



جمهوری اسلامی ایران



موسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی

# سهام عدالت

## آزادسازی سهام عدالت، اثرات و پیامدهای آن

اردیبهشت ۱۳۹۹



موسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی

عنوان گزارش: آزادسازی سهام عدالت، اثرات و پیامدهای آن

گروه مطالعات و پژوهش‌های اقتصاد کلان و آینده‌پژوهی  
تهیه‌کنندگان: سعیده هوشمندی، باقر ادبی و حسن ولی بیگی  
اظهارنظرکننده: زورار پرمه

اردیبهشت ۱۳۹۹

---

## چکیده

هدف از این گزارش، بررسی تحولات بازار سرمایه در دو سال اخیر، بررسی ابعاد واگذاری سهام عدالت از حیث شرکت‌ها، ارزش فعلی سبد سهام و روند قیمتی آن در آینده است.

اهم یافته‌های گزارش عبارت‌اند از:

۱- با تصویب هیات وزیران توزیع سهام شرکتهای دولتی به مردم در سال ۱۳۸۴، و سپس با ابلاغ بند «ج» سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی از سوی مقام معظم رهبری، موضوع سهام عدالت وارد فاز اجرایی شد. در حال حاضر مشمولان سهام عدالت بالغ بر ۴۹.۱ میلیون نفر هستند. در نهم اردیبهشت ماه ۱۳۹۹ با درخواست ریاست محترم جمهوری و تایید مقام معظم رهبری امکان واگذاری و خرید و فروش سهام عدالت در حال فراهم شدن است.

۲- در شرایط فعلی با دو هدف عمده یکی کاهش فشار بر بودجه دولت (ناشی از وضعیت رکودی و کاهش درآمدها) و دوم کمک و توانمندسازی اقشار آسیب‌پذیر در شرایط بحرانی حال حاضر (بیماری کرونا)، پیشنهاد آزادسازی سهام عدالت داده شده است. این اقدام هرچند بر بودجه دولت اثری نخواهد داشت لکن فشار مالی را بر دولت (ناشی از انتظارات منفی) کم می‌کند.

۳- بررسی روند شاخص بورس در سال‌های اخیر حاکی از آن است که تقریباً از سه ماهه سوم سال ۱۳۹۸، روند صعودی شاخص فزاینده بوده است. بعلاوه از اواسط فروردین ماه امسال هم‌زمان با عرضه سهام شستا، شاخص کل جهش قابل توجهی داشته است و این روند صعودی مصادف با دستور مقام معظم رهبری در ۹ اردیبهشت ۱۳۹۹ برای آزادسازی سهام عدالت ادامه دار بوده است. بنابراین می‌توان گفت تحولات اخیر بازار سرمایه نشان از آن دارد که واگذاری سهام شرکتهای دولتی در بورس می‌تواند در وضعیت آینده بازار سرمایه نقش پراهمیتی را داشته باشد.

۴- از چالش‌های واگذاری سهام عدالت با توجه به روش‌های موجود می‌توان به کاهش قیمت سهام شرکتهای حاضر در آن ناشی از ایجاد صف‌های فروش و ریزش موقتی بازار، به هدف اصابت نکردن کمک به اقشار آسیب‌پذیر بدلیل کاهش قیمت سهام، مشخص نبودن نحوه توزیع سهام شرکتهای بین مشمولین، وجود تعداد زیاد سهامدار خرد برای شرکتهای و مشکلات ناشی از آن برای برگزاری مجمع و ایجاد تورم در صورت فروش بخش اعظمی از سهام توسط مردم اشاره کرد.

۵- به طور کلی بررسی ابعاد مختلف آزادسازی سهام از دو جنبه مهم یعنی رونق بازار سرمایه برای تأمین مالی شرکت‌ها و حرکت از بانک محوری به سمت بازار سرمایه و انتقال مالکیت به بخش خصوصی تأثیر مثبتی بر اقتصاد بویژه بخش صنعت کشور خواهد داشت؛ البته این موارد به صورت غیرمستقیم بر بخش صنعت تأثیر خواهند داشت زیرا سهام این شرکت‌ها در بازار ثانویه معامله می‌شوند.

۶- سازمان خصوصی سازی انتخاب دو روش مدیریت مستقیم و غیرمستقیم را پیش روی ۴۹ میلیون نفر مشمول دریافت این سهام جهت انتقال به اشخاص حقیقی قرار داده است. هر یک از این دو شیوه تبعاتی را به دنبال خواهد داشت:

- در روش مدیریت مستقیم با توجه به اینکه بیشتر سهامداران کسانی نیستند که پول مازاد خود را به نوعی پس انداز کرده باشند، بلکه کسانی هستند که به اجبار یا در اثر توهم ناشی از افزایش شاخص بورس سهامدار شده اند، این احتمال وجود دارد که در آینده بازار سرمایه به دلیل فشار ناشی از افزایش فروش سهام دچار بحران شود. از معایب دیگر این روش وقتی شروع می شود که سهامدارانی که اطلاعات و دانش بازار سرمایه را ندارند، چه بسا با نگهداری سهام خود روزی دچار حباب بازار سرمایه شوند و به سرنوشت سپرده گذاران موسسات مالی و اعتباری دچار شوند. علاوه بر این چالش دیگر روش مستقیم مربوط به برگزاری مجامع عمومی شرکت های مشمول واگذاری است به طوری که امکان برگزاری مجامع چند میلیون نفری و انتخاب مدیر بسیار مشکل است.

- در روش مدیریت غیرمستقیم، سهام مربوط به هر سهامدار عدالت از شرکت های مشمول واگذاری در پرتفوی شرکت سرمایه گذاری استانی باقی می ماند. مردمی که قبلاً سهامدار شرکت های تعاونی شهرستان بودند، امروز سهامدار شرکت سرمایه گذاری استانی می شوند. بنابراین، تبدیل این شرکت ها به صندوق های سرمایه گذاری قابل معامله یا پروژه استانی تغییر چندانی در ماهیت فعالیت این شرکت ها نخواهد داشت. به این ترتیب با توجه به تعداد ۳۰ شرکت سرمایه گذاری استانی نه تنها برگزاری مجامع آنها و ریسک ناشی از حباب بازار سرمایه کاهش می یابد، بلکه امکان نگهداری سهام شرکت های سرمایه گذاری استانی توسط سهامداران بیشتر بود.

۷- بررسی اطلاعات پایگاه سهام عدالت (شرکت حاضر در بورس)، نشان می دهد که سهم ۱۵ شرکت اول بر مبنای ارزش روز بازار (۱۳۹۹/۰۲/۱۳)، حدود ۹۰ درصد ارزش پرتفوی سهام عدالت بوده که عمدتاً نیز در زمره شرکت های بنیادی و سودده می باشند. این شرکتها نیز سودهای بالایی به ازای هر سهم در سال ۱۳۹۷ پرداخت کرده اند (نظیر شرکت فولاد مبارکه ۱۱۷۷۵ ریال به ازای هر سهم، پتروشیمی خلیج فارس ۲۸۷۶ ریال، صنایع ملی مس ایران ۴۳۲۱ ریال، پالایش نفت تهران ۵۰۴۰ ریال و ...).

۸- با توجه به دلایلی نظیر روند افزایشی سهم جمعیتی سهام داران فعال در بورس، تورم دو رقمی در کشور، افزایش نرخ ارز، افزایش مصرف کالاهای داخلی به دلیل اعمال محدودیتهای وارداتی بر روی کالاهای وارداتی، حملیت دولت از بورس، ایجاد پلویه های مالیاتی جدید، عدم بازدهی های بالا در بازارهای موازی نظیر طلا، دلار، خودرو و ...، انتظار می رود در آینده بازار سرمایه همچنان پر رونق باشد.

۹- با توجه به مباحث بند بالا و شرکتهای بنیادی و سودده حاضر در سهام عدالت، انتظار می رود ارزش سهام عدالت با روند افزایشی (البته با افت و خیزهای کوتاه مدت) همراه باشد.

## پیشنهادات:

- ۱- فراهم ساختن شرایط بازار سرمایه جهت ماندگاری صاحبان سهام در شرکت‌های مذکور و امتناع از فروش فوری و شتابزده آن و جلوگیری از احتمال شکل‌گیری بنگاه‌های شبه دولتی ضرورت دارد؛
- ۲- در خصوص سهام باقی‌مانده در شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی، شورای عالی بورس باید ضمن تشویق ماندگاری صاحبان سهام در شرکت‌های مذکور، از طریق مبادی ذی‌ربط هرچه زودتر زمینه ورود شرکت‌های غیر بورسی را در بورس فراهم کند؛
- ۳- به منظور جلوگیری از هجوم هیجانی دارندگان سهام عدالت برای فروش که کاهش قیمت این سهام را در پی خواهد داشت و این ثروت عظیم که با هدف کمک به افراد آسیب‌پذیر با قیمت پایین به دست سفته‌بازان نیافتد، لازم است سازمان بورس و صدا و سیما، برنامه‌های توانمندسازی سهامداران را در دستور کار خود قرار داده و دانش و آگاهی مردم را در این زمینه افزایش دهند.

