

بررسی واگذاری سهام دولتی از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل مبادله (ETF)

مرجانہ بشخور^۱

چکیده

براساس تبصره ۲ بند ۲ قانون بودجه سال ۱۳۹۹، دولت به واگذاری سهام خود در قالب صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس، تحت اصل ۴۴ قانون اساسی، اقدام کرده است. این اقدام دولت گرچه می‌تواند با آثار امنیت اقتصادی مثبتی مانند کمک به بودجه دولت، عدم تشدید تورم از ناحیه فشار کسری بودجه، کمک به تحریک تولید و کاهش تأثیرهای منفی ناشی از رفتارهای هیجانی در بورس همراه باشد، اما باید موضوع‌هایی از جمله: احتمال بالای استفاده از منابع حاصل از این واگذاری‌ها برای تأمین هزینه‌ها به جای تخصیص این منابع به منظور تحریک تولید، تأکید بر باقی ماندن سهام ممتاز این صندوق‌ها در دست دولت و احتمال شکل‌گیری ساختاری شبه‌دولتی، نقض برخی ویژگی‌های ذاتی این صندوق‌ها مانند ممنوعیت معامله تا دو ماه، تخصیص ۵ درصد منابع صندوق به بازارگردانی، غیرشفاف بودن مراحل فعالیت صندوق، غیرمتنوع بودن دارایی‌های صندوق و نامشخص بودن وضعیت پرداخت سود، احتمال تهدید استقلال بورس از دولت و... مورد توجه قرار گیرد. در این چهارچوب از جمله راهکارهای پیشنهادی به منظور عملکرد بهتر دولت در این حوزه می‌توان به: شفاف‌سازی سازوکار عملکرد این صندوق‌ها و عمل در چهارچوب ویژگی‌های ذاتی آنها به منظور جلوگیری از بروز فساد در این حوزه، تعریف صریح جایگاه حقوقی صندوق‌ها در قانون و تقویت تولید و اخذ درآمد از طریق دریافت مالیات اشاره کرد.

واژگان کلیدی: سهام دولتی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، امنیت اقتصادی، فساد.

مقدمه

پس‌انداز می‌کنند و سرمایه‌گذاری با استفاده از تجمیع پس‌اندازهای صورت گرفته در اقتصاد شکل می‌گیرد. لازمه تجمیع این پس‌اندازها، وجود نهادها یا واسطه‌هایی است که جریان منابع مالی (پس‌اندازها) را از عرضه‌کنندگان آن به سوی تقاضاکنندگان برقرار سازند، به طوری که هرچه عملکرد این نهادها بهتر و کارآیی آنها بالاتر باشد، میزان منابع مالی (تجمیع شده)

در نظریه‌ها و مکاتب مختلف اقتصادی، از سرمایه‌گذاری به عنوان یکی از مهم‌ترین عوامل دستیابی به رشد، توسعه پایدار و متعاقب آن، بهبود سطح رفاه، ثبات و امنیت اقتصادی یاد شده است. پایه این نظریه‌ها را این ایده تشکیل می‌دهد که افراد بخشی از درآمد خود را مصرف و بخشی از آن را

۱. پژوهشگر گروه اقتصاد مقاومتی و برآورد اقتصادی، مرکز پژوهشی امنیت اقتصادی تدبیر، تهران، ایران mballameh1389@gmail.com



فراهم می‌کند. همچنین شفافیت معاملات از طریق این صندوق‌ها باعث جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و سرازیر شدن بیشتر وجوه خرد و کلان افراد در بازارهای مالی دنیا شده است. شفافیت، مدیریت حرفه‌ای منابع، کاهش ریسک پیش روی سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای، کاهش هزینه‌های معامله و... همگی موجب: ۱- بهبود اعتماد در فضای کلان اقتصادی می‌شود، ۲- انگیزه‌های سفته‌بازی در سایر بازارهای مالی از جمله: ارز، خودرو، مسکن و طلا را کاهش می‌دهد، ۳- ثبات بیشتر در بخش مالی اقتصاد ایجاد می‌کند، ۴- امکان دسترسی کسب‌وکارها را به جریانی دایمی از منابع مالی فراهم و در مجموع چشم‌انداز خوش‌بینانه‌ای را نسبت به فضای اقتصاد کلان ایجاد می‌کند. به‌علاوه، این صندوق‌ها با اتخاذ سیاست‌های مناسب می‌توانند در کاهش تورم، افزایش تولید و بهبود کارایی مدیران نقش اساسی ایفا کنند (خلیلی‌عراقی و میرزایی ابریکوه، ۱۳۹۱).

بنابراین، در مجموع، می‌توان گفت، توسعه این صندوق‌ها در کشورهای در حال توسعه‌ای مانند ایران که بخش عمده‌ای از جمعیت آن دارای درآمد پایین و در نتیجه، پس‌انداز اندک هستند، ریسک‌پذیری پایینی دارند و از تخصص فنی و حرفه‌ای لازم برای حضور در بورس برخوردار نیستند، می‌تواند مفید باشد و علاوه بر تجمیع حجم عمده‌ای از پس‌اندازهای خرد موجود در سطح جامعه، کانال جدیدی از کسب درآمد را برای این گروه از افراد فراهم کند. ضمن آنکه این روش جمع‌آوری پس‌اندازها و تأمین مالی، از حضور هیجانی بورس‌بازان غیرحرفه‌ای در بازار و خطر شوک‌های بزرگ ناشی از این هیجان‌ها در بازار و آثار منفی آن بر اقتصاد جلوگیری می‌کند.

در اقتصاد نیز بیشتر بوده و قادر است تعداد بیشتری از فعالیت‌های اقتصادی موجود یا نوآوری‌ها و ابداعات را تأمین مالی کند. اینکه چگونه و چه عواملی موجب ارتقای کارایی این نهادها خواهد شد یا اینکه این نهادها چگونه باید تغییر کنند تا اقتصاد بتواند نیازهای تأمین مالی فعالیت‌های اقتصادی را به‌طور کامل پوشش دهد، موجب شکل‌گیری انواعی از واسطه‌ها و ابزارهای مالی شده است. یکی از انواع این واسطه‌های مالی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری هستند. این صندوق‌ها با جوهری که از پس‌اندازکنندگان بزرگ و کوچک جمع‌آوری کرده‌اند به پس‌اندازکنندگان اجازه می‌دهند که با سرمایه اندک در پرتفویی بزرگ مشارکت داشته باشند (محمدی‌نسب و مستوفی، ۱۳۹۶، صص. ۲۵-۲۷؛ تهرانی و آبی، ۱۳۸۸، صص. ۲۸-۳۰).

این صندوق‌ها انواع مختلفی از جمله: صندوق‌های با درآمد ثابت، صندوق‌های سهام، صندوق‌های شاخص، صندوق‌های مشترک، صندوق‌های قابل معامله در بورس و... را دربر می‌گیرند. یکی از مهم‌ترین آثار اقتصادی ناشی از شکل‌گیری این صندوق‌ها آن است که پول‌های خرد و سرگردان افراد یک جامعه متمرکز می‌شود و این تمرکز، توان پیش‌بینی و سیاست‌گذاری را بسیار بالا می‌برد و امکان تأمین مالی تعداد بیشتری از پروژه‌های سرمایه‌گذاری - به‌خصوص پروژه‌های خلاقانه که دوره بازگشت طولانی‌مدتی دارند - را فراهم می‌کند. از جمله ویژگی‌های دیگر این صندوق‌ها، مدیریت تخصصی دارایی‌های اوراق بهادار است که موجب هدایت بازارهای مالی در مسیر صحیح می‌شود و زمینه‌ای مناسب را برای جذب سرمایه‌های بیشتر



تنوع فعالیت‌ها براساس اهداف سرمایه‌گذاران، استفاده از مدیریت تخصصی در اداره سبد، کاهش هزینه‌های معاملات، تنوع‌بخشی و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری از جمله مزیت‌هایی است که باعث جلب نظر عموم به سوی سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها می‌شود (مشایخ، قدرتی و محمدی، ۱۳۹۰)

