

چه باید کرد؟

خصوصی می‌شود، نیازمند بررسی وسیعی است. ضمن اینکه فارغ از شرایط انتخاب سرمایه‌گذاری یا ارزیابی سهام به شرح فوق، انتخاب مدیران شرکت‌ها نیز بعضاً بر اساس رعایت پشتوانه‌های تجربی و تحصیلی ذی‌ربط آنها در این ارتباط رخ نداده بود. مجموعه فوق منجر به آن شده است که بازده حقوق صاحبان سهام در این شرکت‌ها بسیار کمتر از بازده شرکت‌های مشابه دولتی و غیردولتی بوده است. نکته مهم در این زمینه این است که مجموعه سرمایه‌گذاری‌های صندوق، فقط در چارچوب سهام انتقال یافته از دولت خلاصه نمی‌شود؛ بلکه می‌توان به سرمایه‌گذاری‌های مستقل صندوق نیز اشاره کرد. به طور مثال می‌توان به سرمایه‌گذاری در شرکتی اشاره کرد که تولید آن در لحظه شروع سرمایه‌گذاری معادل یک چهارم کل تولید کشور در مقطع شروع سرمایه‌گذاری بوده است و پیش‌فرض‌های اساسی توجیه اقتصادی آن هیچ‌گاه فراهم نبوده است. نکته آخر در این باره نیز اینکه مقوله هزینه-فایده سرمایه‌گذاری برای واحدهای درمانی نیز به عنوان مفاهیم درخور طرح در حوزه سرمایه‌گذاری محور توجه قرار نمی‌گیرد. به طور مثال می‌توان به طراحی و ساخت بیمارستان‌های تأمین اجتماعی در برخی از سال‌ها اشاره کرد که متوسط متراژ هر تخت آنها حدوداً سه برابر این شاخص نسبت به شرایط قبل از انقلاب یا فزونی آن به میزان حداقل ۲۰ درصد نسبت به این شاخص در بیمارستان‌های اروپاست و همچنین می‌توان به مقایسه هزینه‌های ستادی و عملیاتی بخش درمان آنها نیز اشاره کرد. در این ارتباط نظر شما را به تقبل مستقل مسئولیت درمانی کارکنان یکی از وزارتخانه‌ها براساس وجوه مکسوره از حق بیمه‌های قابل پرداخت به تأمین اجتماعی در این ارتباط جلب می‌کنم. به عبارت دیگر اندیشیدن به شیوه‌های دیگر عرضه خدمات درمانی.

با در نظر گرفتن برخی دیگر از شرایط محیطی مانند تحریم‌ها، تورم، رکود اقتصادی و... روند آتی تغییرات بازده حوزه سرمایه‌گذاری صندوق‌ها را چگونه ترسیم می‌کنید؟

واقعیت این است که از طرفی در دهه اخیر، بیشترین اثرات مالی عواملی از قبیل تحریم و تورم سنوات فوق بر حوزه عملیات سرمایه در گردش شرکت‌ها بوده است؛ به طوری که صندوق، ناگزیر از پرداخت وجه تحت عناوین علی‌الحساب یا علی‌الحساب افزایش سرمایه و همچنین به تعویق انداختن مطالبات سود سنوات خود می‌شود و از طرف دیگر نیاز مالی صندوق برای تعادل وجوه و پرداخت حقوق بازنشتگان، موجب تقسیم سود حداکثری بدون در نظر گرفتن جریان سود قابل تقسیم براساس مبنای نقدی عملیاتی آن شده است و این چرخه در حال تکرار است و شاید بخش عمده‌ای از سرمایه‌گذاری‌های صندوق، ناشی از افزایش سرمایه‌های شرکت‌های سرمایه‌پذیر صندوق، ناشی از این مطلب باشد. ضمن اینکه در صورت دریافت وجوه از شرکت‌ها، این امر به معنای افزایش هزینه تأمین مالی سنوات بعدی و نهایتاً کاهش سود سنوات آتی است. نکته قابل اهمیت در این ارتباط، تحقق این مفاهیم و انباشت مطالبات از غیر با وجود تحمل هزینه تأمین مالی آن در همه حوزه‌های سرمایه‌گذاری دولتی و شبه‌دولتی بوده است. مجموعه فوق، موجب کاهش دارایی‌ها و همچنین کاهش ظرفیت، کهولت بیشتر تکنولوژی مورد استفاده بدون برخورداری از بازده مناسب و نهایتاً کاهش اشتغال به عنوان یکی از اساسی‌ترین چالش‌های پیش‌رو خواهد شد.

با وجود الزامات قانونی مبتنی بر خروج از بنگاه‌داری صندوق‌ها، به نظر شما دلایل توفیق نیافتن این امر از طرف صندوق بازنشتگی

کشور در دهه ۷۰ یا تصمیمات خاص دهه ۸۰ موجب افزایش تعداد بازنشتگان صندوق، حدوداً به میزان شش برابر و همچنین افزایش متوسط حقوق بازنشتگان در دو دهه مذکور حدوداً به میزان ۶۸ برابر شد. همچنین بخش عمده‌ای از حقوق افزایش یافته به شرح فوق بر اساس افزایش مزایایی بوده که برای آن حداکثر پنج سال در زمان اشتغال کسور دریافت شده است.