## فهرست مطالب

۲	چکیده
۶	مقدمه
۱	شیوه‌های خصوصی‌سازی و واگذاری در دنیا
۶	تاریخچه سهام عدالت، کارکرد آن و شرکت‌های مشمول آن
۶	اقدامات اولیه واگذاری سهام عدالت
۷	فرایند آزادسازی سهام عدالت
۹	تحولات بازار سرمایه در دو سال اخیر
۹	رشد شاخص کل بورس
۱۰	رشد شاخص صنعت
۱	تحلیل و پیش‌بینی روند قیمتی ارزش سهام عدالت
۶	اثرات ورود سهام عدالت به بازار سرمایه
۷	جمع بندی و پیشنهادات
۱۱	منابع و مراجع

## مقدمه

شروع برنامه‌های خصوصی سازی در ایران به پیاده سازی الگو و سیاست‌های تعدیل اقتصادی صندوق بین‌المللی پول و بانک جهانی در دوران سازندگی بر می‌گردد به طوری که خصوصی‌سازی، تحت عنوان «سیاست تعدیل» از تصویب مجلس پنجم گذشت؛ اما با مشکلات به وجود آمده از آغازین روزهای اجرای آن به فراموشی سپرده شد. بر این اساس در سال ۱۳۷۷ با تشکیل کمیته‌های کارشناسی، بحث‌ها پیرامون اصل ۴۴ آغاز شد و سرانجام پس از ۵ سال کار مستمر و متناوب نتایج در سال ۱۳۸۲ به صحن علنی مجمع تشخیص مصلحت نظام ارائه و ۲ سال بعد نخستین مصوبات آن ابلاغ شد. یکی از موارد مهم سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، تأکید بر استفاده از بورس اوراق بهادار در واگذاری سهام شرکت‌های دولتی است.

امروزه نقش و ساختار دولت‌ها در حال تغییر و تعدیل است و دولت‌ها نیاز به بازآفرینی دارند و در این زمینه خصوصی‌سازی به عنوان یکی از برنامه‌های اصلاح ساختاری مورد توجه اغلب کشورها قرار گرفته است. خصوصی‌سازی فرآیندی اجرایی، مالی و حقوقی است که دولت‌ها در بسیاری از کشورها برای انجام اصلاحات در اقتصاد و نظام اداری خود آن را اجرایی می‌کنند. طبق ادبیات خصوصی‌سازی، هدف این سیاست در سه حوزه مالی، اقتصادی و اجتماعی-سیاسی شامل افزایش کارایی و رقابت بنگاه‌ها، توزیع مناسب درآمد، کوچک سازی دولت، توانمندسازی بخش خصوصی، گسترش بازار سرمایه، افزایش رقابت و تامین منافع مصرف کنندگان و ... از طریق واگذاری مالکیت و مدیریت بنگاه‌های اقتصادی دولتی به بخش غیردولتی است.



بدین منظور این مطالعه ابتدا به مروری کوتاه بر روش‌های سیاست خصوصی سازی و اقدامات انجام شده در کشورهای موفق و نیز شیوه‌های واگذاری شرکت‌های دولتی پرداخته است. تحولات اخیر بازار سرمایه بخش بعدی گزارش است. در ادامه اقدامات اجرایی در خصوص واگذاری سهام شرکت‌های دولتی از طریق سهام عدالت از ابتدا تاکنون بررسی و سپس به اثرات فروش سهام عدالت در بازار سهام بر شاخص‌های بازار سرمایه می‌پردازیم. تحلیلی از روند آتی شاخص‌های شرکت‌های واگذار شده بخش بعدی گزارش است و در پایان نیز جمع‌بندی از این گزارش ارائه شده است.

یکی از اقدامات اولیه در راستای سیاست خصوصی سازی مربوط به واگذاری سهام شرکت‌های دولتی در قالب سهام عدالت بوده است. به عبارت دیگر از سال ۱۳۸۴، اولین ردپای قانونی موضوع سهام عدالت (توزیع سهام شرکت‌های دولتی به عموم مردم) در مصوبات مختلف هیئت وزیران پیدا شد و سپس با ابلاغ بند «ج» سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی از سوی مقام معظم رهبری و تصویب قانون اجرای سیاست‌های کلی این اصل، موضوع سهام عدالت وارد فاز اجرایی شد و تاکنون اقدامات مختلفی در این زمینه صورت گرفته است. آخرین اقدامات اجرایی در این خصوص مربوط به آزادسازی سهام عدالت و فروش آن در بازار سرمایه بوده است.

با این توضیح مختصر، هدف از این گزارش بررسی تحولات بازار سرمایه در دو سال اخیر و لم‌بعاد واگذاری سهام عدالت از حیث شرکت‌ها، ارزش فعلی سبد سهام و روند قیمتی آن در آینده است.





## شیوه‌های خصوصی‌سازی و واگذاری در دنیا

به طور کلی روش‌های متعددی برای واگذاری شرکت‌های دولتی وجود دارد که در ادامه ارائه شده است:

- **فروش دارایی‌ها:** در این حالت دولت مالکیت خود در شرکت‌های دولتی را به یک شرکت خصوصی موجود و یا گروهی از سرمایه‌گذاران می‌فروشد. دولت در این روش ممکن است کل یا بخشی از شرکت‌های دولتی را واگذار کند. در این روش معمولاً از شیوه حراج استفاده می‌شود؛ لکن در برخی اوقات دارایی‌ها نیز مستقیماً به سرمایه‌گذارن خصوصی فروخته می‌شوند.
- **عرضه سهام به صورت عام:** در این روش دولت سهام شرکت‌های تحت تملک خود را در بازارهای سرمایه به سرمایه‌گذاران حقیقی (خرد) و حقوقی (موسساتی) واگذار می‌کند. این روش رایج‌ترین و کم هزینه‌ترین روش خصوصی‌سازی در کلیه کشورها به استثنای کشورهای کمونیستی سابق بوده است.
- **خصوصی‌سازی از طریق انتشار کوپن:** این روش، متداول‌ترین روش مورد استفاده در کشورهای کمونیستی سابق در اروپا، همچون روسیه، جمهوری چک، لهستان و مجارستان بوده و کوپن‌های صادره در ارتباط با خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی در سطح وسیعی بین مردم توزیع شده است. این روش عمدتاً شبیه روش عرضه سهام به علمه مردم بوده و تفاوت اصلی آن رایگان بودن کوپن‌ها و یا قیمت پایین آنها می‌باشد!

از چند دهه پیش خصوصی‌سازی به عنوان راهکاری اثربخش برای انجام اصلاحات اقتصادی به منظور ارتقای سطح رفاه اجتماعی مردم در کشورهای مختلف جهان آغاز شده و با فروپاشی شوروی سابق در کشورهای بلوک شرق گسترش چشمگیری یافته است.

<sup>۱</sup> البته انواع دیگری از شیوه‌های خصوصی‌سازی نیز وجود دارند که از آنها می‌توان به عرضه سهام بنگاه‌های مشمول خصوصی‌سازی بر گروه‌های خاص (از طریق مذاکره مستقیم با خریداران سهام و مزایده و رقابت بین خریداران سهام)؛ تفکیک واحدهای مشمول خصوصی‌سازی به واحدهای کوچک‌تر، جلب مشارکت بخش خصوصی در سرمایه‌گذاری جدید مورد نیاز بنگاه دولتی، فروش بنگاه دولتی به مدیران و کارکنان بنگاه و عقد قراردادهای واگذاری مدیریت بنگاه یا اجاره دارایی‌های آن است.

جدول شماره ۱ روش‌های واگذاری شرکت‌های دولتی در برخی کشورهای مختلف را نشان می‌دهد.

جدول ۱: شیوه‌های واگذاری شرکت‌های دولتی در کشورهای مختلف

کشور	روش	دوره اقدام
مالزی	فروش سهام، پیمانکاری، اجاره به شرط تملیک، مزایده، فروش سهام به کارکنان دولت	اواسط دهه ۱۹۸۰ میلادی
ترکیه	عرضه سهام به عموم مردم و فروش بنگاه‌ها	اواسط دهه ۱۹۸۰ میلادی
هندوستان	فروش سهامداری، فروش بنگاه‌ها، اجاره به شرط تملیک، مشارکت کارکنان در خرید سهام و تبادل دارایی‌ها	اواسط دهه ۱۹۸۰ میلادی
شیلی	عرضه عمومی سهام، فروش سهام به کارکنان دولت، فروش سهام به سرمایه‌گذاران بزرگ، فروش سهام به صندوق‌های بازنشستگی	۱۹۷۴ میلادی
برزیل	فروش سهامداری، فروش دارایی شرکت‌ها، تبادل دارایی‌ها، فروش مستغلات در تملک دولت فدرال و مزایده	۱۹۷۴ میلادی
انگلستان	عرضه عمومی سهام، فروش مستقیم، واگذاری به مدیران و کارکنان، فروش دارایی‌ها به بخش خصوصی	اوایل دهه ۱۹۸۰
آلمان	فروش به بخش خصوصی، واگذاری به مدیران، فروش به خارجی‌ها، بازگرداندن به صاحب قبلی آن، انتقال به مقامات محلی، تعطیل و بستن شرکت‌ها و ادغام و جداسازی	۱۹۸۳
هلند	یک مورد فروش عمومی و تعدادی از طریق واگذاری سهام، فروش به بنگاه‌های خصوصی	۱۹۸۳
روسیه	فروش ارزان سهام یا توزیع کوپن به افراد بالای ۱۸ سال	اوایل دهه ۱۹۹۰

ماخذ: یافته‌های تحقیق

روسیه اولین فاز خصوصی‌سازی را به صورت انبوه و بین تمامی شهروندان بالای ۱۸ سال خود از اوایل دهه ۱۹۹۰ اجرا کرد؛ در این فاز همه شهروندان روسی بالای ۱۸ سال در ازای پرداخت یک کارمزد ناچیز، گواهی مالکیتی با ارزش اسمی ۱۰ هزار روبل دریافت کردند. در این مرحله فقرا اقدام به فروش ارزان سهام خود به سایر افراد کردند، که این شیوه‌اندکی از اهداف دولت که همانا توانمندسازی افراد کم درآمد بود فاصله گرفت. در مرحله دوم، مکانیزم خصوصی‌سازی به نحوی بود که کارکنان بنگاه‌ها در یک موقعیت تضاد منافع کامل قرار گرفتند؛ از یک طرف رویه فروش سهام را خود تعیین می‌کردند و از طرف دیگر نیز خود حق خرید سهام را داشتند؛ بسیاری دلیل شکست روسیه در مسیر منحرف خصوصی‌سازی را به نبود «پایه‌های حقوقی مستحکم» نسبت می‌دهند.