استفاده از صندوق‌های قابل معامله در بورس از جمله روش‌های غیرمستقیم سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه است که به‌طور معمول در سهام زیرمجموعه یک شاخص یا سبد انتخابی از آن سرمایه‌گذاری می‌کنند. این صندوق‌ها اگرچه از نظر ساختاری به شکل شرکت سرمایه‌گذاری با بنیان باز^۲ (یا یونیت تراست یا صندوق سرمایه‌گذاری مشترک) تشکیل می‌شوند، اما از جهاتی با آنها متفاوت هستند: ۱- صندوق‌های قابل معامله در بورس، سهام خود را مستقیم به سرمایه‌گذاران نمی‌فروشند، بلکه سهام این صندوق‌ها در گروه‌های بزرگ که به‌اصطلاح به یونیت ایجاد و انتشار معروف است، منتشر می‌شود و در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی قرار می‌گیرد. ۲-

براساس این کارکردها و در راستای کاهش وابستگی بودجه به نفت، در تبصره ۲ بند ۲ قانون بودجه سال ۱۳۹۹، به واگذاری سهام دولتی در قالب صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس اشاره شده است. با توجه به اهمیت اجرای این سیاست در فضای کلان اقتصادی و تأثیرگذاری آن بر بسیاری از متغیرها و بازارهای اقتصادی، در این گزارش، در بخش دوم، به بررسی ماهیت صندوق‌های قابل معامله می‌پردازیم. بخش سوم، به بررسی واگذاری سهام دولتی از طریق صندوق‌های قابل معامله اختصاص دارد. بخش چهارم، به بیان ملاحظات امنیت اقتصادی این اقدام می‌پردازد و در بخش آخر، پیشنهادهایی در زمینه اجرای این سیاست بیان می‌شود.

۱- ماهیت صندوق‌های قابل معامله^۱ (ETF)

همان‌طور که بیان شد، سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سال‌های اخیر از جایگاه ویژه‌ای برخوردار شده است. قابلیت بازخرید سهام به‌وسیله صندوق یا به عبارت دیگر، نقدینگی بالای واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌ها،

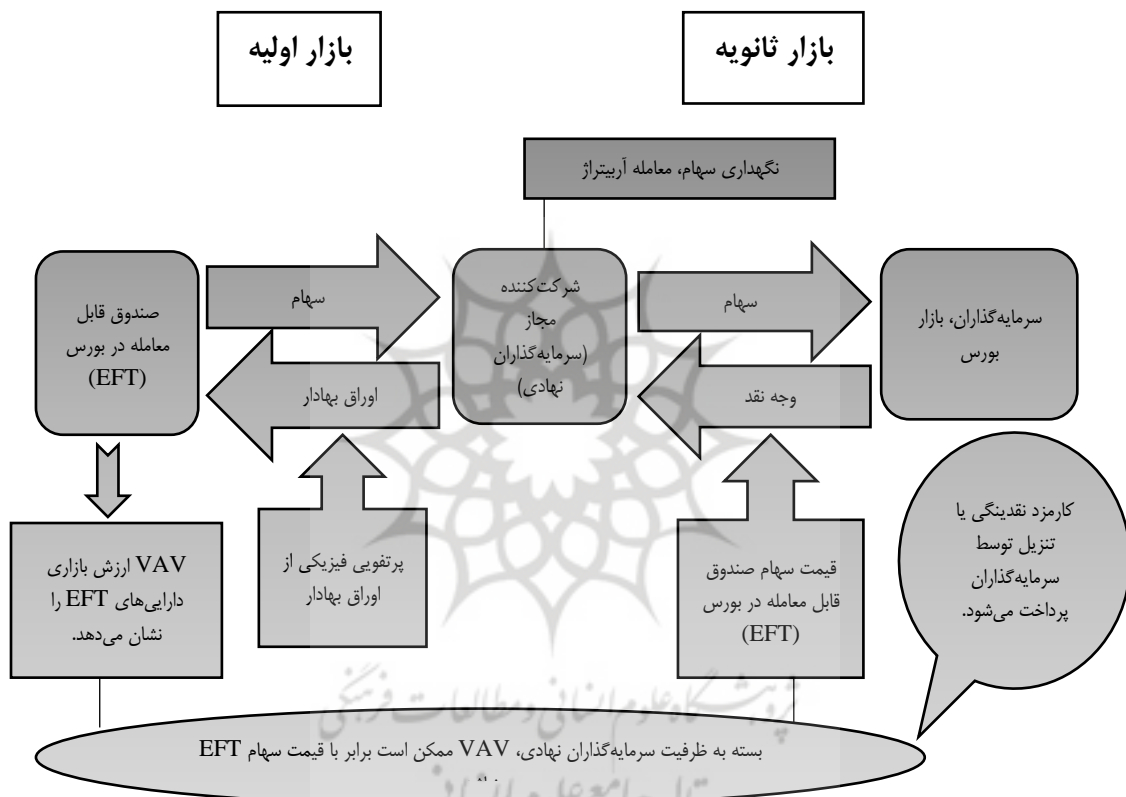
1- Exchange-traded Fund

۱- در یک تقسیم‌بندی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری براساس ماهیتشان به دو گروه صندوق سرمایه‌گذاری باز (صندوق سرمایه‌گذاری مشترک) و صندوق سرمایه‌گذاری بسته (شرکت سرمایه‌گذاری) تقسیم می‌شوند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری باز، صندوق‌هایی هستند که سرمایه آنها متغیر است و ارزش هر سهم صندوق براساس مجموعه متنوعی از سهام و اوراق بهاداری که در سبد سرمایه‌گذاری وجود دارد، در پایان هرروز محاسبه می‌شود. این صندوق‌ها در صورت تقاضای سهام‌دار، به قیمتی که برابر ارزش خالص دارایی است و در خاتمه هرروز محاسبه می‌شود، سهام موجود را بازخرید می‌کنند. در صندوق‌های سرمایه‌بسته (و در بریتانیا تراست سرمایه‌گذاری)، سرمایه ثابت و مشخص است و سهام آن به عموم عرضه و قیمت این سهام براساس عرضه و تقاضا تعیین می‌شود و می‌تواند کمتر یا بیشتر از ارزش خالص دارایی هر سهم باشد. در این صندوق‌ها، اگر سرمایه‌گذاری قصد مشارکت داشته باشد، باید سهام صندوق را در بازار از افراد دیگری که قصد فروش سهامشان را دارند، بخرد و به صندوق پولی پرداخت نمی‌کند، در نتیجه، سرمایه صندوق نیز تغییری نمی‌کند. برخلاف صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، صندوق‌های با سرمایه ثابت مانند هر شرکت سهامی دیگر سهم می‌فروشند و به‌طور معمول سهام خود را بازخرید نمی‌کنند. در واقع، می‌توان گفت، تفاوت اساسی یک صندوق سرمایه‌گذاری باز با یک صندوق سرمایه‌گذاری بسته در این است که در صندوق سرمایه‌گذاری باز، هر سرمایه‌گذار می‌تواند در چهارچوب اساسنامه در هر زمان به صندوق وارد یا از آن خارج شود و سرمایه صندوق افزایش یا کاهش یابد، اما در یک صندوق سرمایه‌گذاری بسته ورود و خروج سرمایه تنها در قالب افزایش یا کاهش سرمایه با طی تشریفات قانونی انجام می‌گیرد.

نهادی پس از خرید یونیت‌های ایجاد و انتشار آنها را تفکیک و در بازار دسته دوم به سرمایه‌گذاران انفرادی واگذار می‌کند (محمدی‌نسب و مستوفی، ۱۳۹۶؛ رادمهر، ۱۳۸۵). در نمودار شماره ۱، سازوکار فعالیت این واسطه مالی آرایه شده است.

