

واگذاری شرکتهای دولتی در قالب صندوقهای قابل معامله

سخنرانان:

نوید قدوسی

(کارشناس و فعال بازار سرمایه)

دکتر علی مروی

(عضو هیأت علمی دانشکده اقتصاد دانشگاه علامه طباطبائی و مدیر اندیشکده

حکمرانی شریف)

دبیر جلسه:

دکتر علی متوسلی

(مدیر کل دفتر خدمات پژوهشی و عضو هیئت علمی موسسه عالی آموزش و

پژوهش مدیریت و برنامه ریزی)



موسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه ریزی

مطالب مندرج در این گزارش منحصرآ گفتههای سخنرانان است و به هیچوجه منعکس کننده
نظر موسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه ریزی نیست.

نشست تخصصی بررسی واگذاری شرکت‌های دولتی در قالب صندوق‌های قابل معامله با حضور آقایان نوید قدوسی و دکتر علی مروی به عنوان سخنران و جمعی از کارشناسان در تاریخ ۱۳۹۹/۰۲/۱۵ به صورت غیرحضوری (آنلاین) برگزار گردید.

آقای دکتر علی متوسلی، مدیرکل دفتر خدمات پژوهشی موسسه، جلسه را با طرح مباحثی پیرامون قانون بودجه و چشم‌انداز آن آغاز نمودند و در ادامه به شرح رونق بازار بورس در ماه‌های ابتدائی سال ۹۹ و شروع فعالیت‌های دولت در قالب واگذاری سهام بانکی و بیمه‌ای و انتقادات و پیشنهاداتی که به آن وارد شده است، پرداختند.

دکتر علی متوسلی

عده‌ای اعتقاد دارند صندوق‌های دولتی طراحی مناسبی از لحاظ حاکمیت شرکتی ندارند، و علت مخالفت خود را تعارض منافع بین مالکین سهام^۱ ETF و مدیران این صندوق‌ها عنوان می‌کنند. همچنین منتقدان به این نکته اشاره دارند که خصوصی‌سازی‌های دولت در سال‌های اخیر پروژه‌های ناموفقی بوده‌اند و عرضه این صندوق‌ها در بورس می‌تواند ادامه دهنده راه ناکامی‌ها باشد. از طرفی، کسانی هم هستند که این ابتکار را مفید ارزیابی می‌کنند و معتقدند بازار سرمایه یک محل مهم برای تامین مالی کسب‌وکارها است و ورود مردم به این بازار موجب عمق بخشیدن به آن می‌شود. همچنین دولت می‌تواند از این طریق به تامین بخشی از کسری بودجه خود بپردازد که در مقایسه با سایر روش‌های تامین مالی کسری بودجه دولت روش کم خطرتری است. نشست امروز به دنبال روشن کردن زوایای مختلف رویکرد جدید دولت در واگذاری شرکت‌های دولتی در قالب صندوق‌های قابل معامله است.

نوید قدوسی

همانطور که اشاره شد، یکی از برنامه‌های مهم بودجه سال جاری واگذاری بخشی از سهام باقی‌مانده دولت در شرکت‌های بورسی در قالب صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله (ETF) است. این طرح همچون هر مسئله دیگری دارای نقاط قوت و ضعف می‌باشد. به عنوان نقاط قوت می‌توان به افزایش اندازه بازار سرمایه و افزایش بستر جذب نقدینگی در بازار سرمایه اشاره داشت. یکی از مشکلات و محدودیت‌های فعلی بازار سرمایه ایران این است که ارزش سهام قابل خرید و فروش در مقایسه با اندازه اقتصاد و حجم اقتصاد عدد کوچکی است. در حال حاضر مجموع ارزش بازار بورس و فرابورس در حد ۳۶۰۰۰ هزار میلیارد ریال است، این عدد در نگاه اول می‌تواند رقم چشمگیری بنظر برسد اما آن قسمت از بازار که به صورت سهام شناور در دسترس است را می‌توان در حدود ۲۰ درصد از کل ارزش بازار (یعنی ۷۰۰۰ هزار میلیارد ریال) حساب کرد. این در حالیست که قسمت عمده سهام شناور شرکت‌ها در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی است. این سرمایه‌گذاران که بخش عمده‌ای از بازار را در دست دارند در معاملات خرد و یا کوتاه‌مدت شرکت نمی‌کنند. به این ترتیب، می‌توان