بطور کلی بررسی تجارب کشورهای منتخب حاکی از آن است که در روش‌های مختلف خصوصی‌سازی، توزیع رایگان یا ارزان قیمت سهام به عموم مردم، همواره به‌عنوان یکی از روش‌های خصوصی‌سازی انبوه و گسترده و همچنین روشی عادلانه برای توزیع ثروت بین اقشار مختلف جامعه، مورد توجه برخی از کشورها بوده است. خصوصی‌سازی یارانه‌ای یا کوپنی که به معنای توزیع ارزان قیمت سهام است، تجربیات گسترده‌ای در کشورهای اروپای شرقی همچون روسیه، جمهوری چک، لهستان و بسیاری از کشورهای دیگر دارد. خصوصی‌سازی کوپنی در این کشورها در دهه ۱۹۹۰ آغاز شد و با نتایج متفاوتی در هر یک از کشورها همراه بوده است که توضیح در خصوص آنها از حوصله این گزارش خارج است.

طرح خصوصی‌سازی کوپنی در ایران با نام توزیع سهام عدالت برای اولین بار به‌صورت جدی در اوایل دهه ۱۳۸۰ مطرح گردید و اقدامات اجرایی آن، از اواسط دهه مذکور آغاز شد. به عبارت دقیق‌تر می‌توان واگذاری سهام شرکت‌های دولتی در قالب سهام عدالت در ایران را ترکیبی از روش خصوصی‌سازی از طریق انتشار کوپن و عرضه سهام به صورت عام عنوان کرد؛ به طوری که سهام شرکت‌ها ابتدا به صورت رایگان (یا تامین مالی قیمت سهام از طریق سود سهام)<sup>۱</sup> به مردم واگذار و مقرر شد با آزادسازی آن، سهام در بازار بورس عرضه شود. در ادامه به نحوه واگذاری شرکت‌های دولتی در دو کشور جمهوری چک و لهستان در دهه ۱۹۹۰ و علل موفقیت بهتر لهستان می‌پردازیم. جدول زیر خلاصه این تفاوتها را ارائه می‌کند.



۱ یعنی بابت سهام واگذار شده از مردم پولی دریافت نشد

## جدول ۲: واگذاری شرکتهای دولتی در دو کشور جمهوری چک و لهستان در دهه ۱۹۹۰

مقایسه	رویکرد لهستان	رویکرد جمهوری چک
بورس اوراق بهادار چک به سرعت و با حجم معاملات بالا توسعه پیدا کرد، در حالی که بورس اوراق بهادار در لهستان به کندی رشد کرد.	برنامه خصوصی سازی خود را بسیار کندتر پیش برد و تنها حدود ۵۰۰ بنگاه را خصوصی کرد.	به صورت شتاب زده ۱۴۹۱ شرکت در اولین موج و ۸۶۱ شرکت دیگر در موج دوم به بخش خصوصی واگذار شدند.
در نبود نهاد ناظر رسوایی‌های متعددی منجر به انتقال گسترده ثروت از سهامداران خرد به مدیران و سهامداران عمده شد.	از ابتدا استانداردهای شفافیت بالایی را اعمال کرده بود و نهاد ناظر بر اوراق بهادار خود را پیش از برنامه خصوصی سازی به منظور اجرای قوانین و نظارت بر بازار ایجاد کرده بود.	قوانین و مقررات اوراق بهادار منسجمی نداشت و تنها در پاسخ به مجموعه ای از رسوایی ها و پس از اجرای برنامه های خصوصی سازی به ایجاد نهاد ناظر بر اوراق بهادار اقدام کرد.
به دلیل عدم شفافیت در بورس پراگ و در غیبت نهاد ناظر، معاملات با استفاده از اطلاعات محرمانه به طرز قابل توجهی رواج یافت.	معاملات متمرکز بوده و فقط در بورس اوراق بهادار ورشو انجام میشد.	معاملات متمرکز نبوده و آنهایی که خارج از بورس اوراق بهادار پراگ می‌شد نیاز به گزارش قیمت همزمان نداشت و فقط قیمت معاملاتی که طرف‌های معامله مایل به افشای آن بودند گزارش میشد.
گسترش صندوق‌های سرمایه گذاری خصوصی در چک به طور بالقوه می‌توانست به ابزار موثری برای نظارت بر بنگاه‌های خصوصی شده تبدیل شود چرا که امکان تجمیع رای سهامداران خرد را فراهم میکرد. اما به دلیل وابستگی بسیاری از این صندوق‌ها به بانک‌های بزرگ بازرگانی و در غیاب انگیزه و وظیفه قانونی نسبت به حفاظت از منافع سرمایه گذاران، نظارت موثری از سوی صندوق ها بر بنگاه ها اعمال نشد. اما در لهستان صندوق‌های سرمایه گذاری ملی این نقش را بهتر ایفا کردند.	شهروندان تنها می‌توانستند از طریق یکی از پانزده صندوق سرمایه گذاری ملی که توسط دولت تشکیل شده بود سرمایه‌گذاری کنند. هر یک از بنگاه‌های خصوصی شده یکی از این صندوق ها را به عنوان سهامدار عمده در خود داشت. به این ترتیب صندوق‌های سرمایه گذاری ملی انگیزه کافی برای نظارت بر عملکرد مدیران بنگاه ها داشتند.	شهروندان می‌توانستند کوپن های سهام خود را از طریق صندوق های سرمایه‌گذاری خصوصی و یا مستقیماً در سهام شرکت های خصوصی سازی شده سرمایه گذاری کنند. در نتیجه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی گسترش بسیار زیادی پیدا کرد در حالی که هیچ مقرراتی برای نظارت بر عملکرد این صندوق ها از پیش وضع نشده بود.
تفاوت بین رویکرد جمهوری چک و لهستان در اجرای برنامه خصوصی‌سازی در پی بحران مالی آسیا در سال ۱۹۹۸ به وضوح به نمایش گذاشته شد. تا اوایل سال ۱۹۹۹، تعداد شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار پراگ با بیش از ۸۰ درصد کاهش به ۳۰۱ شرکت رسیده بود.	همزمان لهستان سقوط نسبتاً خفیفی را تجربه کرد. از اواخر سال ۱۹۹۶ تا آگوست ۱۹۹۸، شاخص بورس ورشو تنها ۱۳ درصد سقوط کرد. تا اواخر سال ۱۹۹۸، صندوق‌های سرمایه گذاری ملی در بورس اوراق بهادار لهستان بسیار نزدیک به ارزش داریی خالص آن‌ها معامله می‌شد.	در پی بحران مالی آسیا در سال ۱۹۹۸ بازار سهام پراگ که حتی پیش از آن شروع به سقوط کرده بود بیش از ۶۰ درصد سقوط کرد. صندوق‌های سرمایه گذاری خصوصی در چک در اواخر سال ۱۹۹۸ اغلب با ۲۰ تا ۷۰ درصد تخفیف نسبت به ارزش داریی خالص خود معامله می شدند.

ماخذ: سایت ناظر اقتصاد

به نظر می‌رسد تجربه موفق‌تر لهستان در اجرای برنامه خصوصی‌سازی خود به ذات کندتر و با برنامه‌ریزی مناسب‌تر این کشور برمی‌گردد. لهستان از ابتدا استانداردهای شفافیت بالایی را اعمال کرده و از قانون اوراق بهادار قوی که موجب حمایت از سهامداران خرد می‌شد برخوردار بود. این مقایسه امکان تبیین این مساله را فراهم می‌کند که در مقایسه اثر بخشی نظام‌های حاکمیت شرکتی، بسیاری از تفاوت‌های مهم بین کشورها می‌تواند در کیفیت تنظیم و اجرای قوانین و مقررات اوراق بهادار باشد.



## تاریخچه سهام عدالت، کارکرد آن و شرکت‌های مشمول آن

توزیع سهام عدالت را از دو جنبه می‌توان یک طرح بزرگ ملی محسوب کرد. اول آنکه طرح مذکور بیش از نیمی از جمعیت کشور (حدود ۴۹ میلیون نفر) را شامل می‌شود و دوم آنکه، سبد سهام عدالت از لحاظ ارزش و همچنین شرکت‌های موجود در آن، بسیار ویژه و قابل توجه تلقی می‌شود؛ به نحوی که بخشی از مهمترین شرکتهای صدر اصل ۴۴ قانون اساسی که طی سال‌های متمادی با درآمدهای نفتی در کشور ایجاد شده‌اند در سبد سهام عدالت قرار دارند. این شرکت‌ها در بخش‌های مهمی مانند پالایشگاهی، پتروشیمی، برق، بانک، بیمه، فولاد، سیمان و... حضور دارند.

### اقدامات اولیه واگذاری سهام عدالت

از سال ۱۳۸۴، اولین ردپای قانونی موضوع سهام عدالت (توزیع سهام شرکت‌های دولتی به عموم مردم) در مصوبات مختلف هیئت وزیران بنا نهاد شد و سپس با ابلاغ بند «ج» سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی از سوی مقام معظم رهبری و تصویب قانون اجرای سیاست‌های کلی این اصل، موضوع سهام عدالت وارد فاز اجرایی شد و تاکنون اقدامات مختلفی در این زمینه صورت گرفته است.