فروش یونیت‌های ایجاد و انتشار به سرمایه‌گذاران نهادی، غیرنقدی انجام می‌شود و سرمایه‌گذاران در مقابل یونیت‌های دریافتی، سبدی از اوراق بهادار را که به‌طور معمول مانند پرتفوی صندوق است، در اختیار صندوق قرار می‌دهند. ۳- سرمایه‌گذاران

نمودار ۱- سازوکار فعالیت صندوق‌های قابل معامله در بورس



مأخذ: بانک جهانی.

با منافع سرمایه‌گذاران در یک راستا نباشد. ۲- همواره این ریسک وجود دارد که مدیران نیز تصمیمات نادرستی بگیرند و به زیان سرمایه‌گذاران تمام شود. ۳- در اثر تنوع دارایی‌ها در این صندوق‌ها، گاهی بازده خوب بعضی از دارایی‌ها در کنار بازده پایین اوراق دیگر از بین می‌رود. به عبارت دیگر، اگر یک سهم سود بالایی داشته باشد، به دلیل اینکه این سهم جزء کوچکی از سبد است، تأثیر کمی بر بازده دارد.

به‌طور کلی همان‌طور که بیان شد، گرچه سرمایه‌گذاری در صندوق‌های قابل معامله در بورس مزایایی مانند مدیریت حرفه‌ای، تنوع‌بخشی و کاهش ریسک، نقدشوندگی بالا، صرفه‌جویی در مقیاس و آسانی سرمایه‌گذاری را به همراه دارد، اما معایبی نیز در این نوع سرمایه‌گذاری‌ها وجود دارد که از آن جمله می‌توان به این موارد اشاره کرد: ۱- ممکن است مدیران در راستای اهداف سرمایه‌گذاران اقدام نکنند و منافع آنها

۱-۱- عملکرد صندوق‌های قابل معامله در بورس

ایران

به‌طور کلی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اسفند ۱۳۸۶ به‌عنوان یک نهاد واسطه‌ای جدید به بازار سرمایه معرفی شدند. در این سال، هفت صندوق سرمایه‌گذاری پویا، حافظ، بانک صادرات، سهم آشنا، خبرگان سهام، پیشتاز و کارگزاری بانک ملی اقدام‌های لازم را برای راه‌اندازی و پذیره‌نویسی انجام دادند و در فروردین و اردیبهشت ۱۳۸۷ فعالیت خود را به صورت رسمی آغاز کردند. این هفت صندوق از نوع صندوق سرمایه‌گذاری در اندازه کوچک بودند، اما به تدریج طی سال‌های بعد - با مورد توجه قرار گرفتن از سوی سرمایه‌گذاران - هم سرمایه این صندوق‌ها و هم تعداد آنها افزایش یافت، به طوری که طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۸ تعداد این صندوق‌ها از ۷ صندوق به ۱۶۶ صندوق و مجموع ارزش آنها از ۵۲۹ میلیارد ریال در سال ۱۳۸۷ به ۱,۹۴۸,۸۱۱ میلیارد ریال در سال ۱۳۹۸ افزایش یافت. به‌علاوه، تعداد کل سرمایه‌گذاران این صندوق‌ها از ۷۴۹ سرمایه‌گذار (۶۹۴ سرمایه‌گذار حقیقی و ۵۵ سرمایه‌گذار حقوقی) به ۲,۱۹۰,۳۶۳ سرمایه‌گذار (۲,۱۸۴,۳۹۹ سرمایه‌گذار حقیقی و ۵,۹۶۴ سرمایه‌گذار حقوقی) افزایش یافت که می‌تواند حاکی از اقبال سرمایه‌گذاران به این صندوق‌ها باشد.

طی این دوره، انواعی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری شکل گرفتند؛ برای مثال، در سال ۱۳۸۸، ۱۸ صندوق جدید سرمایه‌گذاری فعالیت خود را آغاز کردند که در این بین، ۲ صندوق از نوع درآمد ثابت، ۳ صندوق از نوع سهامی در اندازه بزرگ و بقیه از نوع سهامی در

اندازه کوچک بودند. همچنین در سال ۱۳۸۹ نخستین صندوق سرمایه‌گذاری شاخصی، در سال ۱۳۹۰ صندوق سرمایه‌گذاری با پیش‌بینی سود و صندوق نیکوکاری، در سال ۱۳۹۲ صندوق‌های قابل معامله در بورس، در سال ۱۳۹۳ صندوق بازارگردانی و در سال ۱۳۹۵ صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه و صندوق سرمایه‌گذاری در طلا به‌عنوان نهادهای مالی واسطه‌ای جدید آغاز به کار کردند.

همان‌طور که در جدول شماره ۱، مشاهده می‌شود، تعداد صندوق‌های قابل معامله در بورس از ۵ صندوق در سال ۱۳۹۲ به ۳۱ صندوق در سال ۱۳۹۸ افزایش یافته است. مجموع ارزش این صندوق‌ها در سال ۱۳۹۲ معادل ۱ هزار و ۹۸۷ میلیارد دلار بوده که طی دوره مورد بررسی، به تدریج با افزایش تعداد صندوق‌های فعال در این حوزه، میزان این متغیر نیز افزایش یافته و در سال ۱۳۹۷ به حدود ۳۸/۵ هزار میلیارد ریال رسیده است. آنچه در این ارتباط قابل توجه بوده، رشد بسیار زیاد ارزش این صندوق‌ها از ۳۸/۵ هزار میلیارد ریال در سال ۱۳۹۷ به حدود ۱۴۸ هزار میلیارد ریال در سال ۱۳۹۸ است که رشدی حدود ۲۸۴ درصدی را تجربه کرده است. همچنین تعداد سهام‌داران این صندوق‌ها از حدود ۱۱,۸۰۰ نفر در سال ۱۳۹۲ به حدود ۴۸ هزار نفر در سال ۱۳۹۸ افزایش یافته و نسبت به سال ۱۳۹۷ تقریباً دو برابر شده است. همان‌طور که در این جدول مشاهده می‌شود، در سال ۱۳۹۸ تمام شاخص‌های عملکرد این صندوق‌ها افزایش زیادی داشته‌اند.



جدول ۱- عملکرد صندوق‌های قابل معامله طی دوره ۱۳۹۸-۱۳۹۲

سال	تعداد	ارزش (میلیارد ریال)	تعداد سرمایه‌گذار			ارزش (میلیارد ریال)	فروش (میلیارد ریال)	ارزش سهام (میلیارد ریال)
			کل	حقوقی	حقیقی			
۱۳۹۲	۵	۱۹۸۷	۱۱۸۰۱	۱۳۹	۱۱۶۶۲	۶۸۵	۱۰۶۸	
۱۳۹۳	۷	۱۴۴۰	۸۷۹۳	۱۳۹	۸۶۶۴	۱۴۸۱	۸۴۲	
۱۳۹۴	۱۵	۶۷۲۵	۹۹۸۰	۲۲۸	۹۷۵۲	۱۴۳۹	۲۴۳۷	
۱۳۹۵	۱۸	۶۲۹۰	۲۲۴۶۹	۱۱۳۲۹	۱۱۱۴۰	۱۶۵۱	۱۵۴۲	
۱۳۹۶	۲۱	۲۳۸۱۳	۲۰۸۹۵	۴۸۹	۲۰۴۰۶	۱۹۹۱	۱۹۲۹	
۱۳۹۷	۲۴	۳۸۵۵۵	۲۵۴۲۳	۸۴۶	۲۴۵۷۷	۴۹۶۶	۴۲۴۴	
۱۳۹۸	۳۱	۱۴۸۲۱۸	۴۷۹۶۶	۱۴۶۳	۴۶۵۰۳	۱۷۲۰۴	۱۸۷۳۱	

مأخذ: شرکت مدیریت فناوری بورس تهران.

از ۳۱ صندوق فعال در این حوزه در سال ۱۳۹۸، ۱۶ صندوق از نوع درآمد ثابت، ۹ صندوق از نوع سهامی، ۲ صندوق از نوع شاخصی، ۳ صندوق از نوع مختلط و یک صندوق از نوع درآمد ثابت با پیش‌بینی سود است. همچنین از نظر اندازه صندوق، ۲۴ صندوق بزرگ و ۷ صندوق کوچک هستند و هیچ‌کدام از این صندوق‌ها ضامن نقدها نیستند. در جدول شماره ۲، وضعیت این صندوق‌ها از نظر برخی شاخص‌های کلیدی آرایه شده است.