¹ Exchange Traded Fund

گفت نهایتاً حدود ۱۵۰۰ هزار میلیارد ریال از سهام عرضه شده در بازارها قابل خرید و فروش باشند. به همین دلیل، گسترده‌تر کردن بازار سرمایه اهمیت پیدا می‌کند و ورود ETF‌های دولتی به بازار و انجام معاملات ثانویه این صندوق‌ها می‌تواند یک قدم معنادار در افزایش اندازه و ظرفیت جذب نقدینگی در بازار سرمایه محسوب گردد.

سقف خرید از ETF‌های دولتی برای هر فرد ۲۰ میلیون ریال اعلام شده است و مجموع ارزشی سه گروه از ETF‌ها در حدود ۸۰۰ هزار میلیارد ریال برآورد می‌شود. بنابراین، صندوق‌ها می‌توانند نوید دهنده جذب چهل میلیون سرمایه‌گذار جدید باشند. البته با فرض اینکه فعالان فعلی بازار بورس نیز خواهان این سهام باشند و یا هر فرد در هر سه دسته اعلام شده اقدام به خرید نماید، این رقم تا حدود بیست الی بیست‌وپنج میلیون نفر کاهش می‌یابد. لذا، پیش‌بینی می‌شود ضریب نفوذ بازار سرمایه در کشور به میزان قابل توجهی افزایش یابد. روند افزایشی نفوذ بازار سرمایه در جامعه می‌تواند پیامدهای خوبی را در پی داشته باشد، از جمله این که حساسیت جامعه به نوسانات بازار سرمایه افزایش می‌یابد و انتظاراتی برای سیاست‌گذاری مناسب، رشد پایدار و رونق بازار سرمایه را در میان اقشار مختلف مردم که سهامدار این بازار هستند پدید می‌آورد و مطالبه عمومی برای رفع خلاهای قانونی و نواقصی که در ارتباطات شرکت‌ها با دولت وجود دارد، شکل می‌گیرد.

یکی دیگر از مزیت‌هایی که می‌توان به آن اشاره کرد، ترویج فرهنگ سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در بورس است. با اضافه شدن ETF‌های دولتی در این حجم و فرآیند نسبتاً ساده مشارکت که احتیاجی به کد بورسی ندارد و عموم مردم می‌توانند بدون هیچ محدودیتی سهامدار شوند. این امر سبب می‌شود درصد بزرگتری از جامعه هدف این بازار قرار گیرند.

در ادامه به بررسی نقاط ضعف قابل مشاهده می‌پردازیم. برجسته‌ترین نکته‌ای که از همان ابتدا توجه را جلب می‌کند، عدم تناسب میان محتوا و عنوان صندوق‌ها است. گزاره‌ای، مبنی بر این که دولت در راستای خصوصی سازی دست به این اقدام زده است، مکرراً عنوان می‌شود در حالی که مدیریت شرکت کماکان در دستان دولت باقی خواهد ماند. در ارتباط با بحث امروز دو گروه بزرگ در نهادهای مالی داریم که در جهت سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در بورس فعالیت دارند. گروه اول صندوق‌های سرمایه‌گذاری هستند که به سبب ایجاد و فراهم آوردن بستری برای سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در بازار سرمایه از طریق منابع خرد تشکیل شده‌اند. صندوق یک نهاد بدهی‌محور است. هر سرمایه‌گذاری که صندوق انجام می‌دهد با تکیه بر منابعی است که از طریق بدهی جمع‌آوری شده است. گروه دوم، شرکت‌های سرمایه‌گذاری دارای محور هستند که هسته اولیه شکل‌گیری حقوق صاحبان سهام در این مجموعه‌ها سرمایه‌ثبتی و پرداخت شده به هیئت مدیره است و منابع شرکت از این طریق شکل می‌گیرد. در مجموع برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری و سیاست جذب سرمایه خرد، دو ویژگی می‌توان متصور شد. منابع خرد نیازمند سهولت ورود و خروج به بازار است و به دنبال برداشت سود و منافع سهامداری است و ایده‌ای برای مدیریت و پیش‌راندن شرکت‌ها ندارد. به همین جهت است که در امیدنامه صندوق‌ها به طور مشخص ذکر شده است که نباید بیشتر از ده درصد سرمایه به یک شرکت اختصاص