ابتدا در آیین‌نامه اجرایی سال ۱۳۸۴، ستاد مرکزی توزیع سهام عدالت با هدف برنامه‌ریزی، هماهنگی و نظارت بر فرایند واگذاری سهام عدالت، به ریاست رئیس‌جمهور وقت تشکیل گردید. همچنین، تعاونی‌های سهام عدالت (به عنوان شرکت‌های تعاونی عدالت استانی) که اعضای آنها همان مشمولان سهام عدالت در استان مربوط هستند نیز در این آیین‌نامه تعریف شدند. شناسایی مشمولان سهام عدالت بر اساس مصوبات ستاد مذکور از ابتدای سال ۱۳۸۵ آغاز (شناسایی مشمولان در قالب ۱۸ گروه هدف) و تا پایان سال ۱۳۹۱ به طول انجامید.

سازوکار تخصیص سهام عدالت به مشمولان به این صورت بود که سهام عدالت ابتدا به شرکت واسط (شرکت کارگزاری سهام عدالت) و سهام شرکت واسط به صورت اقساط به شرکت‌های تعاونی سهام عدالت هر استان واگذار شد (اعضای تعاونی‌های مذکور، مشمولان سهام عدالت بودند). سپس با تصویب قوانین جدید، آیین‌نامه اجرایی توزیع سهام عدالت در تاریخ ۱۳۸۸/۱/۲۹ مصوب و مقرر شد سازمان خصوصی‌سازی به صورت مستقیم سهام شرکت‌های دولتی را به شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی واگذار نماید و در نتیجه شرکت کارگزاری سهام عدالت از ساختار سهام عدالت خارج شد. بر این اساس، قراردادهای منعقد شده بین شرکت کارگزاری سهام عدالت و شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی (سال‌های ۱۳۸۶ و ۱۳۸۷) لغو و قراردادهای جدید بین سازمان خصوصی‌سازی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی منعقد گردید. بر این اساس، سهام عدالت به صورت مستقیم به شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی واگذار گردید و مقرر شد سهام مزبور در توثیق سازمان خصوصی‌سازی باقی



بماند و متناسب با کسر تخفیفات قانونی و اقساط پرداختی از محل سود شرکت‌های سرمایه‌پذیر، از توثیق سازمان مذکور خارج شود.

## فرایند آزادسازی سهام عدالت

از نیمه دوم سال ۱۳۹۵، توزیع سهام عدالت پس از ده سال وارد فاز جدیدی شد و سازمان خصوصی‌سازی پس از اقدامات اجرایی مربوط به ساماندهی مشمولان در سال‌های ۱۳۹۵ و ۱۳۹۶، ارائه صورت‌حساب به آنها و توزیع سود، لایحه ساماندهی سهام عدالت موضوع اصلاح مواد ۳۴ تا ۳۸ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی برای آزادسازی سهام عدالت در قالب صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله (ETF<sup>۱</sup>) را در اواسط بهمن‌ماه ۱۳۹۶ تقدیم مجلس شورای اسلامی کرد. لایحه مذکور، تغییر ساختار موجود سهام عدالت را از شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی و تعاونی‌های شهرستانی به صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله مد نظر قرار داده و مقرر شده تا واگذاری‌های صورت گرفته به شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی، براساس قراردادهای جدید بین سازمان خصوصی‌سازی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله، به صندوق‌های مذکور منتقل شود. اکنون بر اساس دستور مقام معظم رهبری مقرر شده است، آزادسازی سهام عدالت با تاکید بر واگذاری مدیریت و مالکیت سهام عدالت به مردم، از طریق دو شیوه مستقیم و غیرمستقیم، انجام و سهام عدالت آزادسازی و قابل معامله شود. در واقع مقام معظم رهبری در ۹ اردیبهشت ۱۳۹۹ با موافقت آزادسازی سهام عدالت انجام آن را منوط به سه اقدام اساسی زیر از سوی دولت کرده است:

- دارندگان سهام عدالت مجازند در محدوده زمانی مشخص، مالکیت مستقیم سهام شرکت‌های سرمایه‌پذیر را انتخاب نمایند و به تناسب، نقش مدیریتی خود را ایفا کنند؛
- مقررات مورد نیاز جهت انتقال سهام به صاحبان سهام عدالت توسط شورای عالی بورس تدوین و تصویب شود. این مصوبات برای کلیه دستگاه‌های اجرایی لازم‌الاجراست؛
- نسبت به سهام باقیمانده در شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی، شورای عالی بورس موظف است ضمن تشویق ماندگاری صاحبان سهام در شرکت‌های مذکور، از طریق مبادی ذی‌ربط هرچه زودتر زمینه ورود آن شرکت‌ها را در بورس فراهم کند.

بنابراین ملاحظه می‌شود که مالکیت سهام عدالت مستقیماً به سهامداران آنها منتقل می‌شود و موضوع مدیریت همچنان قابل پیگیری است. سازمان خصوصی‌سازی انتخاب دو روش مدیریت مستقیم و غیرمستقیم را پیش روی ۴۹ میلیون نفر مشمول دریافت این سهام قرار داده و جزئیات نحوه اجرایی شدن این امر را به شورای عالی بورس محول شده است.<sup>۲</sup> روش‌های واگذاری عبارت‌اند از:

<sup>۱</sup> Exchange-Traded Fund

<sup>۲</sup> در این راستا شورای عالی بورس نیز در جلسه فوق‌العاده‌ای به بررسی آزادسازی سهام عدالت پرداخته است و هنوز جزئیات دقیق از فرآیند تعیین شده از سوی شورای عالی بورس در دسترس نیست.

اس استفاده از روش سهامداری مستقیم: در صورت انتخاب آزادسازی سهام عدالت به روش مستقیم، مالکیت و مدیریت سهام عدالت به صورت مستقیم و بدون واسطه با لحاظ مراتب ذیل به سهامدار تخصیص و انتقال می‌یابد:

- به میزان سهام تخصیص یافته به هر فرد در شرکت‌های سرمایه‌پذیر سهام عدالت و به تناسب ارزش مقطع واگذاری، تعدادی از سهام ۳۶ شرکت بورسی به فرد تخصیص خواهد یافت. علاوه بر آن، این دسته از سهامداران سهام عدالت، به ازای سهام شرکت‌های غیربورسی سرمایه‌پذیر سهام عدالت، سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی را نیز دریافت خواهند کرد؛
  - در این حالت مسوولیت حفظ، نگهداری و مدیریت سهام اختصاص یافته به عهده سهامدار بوده و در راستای حفظ ارزش سهام تخصیص یافته، قابلیت نقل و انتقال سهام مزبور به غیر و فروش آن براساس محدودیت‌های زمانی و مقداری تعیین شده توسط شورای عالی بورس صورت خواهد گرفت؛
  - مطابق قانون تجارت، فرد سهامدار محسوب شده و از مزایای سهام تخصیص یافته از جمله سود و ... بهره‌مند خواهد شد؛
  - دو ماه پس از تاریخ انتخاب روش مذکور، فرد سهامدار می‌تواند با مراجعه به سامانه جامع اطلاعات مشتریان (سجام) از تعداد سهام تخصیص یافته نزد شرکت‌های سرمایه‌پذیر سهام عدالت مطلع شود؛
  - بهره‌مندی از خدمات قابل ارائه از جمله ایجاد امکان معامله‌پذیری سهام تخصیص یافته در آینده منوط به مراجعه به سامانه سجام، ثبت نام و احراز هویت در مراکز تعیین شده است.
- آزادسازی به روش غیرمستقیم: در صورت انتخاب آزادسازی به روش غیرمستقیم، مالکیت و مدیریت سهام عدالت سهامداران با لحاظ مراتب ذیل از طریق شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی ساماندهی خواهد شد و آنها حق انتقال به غیر و دخل و تصرف در آن را نخواهند داشت:
- با این تفویض اختیار، سهام شرکت‌های سرمایه‌پذیر سهام عدالت متعلق به سهامداران توسط شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی ساماندهی خواهد شد؛
  - سهام مزبور در قالب صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله (۷۰ درصد) و صندوق‌های سرمایه‌گذاری پروژه استانی (۳۰ درصد) ساماندهی خواهد شد.

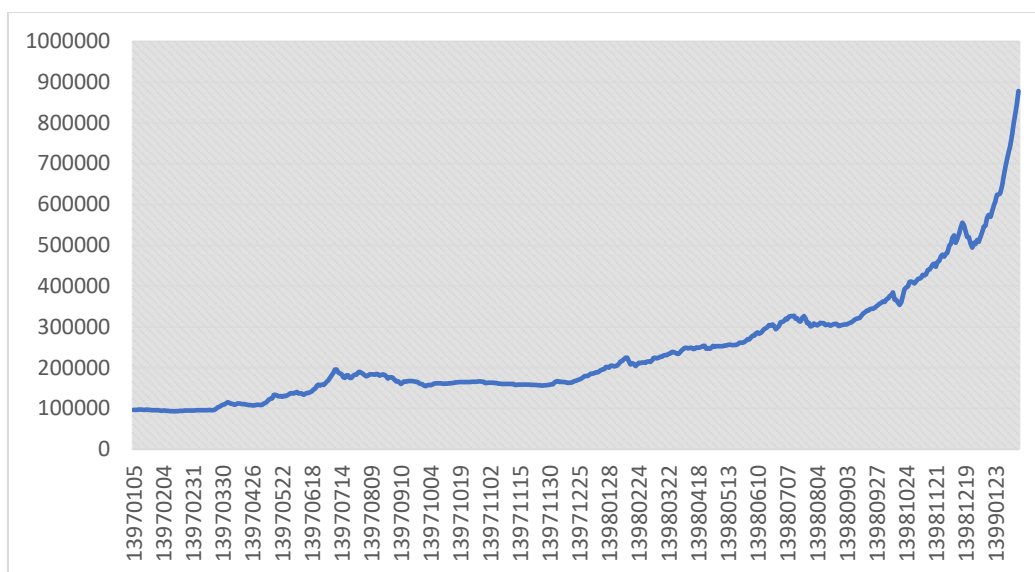


## تحولات بازار سرمایه در دو سال اخیر

## روند شاخص کل بورس

نمودار زیر روند شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران را از ابتدای سال ۱۳۹۷ تا اواسط اردیبهشت ۱۳۹۹ نشان می‌دهد.