جدول ۲- عملکرد صندوق‌های قابل معامله در سال ۱۳۹۸

انواع صندوق‌های قابل معامله				شرح
سایر	مختلط	سهامی	با درآمد ثابت	
۳	۳	۹	۱۶	تعداد
۱/۶۴	۲/۴۴	۹/۹۸	۱۳۴/۱۷	کل خالص ارزش دارایی‌ها (هزار میلیارد ریال)
۳۴۳۲۰۴۶۷	۴۹۲۰۰۱۶۹	۱۶۰۱۸۰۵۹۸	۱۳۴۱۶۷۰۰۶	تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری
۲۵۰۰۰۰۰۰	۲۰۰۰۰۰۰۰	۱۲۰۰۰۰۰۰	۱۲۰۰۰۰۰۰	سقف واحدهای سرمایه‌گذاری
۳۹۹۲	۶۹۰۳	۱۱۲۰۳	۲۴۴۰۵	تعداد سرمایه‌گذار حقیقی
۱۹۱	۴۰	۳۳۰	۹۳۲	تعداد سرمایه‌گذار حقوقی
۴۱۵۳	۶۹۴۳	۱۱۵۳۳	۲۵۰۲۴	تعداد کل
۷۳/۳۳	۵۶/۹	۸۸/۸۴	۱۲	سهام
۲۲/۰۸	۲۳/۳	۵/۶۸	۴۵	اوراق بهادار با درآمد ثابت
۲/۶۶	۱۳/۵	۳/۹۸	۳۵	گواهی سپرده و سپرده بانکی
۰/۷۱	۲/۶	۰/۰۲	۰/۳	وجه نقد
۱/۲۲	۳/۷	۱/۴۸	۱	سایر دارایی
۱۱۲/۰۶	۸۲/۴	۱۲۶/۲۴	۱۸/۶۷	میانگین بازده یک سال گذشته
۰/۹۳۰	۰/۶۵۸	۹/۵۲۸	۱۰/۰۱۹	ارزش خرید
۰/۸۶۳	۰/۷۹۴	۷/۴۹۱	۶/۴۶۶	ارزش فروش
۰/۲۱۴	۰/۱۱۸	۵/۸۸۵	۱۸۸/۳۳۳	قیمت صدور
۰/۰۵۳	۰/۱۴۷	۲/۸۹۰	۳۷/۳۴۲	قیمت ابطال

مأخذ: شرکت مدیریت فناوری بورس تهران.



قانون اساسی مصوب ۱۳۸۷/۳/۲۰ و الحاقات بعدی آن یا به روش واگذاری سهام در قالب صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس (ETF) مشروط به اینکه تشکیل این صندوق‌ها با مدیریت دولتی برای بلندمدت نباشد یا عرضه سهام به روش ثبت سفارش - با رعایت شرایط زیر واگذار کند:

۱- در صورت واگذاری در قالب صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس، پس از ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری، انتقال سهام مزبور در قالب معاملات خارج از جلسه رسمی معاملات بین صندوق‌ها و عرضه واحدها و صندوق‌های یادشده به عموم امکان‌پذیر است.

۲- عرضه سهام شرکت‌ها به روش ثبت سفارش یا در قالب صندوق‌های سرمایه‌گذاری تا سقف ۳۰ درصد مشمول تخفیف است.

۳- وزارتخانه‌ها، سازمان‌ها و شرکت‌های دولتی مجازند نسبت به تأسیس صندوق‌ها با حداقل سرمایه ده میلیارد ریال به صورت نقد یا غیرنقد (در قالب انتقال سهام دولت از شرکت‌های فهرست شده در بورس اوراق بهادار تهران یا فرابورس) اقدام کنند.

۴- شورای عالی بورس موظف است سازوکار اجرایی را به گونه‌ای پیشنهاد کند که وزیر تخصصی مربوط یا نماینده معرفی شده توسط وی، از طرف دولت به عنوان دارنده واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز صندوق، مسئولیت اعمال مدیریت و حقوق مالکانه واحدهای سرمایه‌گذاری را برعهده داشته باشد.

در مجموع، بررسی شاخص‌های عملکردی سال ۱۳۹۸ و روند برخی شاخص‌های اصلی صندوق‌های قابل معامله طی دوره ۱۳۹۸-۱۳۹۲ حاکی از آن است که به مرور بر تعداد سرمایه‌گذاران در این صندوق‌ها افزوده شده و علاوه بر ارزش خالص دارایی‌های این صندوق‌ها، تعداد واحدهای قابل معامله و سقف واحدهای قابل معامله نیز در سال ۱۳۹۸ به رقم قابل توجهی رسیده است. به علاوه، در این نوع سرمایه‌گذاری، با توجه به ویژگی آن، یعنی جمع‌آوری پس‌اندازهای خرد از افراد دارای درآمدهای اندک و عدم تخصص در مدیریت دارایی، تعداد صندوق‌های با درآمد ثابت بیشتر از انواع دیگر صندوق‌ها بوده است که این می‌تواند حاکی از تمایل عمده سرمایه‌گذاران در این نوع صندوق برای دسترسی به یک بازده تقریباً ثابت و با کمترین ریسک باشد.

۲- بررسی واگذاری سهام دولتی از طریق صندوق‌های قابل معامله در بورس

در بند «الف» تبصره ۲ قانون بودجه سال ۱۳۹۹، به دولت اجازه داده شده است واگذاری بنگاه‌های دولتی موضوع جزء ۲ بند «د» سیاست‌های کلی اصل چهارم قانون اساسی ابلاغی ۱۳۸۴/۳/۱ را انجام دهد. در این چهارچوب وزارت امور اقتصادی و دارایی مجاز است تمام یا بخشی از سهام و دارایی‌های دولتی دستگاه‌های اجرایی و باقی‌مانده سهام متعلق به دولت و شرکت‌های دولتی را در بنگاه‌های مشمول واگذاری - مطابق روش‌های مندرج در قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴

- ۵- بدهی دولت به بخش‌های خصوصی و تعاونی و نهادهای عمومی غیردولتی از محل واگذاری اموال و دارایی‌های متعلق به دولت و مؤسسه‌ها و شرکت‌های دولتی قابل پرداخت است.
- مطابق این بند، واگذاری باقی‌مانده سهم دولت از سهام ۱۳ شرکت بورسی در قالب سه صندوق قابل معامله در بازار سرمایه در اولویت قرار گرفته است:
- ۶- صندوق اول، تحت عنوان صندوق مالی، به عرضه سهام گروه بانکی و بیمه‌ای می‌پردازد که در قالب آن، باقی‌مانده سهام دولت در بانک‌های صادرات، ملت، تجارت و همچنین باقی‌مانده سهم دولت در سهام بیمه البرز و بیمه اتکایی امین واگذار خواهد شد. پذیره‌نویسی^۱ این صندوق از ۱۳۹۹/۲/۱۵ آغاز می‌شود و تا ۱۳۹۹/۲/۳۱ ادامه دارد.
- گروه دوم، صندوق قابل معامله پالایشی‌هاست و در آن، باقی‌مانده سهام دولت در پالایشگاه‌های تبریز، اصفهان، بندرعباس و تهران عرضه می‌شود.
- گروه سوم، صندوق خودرویی و فلزی است که در آن، باقی‌مانده سهام دولت در گروه خودرو و فلزات از جمله: سهام ایران خودرو، سایپا، فولاد مبارکه اصفهان و شرکت ملی مس ایران عرضه می‌شود.

۱-۲- مشخصات صندوق سرمایه‌گذاری واسطه‌گری مالی یکم

صندوق سرمایه‌گذاری واسطه‌گری مالی یکم، نخستین صندوق از نوع صندوق‌های ETF دولتی است که با نماد دارا یکم پذیره‌نویسی شده و جزئیات این صندوق به شرح جدول شماره ۳، است.