یابد و همچنین نمی‌تواند بیش از پنج درصد از سهام شرکتی را خریداری کند. در حالی که شرکت‌های سرمایه‌گذاری چنین محدودیت‌هایی را ندارند. اگر با این پیش‌زمینه به ETFهای دولتی که تحت عنوان صندوق معرفی شده‌اند توجه کنیم متوجه تناقض در ترکیب سهام از مجموعه‌های مختلف با تعریف صندوق می‌شویم. به عنوان مثال، در صندوق دارایکم سهام بانک‌های ملت، تجارت و صادرات، هر کدام نزدیک به ۱۷ درصد، بیمه البرز ۱۷ درصد و بیمه اتکایی امین ۱۲ درصد پرتفوی این صندوق را تشکیل می‌دهند و مشخصاً حد نساب‌های تعیین شده توسط سازمان بورس برای صندوق‌ها رعایت نشده و نشان دهنده اینست که صندوق کاملاً از نفوذ مدیریتی بر این مجموعه‌ها برخوردار است.

دوم اینکه انتقال سهام در صندوق‌های سرمایه‌گذاری اتفاق نمی‌افتد، به صورتی که در ETFهای دولتی مدیر صندوق، یک نهاد کاملاً دولتی است و پرتفوی صندوق تماماً آن چیزی است که دولت به آن تخصیص داده است. در واقع، استقلال میان منابع دولتی و منابع صندوق وجود ندارد، در نهایت دولت حتی مالکیت دارایی را واگذار نکرده است.

مسئله دیگری که در مورد ETFهای دولتی وجود دارد محدودیت‌هایی است که برای آنان در نظر گرفته شده است. از جمله اینکه تا دو ماه پس از دوران پذیره نویسی امکان خرید و فروش واحدها وجود ندارد و بازارهای ثانویه تا دو ماه پس از عرضه اولیه امکان فعالیت نخواهند داشت. چنین شرطی می‌تواند قدرت نقد شوندگی صندوق‌ها و سهولت دسترسی را زیر سوال ببرد. همچنین واحدهای سرمایه‌گذاری قابل ابطال نیز نیستند.

در نهایت با علم به اینکه ساختار این صندوق‌ها کاملاً دولتی است و با توجه به وضع موجود، انتقال مالکیت آنان به بخش خصوصی عملاً غیرممکن به نظر می‌رسد. در نهایت مالکیت و مدیریت این صندوق‌ها در انحصار دولت باقی می‌ماند.

دکتر علی مروی

علی رغم آنکه نکات منفی صندوق‌های ETF بسیار بیشتر از نکات مثبت آن است، برخی نکات مثبت را بایستی در نظر گرفت از جمله اینکه شاید هیجان و تقاضایی که به سمت بورس آمده، به سوی این صندوق‌ها کشیده شود و همچنین افراد زیادی نیز به عنوان تازه واردان سازمان بورس از آن استقبال می‌کنند که می‌تواند هر دو وجه مثبت و منفی را داشته باشد و از نفوذ بازار می‌توانیم تعبیر موثق‌تری داشته باشیم. اقبال مردم از بازار سرمایه از اتفاقات مثبتی است که روی داده است ولی در صورتی که دولت آن را به خوبی کنترل و مدیریت نماید. در این میان از وجوه منفی ورود تازه واردان به بورس می‌توان به این نکته پرداخت که بسیاری از آنها آموزش‌های لازم ندیده‌اند که خود می‌تواند تبعات اجتماعی، امنیتی زیادی در پی داشته باشد. با توجه به شرایط رکودی سنگین، شوک کرونا و در پی آن کاهش شدید قیمت نفت، پیش‌بینی می‌شود دولت با کسری بودجه شدیدی مواجه شود. علی‌رغم نکات مثبتی که برای واگذاری در قالب صندوق‌ها می‌توان در نظر گرفت،