نمودار ۱: روند شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۹۷ تا اواسط اردیبهشت ۱۳۹۹



ماخذ: بورس اوراق بهادار تهران

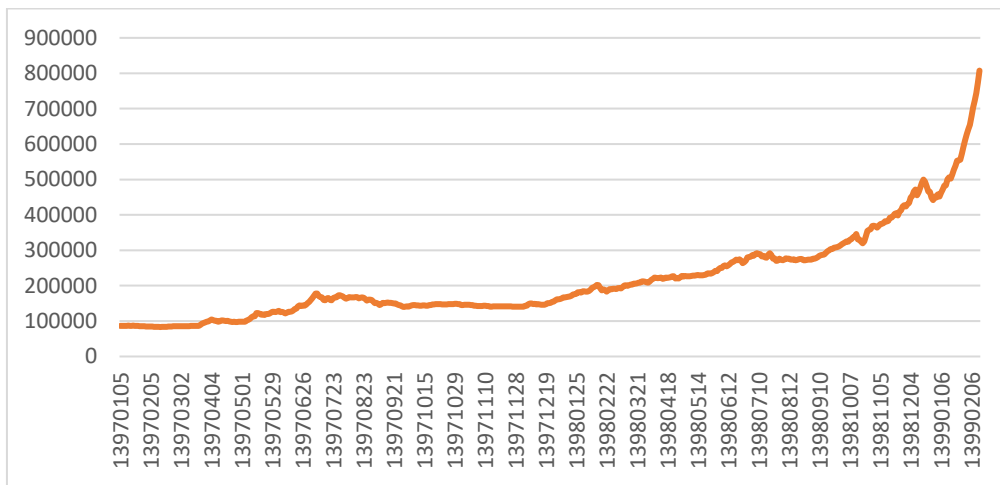
شاخص کل سهام در سال‌های اخیر که تحریم‌های نفتی ایران در شدیدترین وضعیت خود بوده است از ۹۷ هزار در سال ۱۳۹۷ به ۹۱۷ هزار در روزهای اخیر رسیده است. کاهش درآمد نفتی سبب شد تا دولت توان کمتری در اصلاح قیمت ارز به صورت دستوری داشته باشد. از ابتدای سال ۹۷ که التهابات ارزی به شدت افزایش یافت، بازار ارز، طلا، سکه، مسکن و خودرو بیشترین جذابیت را برای سرمایه‌های سرگردان داشته است، اما اکنون با کاهش التهابات ارزی و همچنین مطرح شدن اخذ مالیات از بازارهای غیرمولد و لذا کاهش بازدهی بازارهای موازی، بازار بورس با بازدهی بالایی که نسبت به بازارهای مذکور داشته، مورد اقبال سرمایه‌های خرد و کلان واقع شده است. میزان بازدهی دلار که در سال ۹۷ نزدیک به ۱۷۰ درصد بود، در سال ۹۸ به ۲۱/۶ درصد رسید. در حالی که بازدهی شاخص بورس در پایان سال ۱۳۹۸ بیش از ۱۸۰ درصدی را ثبت کرد. بررسی نمودار روند شاخص بورس در سال‌های اخیر حاکی از آن است که تقریباً از سه ماهه سوم سال ۱۳۹۸، شیب صعودی نمودار شدت یافته است، اما از اواسط فروردین ماه امسال شاهد شیب فزاینده قابل توجهی بوده است. شایان ذکر است، همانطور که در نمودار روند روزانه شاخص بورس ملاحظه می‌شود رشد شاخص (شیب نمودار) پس از واگذاری سهام‌شستا جهش قابل توجهی

داشته است. این نشان می‌دهد که واگذاری سهام شرکت‌های دولتی در بورس می‌تواند در وضعیت آینده بازار سرمایه نقش پراهمیتی را داشته باشد.

## روند شاخص صنعت

نمودار زیر روند شاخص صنعت بورس اوراق بهادار تهران را از ابتدای سال ۱۳۹۷ تا اواسط اردیبهشت ۱۳۹۹ نشان می‌دهد.

نمودار ۲: روند شاخص صنعت بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۹۷ تا اواسط اردیبهشت ۱۳۹۹



ماخذ: بورس اوراق بهادار تهران

ماه، افزایش قابل ملاحظه‌ای داشته است. لذا براساس شواهد آماری که تاکنون در دسترس است می‌توان گفت نقش فعالانه دولت در بازار سرمایه می‌تواند در تعیین بازدهی این بازار نقش آفرین باشد. بعلاوه تغییر مسیر مقصد سرمایه‌گذاری‌ها از بازارهای طلا و ارزیابجه اصطلاح سفته‌بازی، به سوی بازار سرمایه می‌تواند روز به روز از التهاب و آشفتگی اقتصاد ایران بکاهد و تولید را در مسیر پیشرفت قرار دهد.

بر اساس آخرین اطلاعات روزانه سازمان بورس، بازده سالانه شاخص صنعت طی سال ۱۳۹۸ تا ۱۳۹۹ معادل ۱۸۴ درصد بوده است. این در حالی است که اکنون شاخص صنعت از ۴۵۰ هزار در ابتدای امسال به ۸۰۷ هزار رسیده است (یعنی بازدهی ماهانه ۷۳ درصد). شیب نمودار روند روزانه شاخص صنعت در چند ماه اخیر هم‌زمان با اعلام دولت در خصوص واگذاری سهام شرکت‌های دولتی به عموم مردم (بخش خصوصی) و عرضه ۹ میلیارد و ۶۰۰ میلیون از سهام شستا در اواخر فروردین

## تحلیل و پیش‌بینی روند قیمتی ارزش سهام عدالت

اکنون سهام عدالت پرتفویی (سبد دارایی) متشکل از سهام ۴۹ شرکت شامل ۳۶ شرکت بورسی و ۱۳ شرکت غیربورسی است. با محاسبه ارزش روز این سبد دارایی بر اساس اطلاعات مربوط به قیمت روز سهام شرکت‌های بورسی در سایت شرکت بورس اوراق بهادار و ارزش روز سهام شرکت‌های غیر بورسی بر اساس اطلاعات آماری سازمان خصوصی‌سازی، ارزش سهام عدالت بعد از گذشت ۱۳ سال تقریباً ۱۳.۹ برابر شده است (جدول ۲).

جدول ۳: ارزش روز سهام شرکت‌های مشمول واگذاری در قالب سهام عدالت (در تاریخ ۱۳/۰۲/۱۳۹۹)

شرح	بورسی	غیر بورسی	کل شرکت‌ها
تعداد شرکت‌ها	۳۶	۱۳	۴۹
ارزش مقطع واگذاری (میلیارد ریال)	۲۳۰.۳۹۸	۳۵۹۶۵	۲۶۶۳۶۳
ارزش روز (میلیارد ریال)	۴.۲۶۲.۵۰۱	۳۵۹۶۵	۴.۲۹۸.۴۶۶

ماخذ: شرکت بورس اوراق بهادار و سازمان خصوصی‌سازی

به منظور ایجاد دید روشن‌تری برای پیش‌بینی روند آتی ارزش سهام عدالت، فهرست شرکت‌های بورسی پورتفوی سهام عدالت به همراه قیمت‌های آن‌ها در دو مقطع زمانی ابتدای سال ۱۳۹۷ و نیمه اردیبهشت سال ۱۳۹۹، و نیز بازدهی قیمت سهام آنها طی این دوره در قالب جدول زیر آمده است:

جدول ۴: اطلاعات بنگاه‌های حاضر در بورس در سهام عدالت

ردیف	نام بنگاه	سرمایه فعلی (میلیارد ریال)	سهام تخصیص یافته به سهام عدالت (%)	قیمت کنونی هر سهم (ریال)	افزایش سرمایه طی دوره ۹۷-۹۹ (%)	درصد تغییر سود در سال ۱۳۹۸ نسبت به ۱۳۹۷
۱	مپنا	۲۷,۰۰۰	۲۶	۱۵۵,۹۹۹	-	۱۸.۵
۲	پتروشیمی خلیج فارس	۱۴۳,۵۰۰	۴۰	۱۷,۹۸۸	۸۳٪ و ۵۷٪	۱۵۹.۷
۳	ملی صنایع مس ایران	۱۰۱,۴۰۰	۳۷	۱۴,۱۶۴	۳۰٪ و ۳۰٪	۱۲۸.۱