جدول ۳- مشخصات صندوق سرمایه‌گذاری واسطه‌گری مالی یکم

موضوع	شرح		
حدود فعالیت صندوق	هدف اصلی: مدیریت و نگهداری دارایی‌های اوراق بهادار صندوق و دریافت سودهای تقسیمی سهام موجود در سبد دارایی‌های صندوق در طول دوره فعالیت هدف فرعی: بازارگردانی واحدهای سرمایه‌گذاری همان صندوق		
محل سرمایه‌گذاری واحدهای حاصل از پذیره‌نویسی	نام سهام		
	تعداد سهام موضوع واگذاری		
	درصد از سهام موضوع واگذاری		
	۱- بیمه اتکایی امین	۳۷۷۵۱۷۱۹۰	۱۱/۴۴
	۲- بیمه البرز	۶۸۰۰۰۰۰۰	۱۷
نحوه مدیریت وجوه نقد و سود	۳- بانک صادرات	۲۹۷۷۰۵۱۳۷۷۴	۱۶/۹۸
	۴- بانک ملت	۸۴۷۹۰۹۹۹۹۶	۱۶/۹۶
	۵- بانک تجارت	۳۷۳۶۷۳۹۲۵۶۵	۱۶/۶۹
مؤسس صندوق	وزارت امور اقتصادی و دارایی		
مدیر صندوق	شرکت تأمین سرمایه بانک مسکن		
نحوه مدیریت وجوه نقد و سود	وجوه نقد و سودهای تقسیمی و دریافت شده سهام موجود در صندوق، براساس تصمیم مدیر صندوق، صرف ۱- مشارکت در افزایش سرمایه شرکت‌های موجود در سبد صندوق، ۲- سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت و گواهی سپرده‌های بانکی و ۳- پرداخت سود به سرمایه‌گذاران در صورت تصویب مجمع می‌شود.		

۱- عملی است که به واسطه آن شخصی تعهد می‌کند قسمتی از سرمایه یک شرکت را تقبل کند و در شرکت شریک شود. پس از اتمام فرآیند پذیره‌نویسی باید مراحل مربوط به ثبت شرکت دنبال شود و پس از ثبت شرکت می‌تواند فعالیت خود را شروع کند.

موضوع	شرح
متولی ^۱ صندوق	سازمان حسابرسی
حسابرس ^۲ صندوق	مؤسسه حسابرسی شاخص‌اندیشان
بازارگردان صندوق	این صندوق سرمایه‌گذاری رکن بازارگردان ندارد و ۵ درصد از منافع حاصل از پذیره‌نویسی به شکل نقد در صندوق باقی خواهد ماند و مدیر صندوق از این منابع برای انجام عملیات بازارگردانی در قالب بازخرید واحدها به نام صندوق استفاده خواهد کرد.
دارندگان حقوق واحدهای سرمایه‌گذاری	هریک از دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری، به نسبت واحدهای سرمایه‌گذاری خود، در خالص دارایی‌های صندوق سهیم است، اما حق تصمیم‌گیری در مورد دارایی‌های صندوق - در چهارچوب اساسنامه آن - منحصرأ از اختیار مدیر صندوق است. دارندگان سرمایه‌گذاری عادی در هر زمان پس از آغاز معاملات ثانویه می‌توانند مطابق مفاد مقررات اقدام به فروش واحدهای تحت تملک خود کنند.
شرایط خرید واحدهای صندوق	<ul style="list-style-type: none"> - هر ایرانی می‌تواند تا سقف ۲ میلیون تومان از واحدهای این صندوق خریداری کند. - حداقل تعداد واحدهای قابل خریداری توسط هر نفر یک واحد است. - حداکثر تعداد واحدهای قابل خریداری توسط هر نفر ۲۰۰ واحد است. - واگذاری اولیه با سازوکار پذیره‌نویسی برای هر فرد دارای کد ملی امکان‌پذیر است. - محدودیت سنی برای متقاضیان وجود ندارد. - پذیره‌نویسی صرفاً شامل اشخاص حقیقی است و اشخاص حقوقی نمی‌توانند در پذیره‌نویسی شرکت کنند.
سقف تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری	<ul style="list-style-type: none"> - تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری عادی قابل پذیره‌نویسی ۱,۷۷۴,۴۴۳,۷۶۲ واحد است. - پس از پایان پذیره‌نویسی، تعداد دقیق واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق مشخص خواهد شد. - پس از پذیره‌نویسی امکان صدور یا ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری وجود ندارد. - پس از اتمام پذیره‌نویسی و اخذ مجوز فعالیت توسط صندوق از سازمان بورس و اوراق بهادار، سهام موضوع فعالیت این صندوق با در نظر گرفتن ۲۰ درصد تخفیف نسبت به میانگین قیمت ۳۰ روزه نماد (منتهی به فراخوان واگذاری) - مشروط بر اینکه قیمت پس از اعمال تخفیف از ۷۰ درصد قیمت پایانی روز معاملاتی قبل از شروع پذیره‌نویسی کمتر نباشد - طی معاملات خارج از جلسه رسمی به صندوق منتقل می‌شود، معادل وجوهی که پذیره‌نویسی شده با توجه به نرخ ارزش‌گذاری به همان میزان از سهام مالکیت دولت در بانک‌ها و بیمه‌های مطرح شده به مالکیت صندوق انتقال می‌یابد. - معاملات روی واحدهای صندوق سرمایه‌گذاری حداقل تا دو ماه پس از اتمام مهلت پذیره‌نویسی امکان‌پذیر نیست.
ارزش هر واحد	مبلغ اسمی هر واحد ۱۰۰۰۰۰ ریال است.

Source: www.fifound.com

۲-۲- مروری بر آثار تأمین مالی دولت در قالب

ETF

و هم برای عموم مردم مزایایی به همراه داشته باشد. بدین شکل که منابع حاصل از فروش این سهام، در طرح‌ها و پروژه‌های عمرانی، بازسازی و بهسازی بهداشت و درمان و کمک به بخش مولد و محرک

در مجموع، کارشناسان معتقدند، این نوع واگذاری سهام دولتی می‌تواند هم برای دولت و هم برای بازار سرمایه

۱- متولی مسئولیت نظارت مستمر بر ارکان اداره‌کننده و ارکان نظارتی صندوق را در اجرای صحیح مقررات و... به منظور حفظ منافع سرمایه‌گذاران برعهده دارد.

۲- حسابرس باید از درستی ثبت و نگهداری حساب‌های صندوق مطمئن شود، گزارش‌های عملکرد و صورت‌های مالی صندوق را در مقاطع زمانی معین بررسی و راجع به آنها اظهارنظر کند.



اهداف اصل ۴۴ قانون اساسی را در حوزه خصوصی‌سازی تأمین نخواهد کرد. به عبارت دیگر، به نظر می‌رسد هدف دولت از این واگذاری، درآمدزایی از ناحیه واگذاری مالکیت بنگاه‌ها بدون از دست دادن مدیریت آنهاست. البته، در جای دیگر گفته شده است «مشروطه به اینکه تشکیل این صندوق‌ها با مدیریت دولتی برای بلندمدت نباشد». در اینجا نیز دوره بلندمدت به درستی تعریف نشده است و نوعی تضاد و بلا تکلیفی در این زمینه مشاهده می‌شود. به علاوه، این موضوع خود می‌تواند به ایجاد یک ساختار شبه‌دولتی منجر شود که مطابق تجربه، به راحتی قابل انحلال نیست.

- **عدم شفافیت:** نامعلوم بودن سازوکار عمل این صندوق‌ها، نحوه انتخاب مدیر صندوق (که در متن قانون مطرح شده است وزیر تخصصی مربوط یا نماینده وی)، مشخص نبودن سازوکار تعیین تعداد واحدها و... همگی از مصادیقی هستند که می‌توانند زمینه‌های بروز فساد را فراهم کنند.