می‌توان این کار را مخالف با سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی نیز دانست. در اصل ۴۴ تصریح شده است که انتقال دارایی باید همراه با انتقال مدیریت صورت بگیرد.

با توجه به اینکه صندوق ETF دولت استاندارد نمی‌باشد و در واقع نوعی هلدینگ داری است و مالکیت به مردم منتقل می‌شود در حالی که مدیریت دست دولت باقی می‌ماند که عملاً فرآیند صدور و یا ابطال صندوق‌ها را نیز با مشکل رو به رو خواهد نمود. انتظار می‌رود پس از گذشت زمان و ورود به بازارهای ثانویه، چنین صندوقی در پی اختلاف قیمت اسمی و بازاری دچار ریزش قیمت شدیدی بشود. با توجه به اینکه صندوق ETF با مدیریتی که کماکان به عهده دولت است در نگاه مردم دولتی محسوب می‌شود و این باعث شده که آنان مصونیتی را برای این سهام در نظر بگیرند و انتظار داشته باشند که از حاشیه امنیت بالایی برخوردار باشد. به همین سبب است که گفته می‌شود تبعات چنین ریزشی در ارزش سهام این صندوق‌ها بر آن دسته از سهام‌دارانی که به تازگی به بازار پیوسته‌اند می‌تواند شوک شدیدی وارد کند و حتی موجب شود تا بازار را با خطری مکدر برای همیشه ترک کنند. این گروه از سرمایه‌گذاران که تازه پا به این عرصه گذاشته‌اند و آنچنان آموزش دیده نیستند بعید است که انتظاراتی را در جهت جبران زیانی که دیده‌اند از دولت داشته باشند و به جهت مدیریت دولتی ممکن است فشارهایی از طرف جامعه به دولت به صورت تحصن، آشوب و یا شورش‌هایی گسترده وارد شود و دولت را مکلف به پرداخت و در نهایت اعمال بار بودجه‌ای بیشتری کند.

نکته بسیار مهمی که وجود دارد این است که وضعیت فعلی بازار سرمایه موجب شد نقدینگی که می‌توانست وارد بازار ارز یا طلا شود، را جذب نماید. اما ماندگاری پویای بازار زمانی تامین می‌شود که با توجه به حجم بالای تقاضا، مدیریت عرضه متناسبی از طرف دولت صورت گیرد. در چنین شرایطی انتظار می‌رود دولت عکس‌العمل سریع و مناسب‌تری در زمینه عرضه سهام در بازار داشته باشد. شرکت‌هایی که در این صندوق‌ها حضور دارند قبل از این نیز در بازار سرمایه حضور داشتند و دولت می‌توانست با همان رویه قبلی و بدون احتیاج به چنین تشریفات به عرضه سهام بیشتری اقدام کند و پاسخ خوبی به این اقبال عمومی نشان دهد در حالی که بخش مازاد تقاضای فعلی به سمت شرکت‌های کوچکتر سرازیر شده که در عمل ظرفیت مدیریت این سرمایه را ندارد و گفته می‌شود به صورت صوری قیمت‌ها بالا می‌رود و ممکن است با تغییر جهت تقاضا حباب قیمتی آن هم به سرعت در هم بشکند.