۷۹.۷	۵۰٪ و ۸۳٪	۱۲,۰۱۷	۷۰	۴۴,۰۰۰	پالایش نفت تهران	۴
۳۱۵.۸	-	۱۷,۲۸۱	۳۰	۵۰,۰۰۰	بانک ملت	۵
۷۰.۳	۳۱٪ و ۲۶٪	۱۵,۹۴۰	۲۱	۵۵,۵۰۰	چادر ملو	۶
۶۷.۵	۱۰۰٪	۷۳,۱۶۹	۳۰	۸,۰۰۰	پتروشیمی مارون	۷
۵۰.۱	۳۹۰٪	۱,۶۴۲	۴۰	۲۲۳,۹۲۶	بانک تجارت	۸
۴.۶	۳۲٪	۲۴,۶۰۳	۳۰	۱۹,۰۴۹	فولاد خوزستان	۹
۳۶۳.۱		۱۱,۵۵۰	۲۰	۶۰,۰۰۰	مخابرات ایران	۱۰
۳۰.۵	-	۳۱,۴۷۰	۲۴	۱۶,۳۹۳	کشتیرانی ج.ا.ایران	۱۱
۱۰۴.۴	۲۰۳٪	۱,۶۸۸	۴۰	۱۷۵,۳۵۴	بانک صادرات	۱۲
۵۱.۳	۱۰۸٪	۱۶,۹۹۷	۲۰	۲۸,۶۸۸	پالایش نفت بندر عباس	۱۳
۳۰.۹	۱۵۵٪	۹,۳۷۸	۲۰	۵۱,۰۰۰	پالایش نفت اصفهان	۱۴
۱۰.۷	۴۴٪	۳۲,۲۶۰	۱۵	۱۳,۸۰۰	پتروشیمی جم	۱۵
۵۵.۰	۷۳٪ و ۶۱٪	۱,۰۲۲	۳۰	۲۰۹,۰۰۰	فولاد مبارکه اصفهان	۱۶
۳۰.۶	۳۳٪ و ۵۵٪	۱۲,۰۵۶	۱۱	۴۸,۰۰۰	گل گهر	۱۷
۹۷.۵	۹٪ و ۱۰٪	۲۱,۲۹۹	۳۹	۶,۰۰۰	فولاد آلیاژی ایران	۱۸
۹۸.۴	۱۵۷٪	۲۳,۸۹۳	۲۰	۱۰,۰۰۰	پالایش نفت تبریز	۱۹
۲۱۲.۴	۶۷٪ و ۱۴۰٪ ٪	۷۸,۶۸۳	۴۶	۱,۰۰۰	پارس سویچ	۲۰
۸۹.۰	-	۱۴,۹۴۵	۱۰	۲۳,۹۵۸	پتروشیمی شهید تندگویان	۲۱
۵.۹	۱۸۷۲٪	۱۱,۵۷۵	۱	۳۰۱,۶۵۶	ایران خودرو	۲۲

۳۱.۸	-	۲۰,۵۸۴	۳۰	۵,۱۹۸	آلومینیم ایران - ایرالکو	۲۳
۱۴۲.۶	%۱۶۷	۱۱,۱۶۶	۵۵	۴,۰۰۰	بیمه دانا	۲۴
۱۶۴.۲	-	۸۳,۷۱۸	۲۰	۱,۱۴۳	پالایش نفت لاوان	۲۵
۴۷.۸	-	۸۴,۳۸۹	۲۰	۱,۰۲۸	پالایش نفت شیراز	۲۶
۱۰۴.۴	-	۳۶,۰۱۶	۳۴	۱,۱۸۰	سیمان دشتستان	۲۷
۳۱.۶	%۱۳۱	۱۰,۰۸۹	۳۵	۳,۲۳۵	کارخانجات مخابراتی ایران	۲۸
۱۲۲.۷	-	۱۲,۰۰۱	۲۵	۳,۲۳۳	پست بانک	۲۹
۱۹.۰	-	۵۲,۳۳۸	۳۱	۵۰۰	نیرو ترانس	۳۰
۳۰۰.۲	%۳۹	۱۲,۹۸۰	۲۳	۲,۶۵۰	سرمایه‌گذاری توسعه صنعتی ایران	۳۱
۶۳.۸	-	۱۶,۰۸۲	۵۰	۹۰۰	سیمان داراب	۳۲
-۳۲.۸	%۳۹۸	۳,۱۱۴	۱	۱۹۵,۵۱۱	سایپا	۳۳
۱۱۱.۵	-	۴۱,۶۹۵	۲۹	۲۰۰	حمل و نقل پتروشیمی	۳۴
۲۴۴.۸	%۳۳	۸,۰۷۰	۲	۷,۹۶۰	سرمایه‌گذاری رنا	۳۵
۱۱۳۹	-	۳۶,۴۴۷	۴۲	۲۴۲	خدمات فنی و مهندسی مشانیر	۳۶

نکته: ۱- درج دو عدد در ستون آخر بدین مفهوم است که شرکت مذکور دو بار افزایش سرمایه داشته است.

۲- در ستون آخر موارد رنگی شده، نشان میدهد که شرکت مذکور در سال ۱۳۹۸ با زیان مواجه بوده است و بقیه شرکتهای سود داشته اند.

اعداد آن ستون نیز درصد تغییر سود در سال ۱۳۹۸ نسبت به سال ۱۳۹۷ را به نمایش می‌گذارد.

ماخذ: پایگاه اطلاع رسانی سهام عدالت (ستون‌های چهارم و پنجم)، ستون‌ها هشتم و نهم از سامانه کدال و قیمت‌های سهام از شرکت مدیریت

فناوری بورس تهران در تاریخ ۱۳۹۹/۰۲/۱۳

بر اساس اطلاعات پایگاه سهام عدالت (شرکت حاضر در بورس)، سهم ۱۵ شرکت اول بر مبنای ارزش روز بازار (۱۳۹۹/۰۲/۱۳)، حدود ۹۰ درصد ارزش پرتفوی سهام عدالت بوده که عمدتاً نیز در زمره شرکتهای بنیادی و

سودده می‌باشند. به عنوان مثال شرکت فولاد مبارکه در سال ۱۳۹۷ به ازای هر سهم ۱۱۷۷۵ ریال سود توزیع نمود. یا شرکتهای پتروشیمی خلیج فارس سود ۲۸۷۶ ریالی، صنایع ملی مس ایران سود ۴۳۲۱ ریالی، پالایش نفت تهران سود ۵۰۴۰ ریالی، پتروشیمی مارون سود ۹۶۰۰ ریالی در سال ۱۳۹۷ توزیع کردند. تنها بانک تجارت و کشتیرانی ج.ا.ایران زیانده بوده لیکن در سال ۱۳۹۸ نسبت به ۱۳۹۷ زیان آنها کمتر شده است.

بعلاوه، همانطور که ملاحظه می‌شود عمده بنگاه‌های داخل پرتفوی سهام عدالت رشد خوبی داشته‌اند. شایان ذکر است، قسمت عمده این رشد بازدهی در ماه‌های اخیر هم‌زمان با اعلام دولت برای آزادسازی سهام عدالت و واگذاری بنگاه‌های دولتی در بازار سرمایه رخ داده است. به عنوان مثال، صنایع پتروشیمی خلیج فارس که با نماد فارس در بازار سرمایه قابل معامله است، از ابتدای سال دارای رشد بیش از ۱۰۰ درصدی داشته است. پتروشیمی شهید تندگویان جزء شرکت‌هایی است که به تازگی در بازار سرمایه عرضه شده است. سهام این شرکت با نماد شگویا در بازار فرابورس قابل معامله است و از زمان عرضه بیش از ۱۰۰ درصد رشد داشته است.

اما در اینجا چند سؤال مهم مطرح می‌شود که بررسی آن برای پیش‌بینی آینده بخش صنعت ضرورت دارد. یک پرسش اولیه آن است که با وجود رشد قابل توجه پرتفوی سهام عدالت، افزایش قیمت آتی آن چه قدر محتمل است و همچنین آنکه چه قدر ارزش بازاری پرتفوی سهام عدالت از ارزش ذاتی آن فاصله دارد. اما، پرسش مهم‌تر این است که آزادسازی سهام عدالت چه اثری می‌تواند بر رشد بازار سرمایه و بنابراین تأمین مالی و لذا رشد بنگاه‌های تولیدی موجود در پرتفوی سهام عدالت داشته باشد؟

نکته حائز اهمیت آن است که با ارائه پاسخ سؤال دوم (جهت تحولات آتی بازار سرمایه)، پاسخ سؤال اول (پیش‌بینی روند قیمتی سهام عدالت) تا حدود زیادی امکان پذیر است. زیرا رشد بازار سرمایه می‌تواند به تأمین مالی بنگاه‌ها کمک نماید و لذا رشد بنگاه‌های پرتفوی سهام عدالت در صورت فراهم بودن سایر عوامل تولید میسر خواهد شد. بنابراین با رشد و سوددهی این بنگاه‌ها ارزش سهام عدالت در آینده رشد خواهد کرد.