- **ناهماهنگی سیاست اتخاذ شده با ماهیت صندوق‌های قابل معامله و در نتیجه، افزایش ریسک سرمایه‌گذاران:** در این واگذاری، به صندوق قابل معامله در بورس به‌عنوان نهاد مالی واسطه‌ای اشاره شده است، اما در شیوه اجرا برخی از ویژگی‌های این صندوق که جزئی از ماهیت و علت تمایز آن از سایر انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری بوده، نقض شده است؛ برای مثال، مهم‌ترین ویژگی این صندوق‌ها قابلیت نقدشوندگی بالای آنهاست،

اقتصاد و... استفاده می‌شود که خود می‌تواند به رونق و حتی جهش تولید ملی منجر شود. همچنین این عرضه بزرگ موجب تعمیق بازار سرمایه و افزایش نقدینگی آن می‌شود و در نتیجه، افزایش کارایی بازار سرمایه را به همراه دارد. به علاوه، نقدینگی افراد جامعه در مسیری صحیح و به سمت بازاری مولد هدایت می‌شود و می‌تواند کانال جدید کسب درآمد برای آنها به شمار آید، ضمن آنکه از مزایای تخفیف خرید واحدهای این صندوق‌ها نیز برخوردار می‌شوند. با وجود این، این اقدام دولت می‌تواند از کانال‌های مختلف تأثیری منفی بر اقتصاد داشته باشد:

- **تأمین هزینه‌های جاری به جای تقویت تولید:** براساس متن قانون، منابع حاصل از این واگذاری‌ها می‌تواند صرف پرداخت بدهی‌های دولت شود. با استناد به این بند و با توجه به کسری بودجه بالایی که در سال ۱۳۹۸ ایجاد شده و در ماهیت بودجه سال ۱۳۹۹ نیز پنهان است و همچنین با توجه به وضعیت قیمت و تقاضا برای نفت و پیامدهای اقتصادی ناشی از پاندمی کرونا، استفاده از منابع حاصل از این واگذاری‌ها برای تأمین هزینه‌های جاری بسیار محتمل‌تر از تخصیص این منابع برای تحریک تولید به نظر می‌رسد.

- **عدم انتقال واقعی مالکیت سهام و تشدید ساختار شبه‌دولتی در اقتصاد کشور:** براساس متن قانون، سازوکار این صندوق‌ها باید به گونه‌ای طراحی شود که سهام ممتاز این صندوق‌ها در دست دولت باقی بماند. از این رو، به نظر می‌رسد این واگذاری

سهام پنج بنگاه (بانک‌های صادرات، تجارت و ملت و بیمه البرز و اتکایی امین) است. به‌علاوه، سودهای تقسیمی یا منابع ناشی از فروش حق تقدم سهام موجود در صندوق نیز به خرید این دارایی‌ها اختصاص داده می‌شود (بند ۲-۲-۲). باید توجه کرد که براساس امیدنامه صندوق، حدود ۸۰ درصد منابع صندوق به خرید دارایی‌های این نهاد اختصاص داده می‌شود. ۵ درصد به بازارگردانی اختصاص داده می‌شود (که با توجه به وزن عمده سهام این نهادها در سبد دارایی، به خرید و فروش این سهام تعلق می‌گیرد). از این رو، تنها ۱۵ درصد از منابع باقی‌مانده (براساس بند ۲-۲-۳ امیدنامه) به اوراق مشارکت، اوراق صکوک، اوراق بهادار رهنی و سایر اوراق بهاداری که سود حداقلی برای آنها تضمین یا مشخص شده باشد، اختصاص داده می‌شود.

- تعیین نقش بازارگردانی برای صندوق و افزایش احتمال فساد: از آنجا که سهامی که توسط بازارگردان در بازار فروخته می‌شود، می‌تواند مدیریت بنگاه‌های موردنظر را تحت تأثیر قرار دهد، از این رو، فروش آنها می‌تواند بسیار مهم و حساس تلقی شود و بعضاً مفاسدی را به دنبال داشته باشد. این در حالی است که اختیار فروش این سهام در اختیار نهادی تحت عنوان بازارگردان و خارج از اراده مستقیم دولت انجام خواهد شد. با توجه به اینکه این‌گونه مفاسد احتمالی پیرامون واگذاری مستقیم سهام دولت مطرح می‌شود، باید گفت، در روش پیشنهادی، همه ریسک‌ها و حاشیه‌های احتمالی

این در حالی بوده که در سازوکار اجرای این تبصره بیان شده که معاملات روی واحدهای سرمایه‌گذاری این صندوق سرمایه‌گذاری حداقل تا دو ماه پس از اتمام مهلت پذیره‌نویسی امکان‌پذیر نیست. به‌علاوه، این نوع صندوق‌ها در سطح جهان به‌طور معمول سهام خرد با قابلیت نقدشوندگی بالا نگهداری می‌کنند و به‌طور اصولی هدف آنها کسب بیشترین سود از طریق سبدگردانی است؛ از این رو، ماهیتاً این صندوق‌ها با هدف نگهداری سهام کنترلی و دخالت در اداره بنگاه طراحی نشده‌اند، در حالی که این صندوق ۵ درصد از منافع حاصل از پذیره‌نویسی را به بازارگردانی به‌عنوان هدف فرعی خود اختصاص داده است. مراحل فعالیت صندوق‌های قابل معامله توسط بانک جهانی ارایه و در نمودار شماره ۱، نشان داده شده است، اما در این واگذاری امکان تمیز بین این مراحل، به‌خصوص در بخش اول نمودار که در آن باید سهام از صندوق به سرمایه‌گذاران نهادی منتقل و در مقابل اوراق بهادار از این سرمایه‌گذاران اخذ و سپس، سهام یا توسط این سرمایه‌گذاران نهادی نگهداری شود یا اینکه در بازار ثانویه به فروش برسد، وجود ندارد.

مورد دیگر، تنوع در پرتفو یا دارایی‌های این نوع صندوق‌هاست که موجب می‌شود در عین سودآوری بالا ریسک پیش روی سرمایه‌گذاران کاهش یابد. این در حالی است که براساس امیدنامه صندوق دارا یکم (بند ۲-۲-۱)، دارایی‌های این صندوق محدود به

هیجان، اجرای این سیاست همان‌طور که بیان شد ممکن است موجب ریزش شدید در شاخص و افزایش بی‌اعتمادی‌ها نسبت به سیاست‌ها شود. در چنین شرایطی، رسانه‌های اجتماعی مخالف می‌توانند با سوءاستفاده از این بی‌اعتمادی افکار عمومی را تحت تأثیر قرار دهند و این موضوع حتی ممکن است با اعتراض‌ها و تجمع‌ها همراه شود.

- **کاهش استقلال سازمان بورس:** اگر این صندوق از نوع صندوق‌های سرمایه‌گذاری باز باشد، این احتمال وجود دارد که دولت به‌منظور پوشش هزینه‌ها- به‌خصوص در شرایط کنونی اقتصادی - بدون رعایت قواعد و با فشار بر سازمان بورس، این نهاد را وادار به تأیید امکان اقدام به افزایش سرمایه این صندوق‌ها کند (بدون آنکه ضوابط لازم برای این موضوع مهیا شود) و بدین ترتیب، استقلال این نهاد به‌شدت تحت تأثیر قرار گیرد- موضوعی که در سال‌های گذشته در حوزه پولی کشور رخ داده است.

۳- نقش صندوق‌های قابل معامله در امنیت اقتصادی

همان‌طور که بیان شد، صندوق‌های سرمایه‌گذاری اگر براساس سازوکارها و اصول طراحی شده برای آنها فعالیت کنند، می‌توانند نقش زیادی در تأمین مالی فعالیت‌های اقتصادی و کاهش ریسک‌های سرمایه‌گذاری ایفا کنند. تجمع حجم زیادی از پس‌اندازهای خرد از عموم مردمی که شناختی از

واگذاری مستقیم این بخش از سهام توسط دولت، به مرحله واگذاری سهم (توسط بازارگردان) منتقل شده است.