ممکن است ایرادی به این پیشنهاد عرضه مستقیم سهام دولت در این شرکت‌ها به این صورت عنوان شود که با توجه به ماهیت و نقش مدیریتی که دولت با توجه به سهامی که دارد ایفا می‌کند امکان عرضه آن‌ها به صورت خرد وجود ندارد، این شبهه را نیز چنین می‌توان پاسخ گفت که با تخفیف بیست درصدی که دولت بر روی سهام این صندوق‌ها ارائه می‌کند در زمانی که بازار با چنین روندی صعودی رشد می‌کند، مسلماً ارزش تخفیف داده شده بسیار بیشتر از بیست درصد اسمی است و با عرضه آزاد سهام در بازار، ارزش بیشتری عاید دولت می‌شد و ریسک تحمیل شده ارزش خود را باز می‌یافت. البته دولت ممکن است کماکان دغدغه صندلی‌های طلایی و رای‌های کنترلی خود را داشته باشد. وزارت اقتصاد اینگونه بیان می‌کند که کنترل

بازارهایی که دولت در آنها فعالیت دارد احتیاج به داشتن چنین قدرتی دارد تا بتواند با توجه به انتظاراتی که مراجع نظارتی و مجلس در قبال فعالیت بازارها دارد، پاسخگو باشد.

حتی ممکن است ادعا شود اگر مدیریت از دولت گرفته شود و به نهادهای خصوصی منتقل گردد باعث تعدیل گسترده نیرو شود و چنین تغییر رویه مدیریتی سبب بازخورد و واکنش‌های شدیدی از سوی جامعه گردد. البته طرح چنین مسائلی در وهله اول با ایرادات اساسی مواجه است، در واقع نوع نگاه دولت به تنظیم‌گری بازارها اشتباه است. چنین نگاهی که منجر به چنین استدلالی می‌شود که دولت با حضور فعال در سمت عرضه، کنترل بازار را در دست داشته باشد، به محیط کسب‌وکار آسیب می‌زند و با توجه به سابقه ناموفق دولت در این امر، که به زعم خود تنظیم بازار است، باعث می‌شود تا اینچنین به نظر بیاید که دولت کار اشتباه خود را با اشتباه دیگری توجیه می‌کند. حتی در مسئله تعدیل نیرویی که مطرح می‌شود بهتر است که در نظر داشته باشیم هدف از خصوصی‌سازی در وهله اول بالا بردن بهره‌وری سازمان‌هاست و یکی از ابزارهای افزایش بهره‌وری در کمتر کردن نیروهای مازاد سازمان است. حتی با فرض اینکه دولت نیروهای تعدیل شده را تا دو سال مشمول بیمه بیکاری کند باز هم به مراتب هزینه کمتری به اقتصاد ایران وارد می‌شود تا اینکه بخواهد اینچنین به امور ادامه دهد.

این صندوق‌ها که شباهتی انکار نشدنی به سهام عدالت دارند، با مالکیت اسمی مردمی و مدیریت دولتی عملاً نهادهای نظارتی را دور زده و به حیاط خلوت صاحبان صندلی طلایی و سهامداران ممتاز تبدیل می‌شوند. تصمیم‌هایی که توسط این مجموعه‌ها برای منابع این شرکت‌ها گرفته می‌شود تأثیرات عظیمی بر صنایع و کسب‌وکارهای کوچک می‌گذارد در حالی که آنان نه راهی برای فرار و نه قدرتی برای مقابله با چنین پدیده‌ای دارند. صاحبان این صندلی‌ها به خاطر موقعیت و جایگاه سیاسی نامشخص و افق زمانی کوتاه مدتی که در مسند قدرت هستند، جایی که نیز به افزایش سرمایه هست، این افزایش را صورت نخواهند داد و منابع به سمت فعالیت‌های سودآور زود بازده و ترجیحات شخصی کشیده می‌شوند و عملاً راه برای سرمایه‌گذاری بلند مدت و موفق بسته می‌شود که موجب خواهد شد بر عملکرد بهینه سایر دستگاه‌ها از قبیل بانک‌ها و بیمه‌ها نیز تأثیر منفی گذاشته شود