با نظر شما با استقرار نظام حسابداری، تغییر نگرشی در دولت نسبت به صندوق‌ها اتفاق افتاده است؟

خیر، این نگرش بر همه ساختارهای عملیاتی صندوق‌ها نیز تسری داشته است؛ به عنوان مثال می‌توان به محدودیت‌های سرمایه‌گذاری این نهادها تا حدود سال ۱۳۶۷ که حتی از دریافت سود سپرده‌های معمول نیز محروم بوده‌اند و همچنین پرداخت نشدن حق بیمه‌ها در سنوات اولیه برای سرمایه‌گذاری و برخورداری از بازده آن در دوره‌های بعد یا تغییرات قوانین بازنشتگی خارج از پیش‌فرض‌های اولیه منجر به نرخ‌های حق بیمه و در نهایت چگونگی تصفیه بدهی‌های دولت که عمدتاً نیز ناشی از انتقال تعهدات اجتماعی دولت به ساختار مالی صندوق‌ها بوده اشاره کرد.

تأثیر مفاهیم فوق بر بازده حوزه سرمایه‌گذاری صندوق‌ها چگونه بوده است؟

اولاً با توجه به محدودیت سهام موجود برای تصفیه بدهی دولت، سرمایه‌گذاری صندوق لزوماً منتخب مدیران ارشد آن نبوده است، به گونه‌ای که بعضاً به جای اینکه خالص دارایی‌ها باشند، خالص بدهی بوده‌اند که این امر، نه تنها زیان ناشی از تصدی‌گری دولت در شرکت‌های فوق را به ساختار مالی صندوق انتقال داد و قابلیت سودآوری و تبدیل به نقد دارایی‌های صندوق را نیز کاهش داد؛ بلکه صندوق را از برخورداری از وجوه ناشی از سود تصفیه نکردن بدهی‌های خود نیز محروم کرد. یا در برخی موارد، اساساً سهامی انتقال یافته‌اند که پس از چند نوبت آگهی، هیچ سرمایه‌گذاری مایل به خرید اقساطی آن نیز نشده بود. در این ارتباط می‌توان به اثرات مالی اساسی ناشی از فروش نقدی فروش سهام به صندوق در مقایسه با فروش به بخش خصوصی در چارچوب اخذ ۳۰-۱۵ درصد پیش‌دریافت ضمن اخذ ۷۰ درصد بقیه در اقساطی ۲-۵ ساله با نرخ‌های ۱۵-۶ درصد با وجود هزینه‌های مالی با حداقل نرخ ۲۵ درصد اشاره کرد.

ثانیاً، به دلیل روابط خاص دولت و صندوق، مفاهیم حرفه‌ای نیز در فرایند ارزیابی سهام برخی از شرکت‌های انتقالی رعایت نشده است؛ به طور مثال اگر چه یکی از راه‌های ارزیابی سهام، تعیین ارزش فعلی جریان نقدی آتی بر اساس نرخ ۲۵ درصد بوده است؛ ولی در یکی از بزرگ‌ترین شرکت‌های سرمایه‌پذیر صندوق، فرایند ارزیابی بعد از حدود چهار سال براساس اطلاعات سنواتی چهار سال گذشته تحقق یافته که اگر چه رشد بازده شرکت مذکور در چهار ساله فوق بیش از ۵۰ درصد بوده؛ ولی با همان نرخ بازده برآوردی ۲۵ درصد تنزیل شده است. به عبارت دیگر تنزیل جریان نقدی گذشته (به جای جریان آتی) با نرخ‌های برآوردی (با وجود نرخ‌های بازده واقعی) مبنای تئوریک اعمال ارزیابی سهام بر اساس تعادل ریسک و بازده آتی قرار گرفته است و این مجموعه در شرایطی تحقق یافت که نتایج عملیات منجر به چهار سال بعدی شرکت فوق، زیان‌بار بوده است. واقعیت این است که شناخت دامنه این گونه ارزیابی‌ها که منجر به متورم بودن ارزش انتقالی سهام برای بازپرداخت بدهی‌های دولت در مقایسه با سهام انتقالی به بخش

با توجه به سیاست‌های دولت در مبنی بر پرداخت مطالبات صندوق‌ها از طریق انتقال سهام بنگاه‌ها، بخش عمده‌ای از سهام بنگاه‌ها به صندوق بازنشتگی کشوری انتقال یافت. به عبارت دیگر دولت عامل اصلی بنگاه‌داری صندوق‌ها بوده است و صندوق نیز به دلیل الزام عملیاتی تسریع وصول مطالبات، فرایند فوق را عمیق‌تر کرده است.