- **نامشخص بودن پرداخت سود:** وضعیت پرداخت سود، نامشخص است و به نظر مدیر صندوق بستگی دارد که این موضوع می‌تواند یکی از زمینه‌های بروز فساد باشد.

- **احتمال کاهش اعتماد عمومی در صورت شکست در واگذاری یا دستیابی به اهداف:** با توجه به اینکه واگذاری در بین افراد جامعه در حال انجام است، اگر به هر دلیلی - برای مثال، فساد یا تصمیم‌گیری اشتباه مدیران و...- این واحدهای سرمایه‌گذاری دچار افت ارزش شوند، نه تنها بخش گسترده‌ای از جامعه متحمل زیان خواهند شد، بلکه موجی از بی‌اعتمادی نسبت به بازار سرمایه رخ خواهد داد- مشابه آنچه در مورد مؤسسه‌های پولی و مالی در سال‌های گذشته اتفاق افتاد- و این موضوع می‌تواند بازار سرمایه و متعاقب آن بخش حقیقی اقتصاد را با نوسانات گسترده مواجه کند.

- **عدم موفقیت این سیاست و احتمال بهره‌برداری سیاسی از آن توسط بیگانگان:** در صورت عدم توجه به پیامدهای منفی احتمالی اجرای این سیاست، عدم برنامه‌ریزی برای هرگونه واکنش منفی بازار نسبت به آن و عدم به‌کارگیری ابزارهای مناسب برای کنترل نوسانات بازار در صورت هجوم گسترده نقدینگی و افراد غیرحرفه‌ای و معاملات مبتنی بر

بودجه سال ۱۳۹۹ ماهیتاً با کسری بودجه حدود ۱۶۰ میلیارد ریال مواجه است. چهارم، به دلیل پاندمی کرونا، بسیاری از کسب‌وکارها دچار رکود شده و اخذ مالیات پیش‌بینی شده در بودجه ۱۳۹۹ با تردید مواجه است. پنجم، به دلیل پاندمی کرونا، قیمت نفت و همچنین تقاضا برای نفت به شدت کاهش یافته و این موضوع، حتی در صورت نبود تحریم‌ها، درآمدهای دولت را از این ناحیه محدود خواهد کرد. بنابراین، کسری بودجه بالا در سال ۱۳۹۹ چندان دور از ذهن نیست، از این رو، اقدام به واگذاری سهام دولت در قالب این واگذاری‌ها- و همچنین اقدام‌های دیگری مانند آزادسازی سهام عدالت و...- می‌تواند بخشی از کسری بودجه دولت را پوشش دهد.^۱

- عدم تشدید تورم از ناحیه فشار کسری بودجه: در ادبیات اقتصادی، یکی از دلایل اصلی بروز تورم در اقتصاد ایران کسری بودجه دایمی دولت بیان شده است. سازوکار تأثیرگذاری کسری بودجه بر تورم بدین صورت است که کسری بودجه در ایران به‌طور عموم از طریق استقراض از بانک مرکزی تأمین مالی می‌شود. این روش موجب افزایش پایه پولی می‌شود و این افزایش پایه پولی هم از طریق مستقیم و هم از طریق سازوکار ضریب فزاینده پولی موجب افزایش حجم

مقوله سرمایه‌گذاری ندارند و مدیریت صحیح آنها برای کسب حداکثر بازده و حداقل ریسک می‌تواند کانالی برای کسب درآمد، تأمین هزینه‌ها یا حتی بهبود سطح رفاه آنها به شمار آید. همچنین این حجم از منابع تجمع شده اگر به تقویت تولید، حمایت از نوآوری‌ها، استارت‌آپ‌ها، کسب‌وکارهای کوچک و... تخصیص داده شود، به احتمال زیاد می‌تواند محرک رشد اقتصادی باشد و دستیابی به اهداف توسعه را امکان‌پذیر سازد. هر دوی اینها، افزایش کانال‌های کسب درآمد یا بهبود فعالیت‌های تولید، در بازگشت، به افزایش سطح پس‌انداز جامعه و افزایش منابع مالی در اختیار برای تحریک رشد و توسعه منجر می‌شوند. ضمن آنکه در صورت حاکم شدن نظام مالیات‌ستانی کارآ، دولت قادر خواهد بود درآمدهای مالیاتی را افزایش دهد و از وابستگی بودجه به درآمدهای پرنوسان (مانند درآمد نفت یا صادرات فرآورده‌های نفتی و مواد معدنی) بکاهد. برخی ابعاد دیگر تأثیرگذاری فعالیت این صندوق‌ها بر اقتصاد عبارت‌اند از:

- کمک به بودجه دولت: وجود کسری در بودجه سال ۱۳۹۹ به دلایل مختلف بسیار محتمل است: نخست، بودجه سال ۱۳۹۸ ماهیتاً دارای کسری بودجه بود. دوم، وقوع حوادث مختلف سیاسی، اقتصادی و طبیعی در سال ۱۳۹۸، به‌خصوص در ماه‌های پایانی این سال، موجب تحمیل فشارهای زیادی بر بودجه این سال شد. سوم،

۱- براساس جدول شماره ۳، در کل حدود یک میلیارد و ۷۷۵ میلیون واحد سرمایه‌گذاری در این صندوق ارائه شده که قیمت هر واحد ۱۰۰۰۰۰ ریال است. از این رو، اگر تمام واحدهای سرمایه‌گذاری توسط سرمایه‌گذاران خریداری شود، درآمد دولت صرفاً از این صندوق ۱۷۷ هزار میلیارد دلار خواهد بود.

بروز رفتارهای هیجانی و شتاب‌زده در بورس و کاهش سطح اعتماد عمومی نسبت به این بازار منجر شود. این رفتارهای شتاب‌زده می‌تواند موجب ریزش‌های گسترده در سهام شرکت‌های مختلف و وارد آمدن شوک‌های زنجیره‌وار به بخش‌های تولیدی شود و ثبات و امنیت اقتصادی را تهدید کند. این در حالی است که حاکمیت مدیریت تخصصی در بستر صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌تواند ضمن ایجاد بازدهی مطلوب در بازار ثانویه، بسیاری از نیازهای تأمین مالی شرکت‌ها را در بازار اولیه مرتفع کند و موجب افزایش کارایی تخصیص و افزایش بازدهی در این بازار شود.

در مجموع، می‌توان گفت، در یک فضای عاری از فساد، این صندوق‌ها قادر خواهند بود با ایجاد اطمینان عمومی نسبت به بازار سرمایه، جریانی دایمی از جذب منابع را- به‌خصوص در بین افراد دارای پس‌انداز اندک که بخش گسترده‌ای از جمعیت کشور را تشکیل می‌دهند- ایجاد و تخصیص دایمی این منابع را به فعالیتهای اقتصادی فراهم کنند و بدین ترتیب، رشدی پایدار را برای اقتصاد رقم بزنند. این رشد می‌تواند زمینه‌ساز دستیابی به توسعه و ارتقای سطح امنیت اقتصادی کشور باشد.

راهکارهای پیشنهادی

همان‌طور که بیان شد، اقدام دولت در واگذاری بخشی از سهام خود در قالب صندوق‌های قابل معامله در بورس و تحت اصل ۴۴ قانون اساسی،

نقدینگی در جامعه خواهد شد. افزایش حجم نقدینگی باعث افزایش تقاضا برای کالاها و خدمات می‌شود و در شرایطی که سمت عرضه دارای محدودیت است، این افزایش تقاضا موجب فشار رو به بالا بر سطح عمومی قیمت‌ها و در نتیجه، بروز تورم در اقتصاد می‌شود. بنابراین، این اقدام دولت برای تأمین بخشی از کسری بودجه، ضمن جمع‌آوری نقدینگی و جلوگیری از ورود فشار بر سایر بازارهای مالی در شرایط نااطمینانی ناشی از کرونا، موجب کاهش حجم استقراض دولت از بانک مرکزی می‌شود و از فشار تورمی از این ناحیه می‌کاهد.

