در بازار تقاضای زیادی وجود دارد، مدیر صندوق نمی تواند این تقاضا را پاسخ دهد و با ورود نقدینگی زیاد به بازار سهام، تورم قیمتی برای سهام بازار ایجاد می شود که زمینه را برای نوسانات شدید در بازار ایجاد می کند.

۳-۲-۳. عدم النفع زیاد دولت در واگذاری این شکل از سهام

طبق قانون بودجه سال ۱۳۹۹ و لایحه بودجه سال ۱۴۰۰ دولت مجاز است برای واگذاری سهام خود در قالب صندوق های سرمایه گذاری قابل معامله حداکثر ۳۰ درصد تخفیف اعمال کند.

در شرایطی که سهام متعلق به دولت با تقاضای شدیدی در بازار سهام همراه بود، اعطای تخفیف در فروش سهام دولت مصداق روشنی از ارزان فروشی است. این ارزان فروشی با لحاظ کسری بودجه در

۱. با توجه به اینکه صندوق پالایش یکم سابقه معاملاتی کمتری در بازار در مقایسه با صندوق دارایم دارد، لذا مبتنی بر همین سابقه کم در بازار تحلیل ها ارائه شده است و طبیعی است در شرایطی که وضعیت بازار سرمایه تفاوت داشته باشد، این چالش ها نیز مرتفع می شود.

سال ۱۳۹۹ چندان قابل توجیه نیست.

جدول زیر عدم‌النفع دولت در واگذاری سهام خود را که در قالب صندوق سرمایه‌گذاری قابل معامله دارایکم عرضه کرده است، نشان می‌دهد. برای این منظور ضروری است تا تفاوت بهای تمام شده سهام متعلق به دولت که به صندوق دارایکم فروخته شده است و خالص ارزش فروش سهام فروخته شده را در نظر گرفت. به بیانی دیگر، لازم است تا بهای تمام شده سهام داخل صندوق که از منابع مالی پذیرهنویسان واحدهای صندوق به حساب دولت رفته است و خالص ارزش فروش سهام داخل صندوق که دارایی صندوق و دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود، مد نظر قرار گیرد. تفاوت میان این دو مؤلفه، عدم‌النفع دولت از این شکل واگذاری را نشان می‌دهد. ستون آخر جدول درصد عایدی دارندگان واحدهای عادی سرمایه‌گذاری در دوره منتهی به تیرماه ۱۳۹۹ را نشان می‌دهد. این ستون نشان می‌دهد که عایدی پذیرهنویسان از سرمایه‌گذاری در واحدهای صندوق دارایکم بسیار بیشتر از ۲۰ درصد تخفیفی بوده است که دولت به آنها داده است. درنهایت در مجموع سرمایه‌گذارانی که در دوره پذیرهنویسی شرکت کرده‌اند، ۲۰۳ درصد عایدی در دوره مورد اشاره کسب کرده‌اند.

جدول ۲. عدم‌النفع دولت در واگذاری سهام خود در قالب صندوق قابل معامله دارایکم

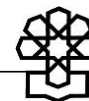
طی دوره منتهی به تیرماه ۱۳۹۹ (میلیارد تومان)

ردیف	سهام	سهام از صندوق	بهای تمام شده	خالص ارزش فروش	عدم‌النفع دولت	درصد عایدی دارندگان واحدها
۱	بانک صادرات	۲۴,۵٪	۱۰۶۸	۴۳۸۴	۳۳۱۶	۳۱۰٪
۲	بانک تجارت	۲۹,۴٪	۱۳۰۴	۵۲۴۲	۳۹۳۸	۳۰۲٪
۳	بانک ملت	۴۳,۱٪	۲۹۶۶	۷۷۰۴	۴۷۳۸	۱۶۰٪
۴	بیمه البرز	۲,۱٪	۱۷۴	۳۸۱	۲۰۷	۱۱۹٪
۵	بیمه امین	۰,۶٪	۷۵	۱۱۴	۳۹	۵۲٪
۶	مجموع	۱۰۰٪	*۵۸۷۸	۱۷۸۲۵	۱۱۹۴۷	۲۰۳٪

مأخذ: محاسبات گزارش براساس صورت‌وضعیت پرتفوی منتهی به ۱۳۹۹/۴/۳۱ صندوق دارایکم.

* ۵ درصد از میزان پذیرهنویسی که حدود ۲۹۰ میلیارد تومان است، صرف هزینه بازارگردانی صندوق شده است. بهای تمام شده سهام در صندوق ۵۵۸۸ میلیارد تومان بوده است و ۲۹۰ میلیارد تومان متعلق به بازارگردانی است.