همچنین اینکه آیا روند فعلی رشد ارزش بازاری سهام بنگاه‌های پرتفوی سهام عدالت ناشی از ارزش ذاتی آن‌ها است، پرسش مهم دیگری که بررسی آن ضرورت دارد. همانطور که در جدول بالا مشاهده می‌گردد اکثر بنگاه‌های پرتفوی سهام عدالت دارای روند افزایشی سود بوده‌اند (براساس صورت‌های مالی منتشر شده) و در سال‌های اخیر بر مبنای رشد ارزش دارایی‌ها و یا رشد ریالی درآمدها، افزایش سرمایه (بیش از ۱۰۰ درصد) قابل توجهی داشته‌اند که حاکی از برخورداری از عوامل بنیادی قوی بوده که متضمن ارزش ذاتی مناسب آنها می‌باشد. دلایل پررونق بودن بازار سهام (بویژه سهام عدالت) در آینده:

۱- بررسی تجربه کشورها نشان می‌دهد که سهم جمعیتی سهام‌داران فعال در بورس بسیار بالا است، این در حالی است که این سهم در کشورها حدود ۳ درصد است، انتظار می‌رود با افزایش سهام‌داران در بورس، نقدینگی بالایی نیز وارد بورس شده و بازار عمیق‌تر شده و این بازار رشد کند؛

۲- رشد نقدینگی و تورم دو رقیب در کشور موجب فشار بر قیمت سهام و بازدهی خواهد شد؛

- ۳- افزایش نرخ ارز به تبع افزایش سطح عمومی قیمت‌ها موجب افزایش دارایی‌های شرکت، بالتبع تجدید ارزیابی دارایی‌ها و رشد قیمت سهام و بازدهی را به‌مراه خواهد داشت؛
- ۴- اعمال محدودیت‌های تجاری بر روی کالاهای وارداتی، موجب افزایش مصرف کالاهای داخلی شده و انتظار می‌رود وضعیت شرکت‌ها بهبود یابد؛
- ۵- حمایت دولت از بورس‌به منظور هدایت نقدینگی‌به این‌بازار و جلوگیری از تورم و ایجاد انتظارات مثبت برای حضور هرچه بیشتر مردم در این بازار جهت خرید سهام دولتی؛
- ۶- ایجاد پل‌های مالیاتی جدید و کسب درآمد از این‌ناحیه توسط دولت، باعث تشویق هدایت سرمایه‌های به سمت بازار سرمایه خواهد شد؛
- ۷- عدم بازدهی‌های بالا در بازارهای موازی نظیر طلا، دلار، خودرو و ...، و کنترل دولت بر این‌بازارها و ایجاد محدودیت برای انتقال پول و کاهش نرخ سود سپرده‌ها موجب هدایت نقدینگی‌به بازار سرمایه خواهد شد؛
- ۸- ورود به بازار سرمایه با کمترین مبلغ ممکن (۵۰۰ هزار تومان) و نقدشوندگی بالای آن با هزینه پایین.
- ۹- شرکت‌هایی که از نظر بنیادی قوی و سود ده هستند (نظیر بسیاری از شرکت‌های حاضر در سهام عدالت) قاعدتاً نسبت به شرکت‌های دیگر از وضعیت مناسب‌تری برخوردار خواهند شد.
- ۱۰- با توجه به مطالب بالا انتظار می‌رود وضعیت رشد قیمت سهام عدالت در آینده هرچند با افت و خیزهای کوتاه مدت همراه خواهد شد لیکن روند صعودی خواهد داشت. البته هجوم هیجانی دارندگان سهام عدالت برای فروش، ممکن است در ابتدا ارزش سهام عدالت را کاهش داده و بالتبع شاخص کل بورس را در جهت منفی تحریک نماید. بعد از کاهش این التهابات سهام در اختیار کسانی که قرار خواهد گرفت که از دانش و آگاهی نسبی بالایی برخوردارند و سپس انتظار می‌رود روند افزایش و مثبت به خود بگیرد.

## اثرات ورود سهام عدالت به بازار سرمایه

مهمترین ابعاد ورود سهام عدالت به بازار سرمایه شامل رونق بازار سرمایه برای تأمین مالی تولید، انتقال مالکیت به بخش خصوصی به منظور افزایش بهره‌وری و تأمین مالی بودجه دولت می‌باشد. ذیلاً توضیحات مختصری ارائه میشود:

**رونق بازار سرمایه برای تأمین مالی تولید:** وضعیت رکود تورمی در اقتصاد ایران و پایین بودن و حتی منفی بودن نرخ رشد تشکیل سرمایه بخش خصوصی در سال‌های اخیر ایجاب می‌کند در چنین شرایطی دولت باید به جبران کاستی‌ها و تأمین سرمایه‌های جایگزین بپردازد. به ویژه آنکه با توجه به حجم نقدینگی بالا در کشور امکان بکارگیری سیاست انبساطی پولی برای تحرک سرمایه‌گذاری (به سبب افزایش تورم) چندان مطلوب به نظر نمی‌رسد. از اینرو استفاده از سازوکار آزادسازی سهام بنگاه‌های دولتی می‌تواند راهکار خوبی برای کاهش مشکلات اقتصادی باشد. چرا که اولاً این روش تورم‌زا نیست و دوم به عمق بازار سهام کمک می‌نماید. در واقع بیش از ۳۰۰ هزار میلیارد تومان سهام بلوکه شده در پرتفوی سهام عدالت موجود است که با آزادسازی آن به مرور این حجم از سهام در بازار سرمایه شناور می‌شود. چنین حجم عظیمی از سهام به افزایش عمق بازار سرمایه و لذا شفافیت بیش‌تر آن منجر خواهد شد. این مسأله می‌تواند از طریق تأمین نقدینگی بنگاه‌ها شرایط را برای رشد آن‌ها فراهم آورد.

**انتقال مالکیت به بخش خصوصی به منظور افزایش بهره‌وری:** آزادسازی سهام شرکت‌های مشمول سهام عدالت می‌تواند مانع رانت‌های سیاسی و اقتصادی بهره‌وری از سرمایه و امکانات مادی انباشت شده این بنگاه‌ها را افزایش یابد. البته باید به این نکته نیز توجه شود که تجربه خصوصی‌سازی در ایران نشان می‌دهد که متأسفانه تاکنون دولت‌ها غالباً به جای رعایت اصول خصوصی‌سازی، فروش شرکت‌های دولتی را بیشتر با راهبرد کسب درآمد برای دولت یا خلاص شدن از شرکت‌های زیان‌ده و در بدترین حالت فروش سهام شرکت‌ها به نهادهای خاص دنبال کردند.

**تأمین مالی بودجه دولت:** واگذاری سهام دولت در شرکت‌های بورسی در قالب صندوق‌های قابل معامله ETF به عنوان یکی از اقدامات مهم دولت در راستای حمایت از گسترش و رشد بازار سرمایه و در عین حال، استفاده از فرصت تأمین مالی کسری بودجه مطرح شده است. فروش بزرگی که برآورد می‌شود تا ۱۶ هزار میلیارد تومان نقدینگی نیاز داشته باشد و به دلیل تخفیف ۲۰ درصدی دولت انتظار می‌رود با استقبال گسترده مردم مواجه شود. شایان ذکر است، ساختار حکمرانی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و صندوق‌های قابل معامله اصولاً برای مداخله مدیریتی در شرکت‌ها و به اصطلاح شرکت‌داری طراحی نشده است. به همین دلیل است که در حال حاضر، میزان مالکیت این صندوق‌ها در هر شرکت به حداکثر ۵ درصد سهام شرکت محدود شده تا امکان اعمال مدیریت و کنترل در شرکت‌ها را نداشته باشند.



## جمع‌بندی و پیشنهادات

اهم یافته‌های گزارش عبارت‌اند از:

۱- هیات وزیران با تصویب توزیع سهام شرکتهای دولتی به مردم در سال ۱۳۸۴، و سپس با ابلاغ بند «ج» سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی از سوی مقام معظم رهبری، موضوع سهام عدالت وارد فاز اجرایی شد. در حال حاضر مشمولان سهام عدالت بالغ بر ۴۹.۱ میلیون نفر هستند. در نهم اردیبهشت ماه ۱۳۹۹ با درخواست ریاست محترم جمهوری و تایید مقام معظم رهبری امکان واگذاری و خرید و فروش سهام عدالت در حال فراهم شدن است.

۲- در شرایط فعلی با دو هدف عمده یکی کاهش فشار بر بودجه دولت (ناشی از وضعیت

رکودی و کاهش درآمدها) و دوم کمک و توانمندسازی اقشار آسیب‌پذیر در شرایط بحرانی حال حاضر (بیماری کرونا)، پیشنهاد آزادسازی سهام عدالت داده شد. این اقدام هرچند بر بودجه دولت اثری نخواهد داشت لکن فشار مالی را بر دولت (ناشی از انتظارات منفی) کم می‌کند.

۳- با وقوع افزایش تحریم‌ها و کاهش درآمدهای نفتی در سال‌های اخیر و به دنبال آن شدت گرفتن التهابات ارزی از ابتدای سال ۱۳۹۷، بازار ارز، طلا، سکه، مسکن و خودرو بیشترین جذابیت را برای سرمایه‌های سرگردان داشته است، اما اکنون با کاهش التهابات ارزی و همچنین

مطرح‌شدن اخذ مالیات از بازارهای غیرمولد و لذا کاهش بازدهی بازارهای موازی، بازار بورس با بازدهی بالایی که نسبت به بازارهای مذکور داشته، مورد اقبال سرمایه‌های خرد و کلان واقع شده است.

۴- بررسی روند شاخص بورس در سال‌های اخیر حاکی از آن است که تقریباً از سه ماهه سوم سال ۱۳۹۸، روند صعودی شاخص فزاینده بوده است. بعلاوه از اواسط فروردین ماه امسال هم‌زمان با عرضه سهام شستا، شاخص کل جهش قابل توجهی داشته است و این روند صعودی مصادف با دستور مقام معظم رهبری در ۹ اردیبهشت ۱۳۹۹ برای آزادسازی سهام عدالت ادامه دار بوده است. بنابراین می‌توان گفت تحولات اخیر بازار سرمایه نشان از آن دارد که واگذاری سهام شرکتهای دولتی در بورس می‌تولند در وضعیت آینده‌بازار سرمایه نقش پراهمیتی را داشته باشد.