کمک به تحریک تولید: گرچه بیشتر پیش‌بینی‌ها مبنی بر آن است که منابع مالی جمع‌آوری شده توسط دولت صرف تأمین هزینه‌های جاری خواهد شد، اما اگر این منابع صرف حمایت از فعالیتهای تولیدی شود، به‌خصوص با توجه به پیش‌بینی رکود جهانی در دوران پساکرونا، حداقل از تعمیق بیشتر رکود در اقتصاد و از دست رفتن فرصت‌های شغلی و افزایش نرخ بیکاری جلوگیری خواهد کرد.

کاهش تأثیرهای منفی ناشی از رفتارهای هیجانی در بورس: از نظر کارشناسان، ناتوانی در تحلیل صحیح بازار، گسترش سرمایه‌گذاری انفرادی در بین افراد بی‌تجربه یا کم‌تجربه و ضعف زیرساخت‌ها می‌تواند به

تأکید بر دراختیار ماندن سهام ممتاز آن در دست دولت برای یک بازه نامعلوم می‌تواند به یکی از منابع بالقوه فساد مالی تبدیل شود (مانند بی‌قاعدگی و عدم رعایت ضوابط در تأسیس مؤسسه‌های پولی و مالی) که خود می‌تواند آثار منفی بلندمدتی را برای اقتصاد به همراه داشته باشد. از این رو، لازم است قانون‌گذار تمام ابعاد، سازوکار و تعهدات این صندوق‌ها را به تفصیل بررسی و با تصویب قوانین حقوقی و جزایی مناسب، زمینه‌های بروز فساد را در این حوزه کنترل کند.

- تقویت تولید و اخذ درآمد از طریق مالیات: به نظر می‌رسد بهترین راه برای تأثیرگذاری مثبت اقدام‌های دولت در حوزه بازار سرمایه، آن است که دولت به جای صرف منابع مالی حاصل از این واگذاری‌ها برای هزینه‌های جاری به تخصیص این منابع برای حمایت از فعالیت‌های تولیدی اقدام کند و در مقابل، از فعالیت‌های اقتصادی مالیات بگیرد و صرف تأمین کسری بودجه خود کند. بدین ترتیب، علاوه بر تقویت بخش تولید یا حداقل جلوگیری از تعمیق رکود حاکم بر اقتصاد کشور در دوران کرونا و پساکرونا قادر به تعدیل اثرات تورمی کسری بودجه و تأمین بخشی از هزینه‌های جاری و عمرانی پیش‌بینی شده در بودجه خواهد بود.

- استفاده از قوانین معاملاتی مناسب به منظور جلوگیری از بروز پیامدهای منفی ناشی از این سیاست: همان‌طور که بیان شد، این صندوق‌ها در ماهیت و هدف دارای عدم شفافیت‌های مشهود هستند و این موضوع می‌تواند زمینه شکل‌گیری

می‌تواند آثار مثبت اقتصادی مختلفی به همراه داشته باشد. در این راستا از جمله راهکارهای پیشنهادی به منظور افزایش کارایی این اقدام عبارت‌اند از:

- عمل در چهارچوب ویژگی‌های ذاتی این صندوق‌ها و شفاف‌سازی سازوکار عملکرد آنها: همان‌طور که بیان شد، در جریان آغاز به کار صندوق‌های جدید قابل معامله در بورس برخی از ویژگی‌های این صندوق‌ها از جمله: قابلیت نقدشوندگی، وضعیت پرداخت سود، سازوکار فعالیت، باقی ماندن مدیریت در دست حاکمیت و... موجب ایجاد روزنه‌هایی از انواع رفتارهای رانت‌جویانه و بروز فساد در این حوزه خواهد شد. از این رو، پیشنهاد می‌شود نه تنها سازوکار عملکرد این صندوق‌ها کاملاً شفاف شود، بلکه موارد بیان شده در ارتباط با عملکرد این صندوق‌ها مانند نقش بازارگردانی و... مورد بازنگری قرار گیرد تا از این ناحیه فشار مضاعفی در قالب فساد مالی بر اقتصاد کشور وارد نشود.

- تعریف صریح جایگاه حقوقی صندوق‌ها در قانون بازار سرمایه: به نظر می‌رسد آنچه دولت در قالب واگذاری صندوق قابل معامله در حال اجرای آن است - اگر نوع جدیدی از واسطه مالی نباشد - از چهارچوب ویژگی‌ها و کارکردهای این صندوق‌ها خارج است. از این رو، عدم تعریف صریح جایگاه حقوقی صندوق‌های قابل معامله دولتی در قانون بازار سرمایه، در کنار عدم شفافیت نحوه سازوکار، مدیریت و... این صندوق‌ها و همچنین با توجه به



قیمت و کسب رانت از سوی بنگاه‌های دولتی از این طریق).

✓ کنترل دقیق معاملات توسط واحد اطلاعات مالی به منظور شناسایی پول‌شویی و فساد مالی احتمالی در این حوزه.

✓

منابع

محمدی‌نسب، مهدی؛ و مستوفی، کامران (۱۳۹۶). بررسی نقش صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در توسعه اقتصادی کشور. *فصلنامه مطالعات کاربردی در علوم مدیریت و توسعه*، ۲(۸)، ۱۷-۳۲.

خلیلی عراقی، مریم؛ و میرزایی ابرکوه، اعظم (۱۳۹۱). بررسی پیش‌بینی همبستگی بازده بین صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران (پایان‌نامه کارشناسی ارشد)، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات، تهران، ایران.

رادمهر، مهسا (۱۳۸۵). آشنایی با صندوق سرمایه‌گذاری مشترک. *فصلنامه بورس*، ۱۰(۵۷)، ۱-۱۵.

مشایخ، شهناز؛ قدرتی، منا؛ محمدی، فائزه (۱۳۹۰). مروری بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و شاخصی. *فصلنامه پژوهش حسابداری*، ۱(۱)، ۵۹-۸۴.

DOI: 10.22051/ijar.2013.429

تهرانی، رضا؛ و آبی، صحبت‌الله (۱۳۸۸). بررسی ارتباط بین عملکرد و بازده پرتفلیو شرکت‌های سرمایه‌گذاری با رتبه نقدشوندگی، نسبت‌های سودآوری و سود تقسیمی آنها در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه تحقیقات مالی*، ۱۱(۲۷)، ۲۳-۴۲.

<https://data.worldbank.org/>

رانت‌خواری‌ها و فسادهای گسترده‌ای را در واگذاری این صندوق‌ها فراهم کند و بی‌اعتمادی گسترده نسبت به دولت و حاکمیت و افت شدید سرمایه‌های اجتماعی را به همراه داشته باشد که در نهایت، به تنزل امنیت اقتصادی و امنیت ملی منتهی خواهد شد. بنابراین، به منظور جلوگیری از بروز فساد و نوسانات گسترده ناشی از آن در شاخص‌های عملکردی بازار سرمایه برخی اقدام‌های مهم عبارت‌اند از:

✓ الزام بنگاه‌های واگذار شده در شفاف‌سازی و ارائه صورت‌های مالی حسابرسی شده.

✓ انتخاب مدیران این صندوق به صورت مستقل و خارج از بدنه حاکمیت.

✓ الزام به گذراندن دوره‌های آموزشی مقدماتی در مورد افراد عادی و غیرحرفه‌ای- از جمله دوره‌های کنترل هیجان در بازار و...- قبل از اعطای کد بورسی به آنها.

✓ وضع محدودیت برای انجام معاملات هیجانی.

✓ تعیین سب‌گردان مستقل به منظور کنترل نوسانات گسترده قیمت این صندوق‌ها که در نهایت، به بی‌اعتمادی منجر خواهد شد

✓ محدود کردن فعالیت کدهای حقوقی و دولتی

به منظور فعالیت در حوزه معاملات این صندوق‌ها (به منظور جلوگیری از نوسان‌گیری گسترده یا بروز فساد از طریق تبانی برای ایجاد صف خرید و خرید واحدهای این صندوق‌ها به قیمت‌های پایین و سپس، ایجاد صف‌های فروش مصنوعی به منظور افزایش