با توجه به موارد بررسی شده، متوجه این امر می‌شویم که تصمیم دولت در چگونگی واگذاری سهام بانکی و بیمه‌ای قابل دفاع نمی‌باشد، نکات مثبتی که شمرده می‌شود دارای اما و اگرهای فراوانی است، در حالی که وجوه منفی آن کاملاً ملموس و مشخص است و تجربه آن را پیش از این در سهام عدالت داشته‌ایم. شاید یکی از مهمترین عوامل آسیب‌زایی که وجود دارد این است که این شیوه واگذاری به مذاق وزارتخانه‌های متعدد خوش بیاید و به همین شیوه به خصوصی‌سازی سلیقه‌ای بپردازند. همان‌طور که در ابتدا عنوان شد در اصل ۴۴ قانون اساسی سه راهی که برای خصوصی‌سازی پیش‌بینی شده بود، مذاکره، مزایده و عرضه سهام در بورس بود. کما اینکه مردم هنوز نسبت به فاز اولیه خصوصی‌سازی در دهه هفتاد بی‌اعتماد و دارای گمانه‌های منفی بسیاری بودند؛ در روش مذاکره علامت سوال‌های بزرگی بود که دید جامعه را منفی کرده بود. روش

مزایده نیز اقتصاد سیاسی پیچیده و روند کندی داشته تا به آنجا که رفته رفته سهم شرکت‌های دولتی در بودجه بالا رفته و تا هفتاد درصد بودجه از این شرکت‌ها بسته می‌شود. در نهایت، تا مدت‌ها گفته می‌شد بازار بورس عمق مناسب و توانایی تحمل این بار را ندارد. اما، این روزها بازار سرمایه ایران ظرفیت خوب و روند رو به رشدی داشته است و دولت می‌تواند پروژه شکست خورده خصوصی سازی را از مسیر بورس دنبال کند. اگر چه، بسیار اهمیت دارد که این بار دولت قبل از هر اقدامی به آزادسازی قیمت‌ها بپردازد و دست از تنظیم بازار و قیمت‌گذاری بردارد. از این منظر می‌توان گفت فرصت خوبی پیش روی دولت است تا فرآیند بورسی شدن شرکت‌های بزرگ دولتی را فراهم آورد و انتقال مدیریت به همراه انتقال مالکیت را ممکن سازد.

پرسش و پاسخ

سوال: یکی از ایرادهای وارد شده به ETF های دولتی امکان پدید آمدن فاصله قابل توجه بین قیمت هر واحد سهم در بازار و ارزش خالص دارایی آن (NAV)² است. آیا این امر موجب بحران خواهد شد؟

نوید قدوسی:

با توجه به عدم امکان صدور و ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری ممکن است نقد شوندگی این واحدها دچار مشکل شود. بازارگردانی نزدیک به NAV از بروز چنین مشکلی پیشگیری خواهد نمود اما با توجه به فشار تقاضا / فشار عرضه و همچنین با توجه به شرایط بازار ممکن است سهام عرضه شده در سبد سهامی صندوق‌ها قیمت فروش در بازار ثانویه را دچار نوسانات کرده و تحت تاثیر هیجانات بازار از ارزش واقعی خود دور شود. با توجه به رونقی که اخیراً در بازار سرمایه صورت گرفته نسبت قیمت به NAV در اکثر شرکت‌های سرمایه‌گذاری تفاوت چشم‌گیری داشته است. به عبارتی فارغ از نوسانات قیمتی، مقایسه قیمت بازار نسبت به ارزش واقعی همواره در بازار سرمایه وجود دارد. رونق بازار همیشگی نیست و در ادامه هر رونقی شاهد رکود و اصلاح بازار در بازار سرمایه هستیم. در نتیجه در دوره رکودی بازار شاهد این هستیم که نسبت قیمت به NAV کاهش پیدا می‌کند و این نوسانات می‌تواند به سرمایه‌گذار آسیب بزند. نکته مهمی که وجود دارد این است که فروشنده از عدم امکان ابطال اطلاع دارد و خریدار نیز به این موضوع واقف است. در نتیجه، خریدار با توجه به این موضوع ممکن است سفارش‌های خرید را روی قیمت‌های پائین بگذارد و این امر ممکن است باعث شود دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری متحمل ضرر و زیان شوند. در این صندوق‌ها، در حال حاضر ۵٪ از منابع صندوق‌های دولتی برای بازارگردانی تخصیص داده شده است اما همین مقدار نیز ممکن است با رونق گرفتن بیشتر بازار و افزایش فعالیت‌های صندوق کافی نباشد. نکته مهم دیگری که در خصوص این صندوق‌ها وجود دارد بازارگردانی آنهاست که در صورت رها شدن، تجربه موفق‌تری نخواهد بود.