براساس جدول ۲، عدم‌النفع دولت از واگذاری سهام خود به شکل صندوق قابل معامله در بورس حدود ۱۲ هزار میلیارد تومان بوده است. در واقع، طی تیرماه سال جاری که سهام متعلق به دولت به صندوق دارایکم واگذار شده است، ارزش ریالی کسب شده برای دولت از واگذاری سهام خود ۵۸۷۸ میلیارد تومان بوده است درحالی که خالص ارزش فروش آن برای صندوق دارایکم در انتهای همان ماه، حدود ۱۷۸۲۵ میلیارد تومان بوده است.



این شکل از واگذاری درحالی اتفاق افتاده است که دولت می‌توانست سهام خود را به شکل خرد یا بلوکی واگذار کند تا علاوه بر جذب منابع بیشتری از بازار، تقاضای شدید بازار سهام خرد در نیمه ابتدایی سال جاری را نیز پاسخ دهد. البته ذکر این نکته لازم است که فروش سهام به شکل خرد در بازار مستلزم برنامه زمانبندی شده است به طوری که نظم بازار سهام برهم نخورد و این عرضه‌ها در میان مدت انجام شود.

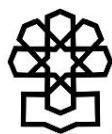
جمع‌بندی و پیشنهاد

تأسیس صندوق‌های قابل معامله در بورس توسط دولت در سال جاری تجربه‌ای پر از چالش و آسیب برای نظام مالی و اقتصادی بود که لازم است درخصوص ادامه واگذاری سهام متعلق به دولت به این شکل، تأمل جدی صورت پذیرد.

پیشنهاد می‌شود که با توجه به عمق بازار و ملاحظه شرایط بازار سهام، واگذاری سهام متعلق به دولت به صورت خرد و یا بلوکی صورت گیرد. همچنین **واگذاری سهام دولت از روش ETF در تبصره «۲» لایحه بودجه سال ۱۴۰۰، حذف شود.**

درخصوص صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس (ETF) فعلی در بازار سرمایه لازم است تا این صندوق‌ها از غیرفعال به فعال تبدیل شوند تا بتوانند نسبت به خرید و فروش سهام داخل صندوق و اجرای بهتر کارکرد بازارگردانی صندوق اقدام کنند. همچنین عبارت دستگاه‌های اجرایی به دلیل تعاریف متعدد قانونی با ابهام مواجه است و لذا در این زمینه نیز می‌بایست اصلاح صورت گیرد. درنهایت اصلاحات زیر جهت تصویب در بودجه سال ۱۴۰۰ پیشنهاد می‌شود:

<p>- اصلاح صدر و حذف بخش آخر جزء «۲» بند «الف» تبصره «۲» لایحه بودجه سال ۱۴۰۰:</p> <p>۲. وزارت امور اقتصادی و دارایی مجاز است تمام یا بخشی از سهام و دارایی‌های دولتی دستگاه‌های اجرایی زیرمجموعه قوه مجریه موضوع ماده (۲۹) قانون برنامه ششم توسعه اقتصادی اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۹۶-۱۴۰۰) و باقی‌مانده سهام متعلق به دولت و شرکت‌های دولتی در بنگاه‌های مشمول واگذاری را مطابق روش‌های مندرج در قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم (۴۴) قانون اساسی مصوب ۱۳۸۷/۳/۲۰ با اصلاحات و الحاقات بعدی واگذار نماید و منابع حاصله را به ردیف ۳۱۰۵۰۲ واریز کند. علاوه بر روش‌های فوق، واگذاری سهام در قالب صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس (ETF) مشروط به اینکه تشکیل این صندوق‌ها با مدیریت دولتی برای بلندمدت نباشد و یا عرضه سهام به روش ثبت سفارش با شرایط زیر نیز مجاز است:</p> <p>۱-۴. 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 و یا بانک‌های دولتی قرار دارند در چارچوب روش‌های مندرج در این جزء واگذار نماید. در صورت واگذاری در قالب صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله</p>
--



مرکز پژوهش‌ها
مجلس شورای اسلامی

شماره مسلسل: ۱۷۳۰۴

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش: بررسی لایحه بودجه سال ۱۴۰۰ کل کشور ۱۵. آسیب‌های واگذاری سهام دولت در قالب صندوق‌های سرمایه‌گذاری معامله‌پذیر (ETF) و ارائه پیشنهادهای سیاستی

نام دفتر: مطالعات اقتصادی (گروه بازارهای مالی)

تهیه و تدوین: محمدمین صلواتیان

ناظران علمی: سیدمهدی حسینی دولت‌آبادی، موسی شهبازی‌غیاشی، سیدعلی روحانی

همکار: محمد برزگر خسروی

واژه‌های کلیدی:

۱. صندوق‌های سرمایه‌گذاری معامله‌پذیر
۲. سهام دولت
۳. بازار سرمایه
۴. لایحه بودجه سال ۱۴۰۰



تاریخ انتشار: ۱۳۹۹/۱۱/۱۴