از چالش‌های واگذاری سهام عدالت با توجه به روش‌های موجود می‌توان به کاهش قیمت سهام شرکتهای حاضر در آن ناشی از ایجاد صف‌های فروش و ریزش موقتی بازار، به هدف اصابت نکردن کمک به اقشار آسیب‌پذیر بدلیل کاهش قیمت سهام، مشخص نبودن نحوه توزیع سهام شرکتهای بین مشمولین، وجود تعداد زیاد



سهامدار خرد برای شرکتها و مشکلات ناشی از آن برای برگزاری مجمع و ایجاد تورم در صورت فروش بخش اعظمی از سهام توسط مردم اشاره کرد.

۵- به طور کلی بررسی ابعاد مختلف آزادسازی سهام از دو جنبه مهم رونق بازار سرمایه برای تأمین مالی و انتقال مالکیت به بخش خصوصی به منظور افزایش بهره‌وری ضرورت دارد:

- وضعیت رکود تورمی در اقتصاد ایران و پایین بودن و حتی منفی بودن نرخ رشد تشکیل سرمایه بخش خصوصی در سال‌های اخیر ایجاب می‌نماید که دولت به جبران کاستی‌ها و تأمین سرمایه‌های جایگزین بپردازد. به ویژه آنکه با توجه به حجم نقدینگی بالا در کشور امکان بکارگیری سیاست انبساطی پولی برای تحرک سرمایه‌گذاری (به سبب افزایش تورم) چندان مطلوب به نظر نمی‌رسد. از اینرو استفاده از سازوکار آزاد سازی سهام بنگاه‌های دولتی می‌تواند راهکار خوبی برای کاهش مشکلات اقتصادی باشد. چرا که علاوه بر اینکه این روش تورم‌زا نیست به عمق بازار سرمایه نیز کمک می‌نماید.

- آزادسازی سهام شرکت‌های مشمول سهام عدالت می‌تواند مانع رانت‌های سیاسی و اقتصادی بهره‌وری از سرمایه و امکانات مادی انباشت شده این بنگاه‌ها را افزایش یابد. اگرچه در استفاده از روش‌های فعلی آزادسازی سهام همچنان مشکلات ناشی از بنگاهداری نهادهای شبه‌دولتی، صندوق‌های بازنشستگی و سهام عدالت لاینحل باقی مانده است.

۶- اکنون سازمان خصوصی‌سازی انتخاب دو روش مدیریت مستقیم و غیرمستقیم را پیش روی ۴۹ میلیون نفر مشمول دریافت این سهام قرار داده است. هر یک از این دو شیوه تبعاتی را به دنبال خواهد داشت:

- در روش مدیریت مستقیم با توجه به اینکه بیشتر سهامداران کسانی نیستند که پول مازاد خود را به نوعی پس‌انداز کرده باشند، بلکه کسانی هستند که به اجبار یا در اثر توهم ناشی از افزایش شاخص بورس سهامدار شده‌اند، این احتمال وجود دارد که در آینده بازار سرمایه به دلیل فشار ناشی از افزایش فروش سهام (حدود ۵۰ میلیون سهامدار) دچار بحران شود. از معایب دیگر این روش وقتی شروع می‌شود که سهامدارانی که اطلاعات و دانش بازار سرمایه را ندارند، چه بسا با نگهداری سهام خود روزی دچار حباب بازار سرمایه شوند و به سرنوشت سپرده‌گذاران موسسات مالی و اعتباری دچار شوند. علاوه بر این چالش دیگر روش مستقیم مربوط به برگزاری مجامع عمومی شرکت‌های مشمول واگذاری است به طوری که امکان برگزاری مجامع چند میلیون نفری و انتخاب مدیر بسیار مشکل است.

- در روش مدیریت غیرمستقیم، سهام مربوط به هر سهامدار عدالت از شرکت‌های مشمول واگذاری در پرتفوی شرکت سرمایه‌گذاری استانی باقی می‌ماند. مردمی که قبلاً سهامدار سهام شرکت‌های تعاونی شهرستان بودند، امروز سهامدار شرکت سرمایه‌گذاری استانی می‌شوند. بنابراین، تبدیل این شرکت‌ها به صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله یا پروژه استانی تغییر چندانی در ماهیت فعالیت

این شرکت‌ها نخواهد داشت. به این ترتیب با توجه به تعداد ۳۰ شرکت سرمایه‌گذاری استانی نه تنها برگزاری مجامع آنها و ریسک ناشی از حباب بازار سرمایه کاهش می‌یافت، بلکه امکان نگهداری سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی توسط سهامداران بیشتر بود.

۷- بررسی اطلاعات پایگاه سهام عدالت (شرکت حاضر در بورس)، نشان می‌دهد که سهم ۱۵ شرکت اول بر مبنای ارزش روز بازار (۱۳۹۹/۰۲/۱۳)، حدود ۹۰ درصد ارزش پرتفوی سهام عدالت بوده که عمدتاً نیز در زمره شرکت‌های بنیادی و سودده می‌باشند. این شرکتها نیز سودهای بالایی به ازای هر سهم در سال ۱۳۹۷ پرداخت کرده‌اند (نظیر شرکت فولاد مبارکه ۱۱۷۷۵ ریال به زاری هر سهم، پتروشیمی خلیج فارس ۲۸۷۶ ریال، صنایع ملی مس ایران ۴۳۲۱ ریال، پالایش نفت تهران ۵۰۴۰ ریال و ...).

۸- با توجه به دلایلی زیر انتظار می‌رود بازار سرمایه همچنان به روند افزایشی خود ادامه دهد (البته افت و خیرهایی نیز به دلیل ماهیت این بازار خواهد داشت):

- روند افزایشی سهم جمعیتی سهام‌داران فعال در بورس؛
- رشد نقدینگی و تورم دو رقمی در کشور موجب فشار بر قیمت سهام و بازدهی خواهد شد؛
- افزایش نرخ ارز؛
- افزایش مصرف کالاهای داخلی شده به دلیل اعمال محدودیتهای وارداتی بر روی کالاهای وارداتی؛
- حمایت دولت از بورس به منظور هدایت نقدینگی، جلوگیری از تورم و ایجاد انتظارات مثبت برای حضور هرچه بیشتر مردم در این بازار جهت خرید سهام دولتی؛
- ایجاد پایه‌های مالیاتی جدید؛
- عدم بازدهی‌های بالا در بازارهای موازی نظیر طلا، دلار، خودرو و ...، و کنترل دولت بر این بازارها، ایجاد محدودیت برای انتقال پول و کاهش نرخ سود سپرده‌ها؛
- ورود به بازار سرمایه با کمترین مبلغ ممکن (۵۰۰ هزار تومان) و نقدشوندگی بالای آن با هزینه پایین.
- شرکتهایی که از نظر بنیادی قوی و سود ده هستند (نظیر بسیاری از شرکتهای حاضر در سهام عدالت) قاعدتاً نسبت به شرکتهای دیگر از وضعیت مناسب‌تری برخوردار خواهند شد.

## پیشنهادات

- ۱- فراهم ساختن شرایط بازار سرمایه جهت ماندگاری صاحبان سهام در شرکت‌های مذکور و امتناع از فروش فوری و شتابزده آن و جلوگیری از احتمال شکل‌گیری بنگاه‌های شبه دولتی ضرورت دارد؛
- ۲- نسبت به سهام باقی‌مانده در شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی، شورای عالی بورس باید ضمن تشویق ماندگاری صاحبان سهام در شرکت‌های مذکور، از طریق مبادی ذی‌ربط هرچه زودتر زمینه ورود شرکت‌های غیر بورسی را در بورس فراهم کند؛
- ۳- به منظور جلوگیری از هجوم هیجانی دارندگان سهام عدالت برای فروش که کاهش قیمت این سهام را در پی خواهد داشت و این ثروت عظیم که با هدف کمک به افراد آسیب‌پذیر به مفت به دست سفته‌بازان نیافتد، لازم است سازمان بورس و صدا و سیما، برنامه‌های توانمندسازی سهامداران را در دستور کار خود قرار داده و دانش و آگاهی مردم را در این زمینه افزایش دهند.

## منابع و مراجع

۱. مرکز پژوهش‌های مجلس (۱۳۹۹)، سهام عدالت، مشمولان، میزان سهام اختصاص یافته به آنها و دوره تقسیط پرداخت ارزش سهام، شماره مسلسل ۱۶۹۸۸.
۲. مرکز پژوهش‌های مجلس (۱۳۹۹)، سهام عدالت، مروری بر اقدامات انجام شده و آسیب شناسی آن، شماره مسلسل ۱۶۹۸۹.
۳. میرزاده، اکبر، شهبازی، محمد و جواهر کامل، مهدی (۱۳۸۸). نگاهی به فلسفه و روندهای جهانی خصوصی سازی، مجله تدبیر، شماره ۲۰۹.
۴. عبده تبریزی، حسین (اردیبهشت ۱۳۹۹). کنفرانس آنلاین: [www.irfinance.com](http://www.irfinance.com)
۵. سامانه سهام عدالت: [www.samanese.ir](http://www.samanese.ir)
۶. سایت داشته‌های اقتصاد ایران: [www.daraian.com](http://www.daraian.com)
۷. سایت اقتصاد آنلاین: <https://www.eghtesadonline.com>
۸. سایت مشرق نیوز: <https://www.mashreghnews.ir/amp/324295>
۹. روزنامه دنیای اقتصاد: <https://www.donya-e-egtesad.com/fa/tiny/news-3630007>
۱۰. مشاوره سرمایه گذاری آوای آگاه: <https://bit.ly/2WvPnID>
۱۱. سامانه اطلاع رسانی ناشران کدال: <https://www.codal.ir>
۱۲. سامانه مدیریت فناوری بورس تهران: <http://www.tsetmc.com>