² Net Asset Value

سوال: چرا با وجودی که واگذاری‌ها می‌توانست به صورت شفاف در قالب شرکت سهامی عام عرضه شود، از صندوق ETF برای عرضه سهام شرکت‌های دولتی استفاده شد؟

دکتر علی مروی:

به هنگام عرضه سهام به صورت خرد، قدرت کنترلی و ارزش مدیریتی سهام زایل می‌شود. برای واگذاری مالکیت سهام و همچنین انتقال قدرت مدیریتی از روش‌های مختلفی می‌توان بهره برد. در روش سهامی عام نیز این خصوصیات رعایت می‌شوند و در مورد این مسئله با رعایت جزئیات مربوطه، عرضه به شکل شرکت سهامی عام می‌توانست راه‌حل بهتری نسبت به صندوق ETF باشند.

نوید قدوسی:

استفاده از داد و ستد سهام شرکتی به صورت سهامی عام می‌توانست پیشنهاد بسیار خوبی باشد ولی با توجه به هدف دولت در جذب سرمایه به صورت حداکثری، دولت قصد عرضه نزدیک به صد در صد و یا عرضه بیش از ۵۰ درصد سهام شرکت‌ها را دارد و هدف آن عرضه درصد کوچکی از کل شرکت نیست. در ساختار عرضه سهام به صورت سهامی عام، سهام‌دار ولو با داشتن یک سهم، حق شرکت در مجامع و مشارکت در تصمیم‌گیری را خواهد یافت، در چنین شرایطی ممکن است سهام‌دار اقدام به اخراج و کنار گذاشتن مدیر دولتی کند. در صورتی که در ساختار صندوق سرمایه‌گذاری ETF تمامی ارکان صندوق و واحدهای ممتاز صندوق در اختیار دولت و وزارت امور اقتصادی و دارایی است و مدیریت صندوق نیز برعهده یک نهاد دولتی خواهد بود. در قالب شرکت سهامی، دولت حق رای خود را از دست داده و در اولین مجمع فوق‌العاده سهامداران خرد حق این را دارند که مدیر دولتی را به طور کلی برکنار کنند.

سوال: رابطه بین سرمایه‌گذار خرد در صندوق و نهاد صندوق امید به انتقال سود سالانه شرکت‌های زیرمجموعه به سرمایه‌گذار خرد است. با توجه به اینکه راه‌های تأمین مالی در بازار سرمایه از طریق عرضه اولیه و افزایش سرمایه از آورده نقدی سهامداران است، آیا امکان افزایش سرمایه برای شرکت‌های زیرمجموعه صندوق محدود نمی‌شود؟ توضیح اینکه، سهامدار خرد حاضر به پرداخت آورده نقدی نیست چون حق مالکیت را در اختیار ندارد. دولت هم که از عواید سود شرکت‌ها محروم است انگیزه‌ای برای پرداخت ۱۰۰۰ ریال هر سهم جدید را ندارد. در نتیجه، آیا دولت تلاش خواهد کرد مانع افزایش سرمایه این شرکت‌ها بشود؟

نوید قدوسی:

امکان شرکت در افزایش سرمایه به لحاظ فنی وجود دارد و صندوق می‌تواند از این طریق به کسب سرمایه بپردازد. شرکت یا عدم شرکت در افزایش سرمایه منوط به تصمیم مدیریت صندوق سرمایه‌گذاری است و هیچ سهامدار خرد یا دارنده واحد سرمایه‌گذاری نمی‌تواند مستقلاً تصمیم بگیرد که آیا می‌خواهد در این سرمایه‌گذاری مجدد شرکت کند یا خیر. در وهله دوم، در صندوق‌های سرمایه‌گذاری ETF به دلیل اینکه

سهامی هستند و از تنوع بالایی برخوردار نیستند تصمیم گیری در مورد افزایش سرمایه به دو دلیل می تواند مشکل باشد: اول اینکه شاید منابع کافی وجود نداشته باشد و دوم وجود محدودیت هایی برای نگهداشت نقدینگی در صندوق برای بازارگردانی است. با این حال، مشکل جدی برای افزایش سرمایه شرکت ها در قالب صندوق ETF وجود ندارد.

سوال: شفافیت اطلاعاتی و سازوکار صندوق های سرمایه گذاری ETF به چه صورت خواهد بود و تا چه میزان الزامات بورس بر این ETF حاکم است؟

دکتر علی مروی:

در اساسنامه ای که دولت برای ETF سهام عدالت تعریف کرده بود به معرفی انواع کمیته ها برای حسابرسی و مجامع نظارتی و گزارشات مالی پرداخته شده بود. مدیر ETF قاعداً فردی با تخصص مالی خواهد بود و نه تخصص بنگاه داری، لذا با توجه به عدم شفافیت و قابل اتکا بودن حسابرسی ها عملاً از حسابرسی ها بهره ای نخواهد بود. همچنین در سایر بخش های دولتی نیز دسترسی به صورت های حسابرسی امکان پذیر نیست و عملاً می توان گفت امیدی به حصول شفافیت اطلاعاتی در مورد فعالیت صندوق های ETF نیز نمی توان داشت. باید توجه داشت که در اساسنامه دارا یکم متأسفانه به اندازه اساسنامه ای که دولت برای ETF های سهام عدالت تدوین کرده بود، بحث های حسابرسی و گزارش های شفافیت دیده نشده است.

نوید قدوسی:

صندوق با مجوزی که از سازمان بورس دارد تحت نظارت همین سازمان نیز به فعالیت خود ادامه می دهد، و فعالیت صندوق در چارچوب امیدنامه و اساس نامه صندوق خواهد بود. ارکان صندوق شامل مدیر صندوق (تصمیم گیری در خصوص چگونگی تخصیص منابع صندوق)، حسابرس، متولی (مسئول نظارت بر رویه های تعیین شده برای فعالیت مدیر صندوق) و مجمع صندوق است.

قابل ذکر است که حاکم بودن این رویه های مدیریتی بر روی صندوق لزوماً منجر به اثربخشی لازم نخواهد شد. به طور مثال وظیفه مدیر صندوق ETF دولتی محدود به حفظ و نگهداری سهام و سود سهام معین شده است و در این موقعیت کم تحرک که متولی و حسابرس نیز به گزارش فعالیت روتینی از فرآیند داد و ستد می پردازند چیزی بیش از این نخواهد شد.

سوال: آقای قدوسی، منظور از این جمله که گفته شد «دولت با فروش سهام حتی اقدام به انتقال مالکیت نیز نکرده است» چه بود؟ در صورت عدم انتقال مالکیت، سود سهام تقسیم شده در اصل عاید چه کسانی می شود؟

نوید قدوسی:

بیشتر مقصود از این حرف عدم انتقال قدرت مدیریتی شرکت‌ها بوده است، به جهت اینکه حق رای مجامع شرکت در اختیار مدیر صندوق خواهد بود که این مدیریت صندوق نیز یک نهاد دولتی است. مالکیت سهام از دولت به صندوق ETF منتقل می‌شود اما خود این صندوق نیز تماما تحت کنترل و در اداره دولت است. تقسیم سود حاصله نیز میان دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری در صندوق خواهد بود و میان سرمایه‌گذاران تقسیم خواهد شد.