

# ساختار سهامداری؛ چالش‌های سهام تودلی در بازار سرمایه

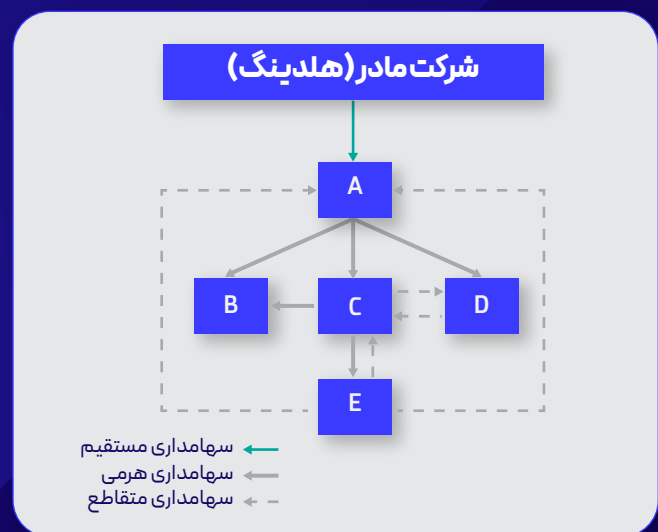


بازار سرمایه‌ی ایران به‌عنوان یکی از ابزارهای مهم تأمین مالی و بستری برای توسعه‌ی اقتصادی، همواره با مسائل و چالش‌های ساختاری مواجه بوده است. یکی از این چالش‌های کمتر دیده‌شده اما اثرگذار، سهام تودلی یا سهامداری متقاطع است؛ موضوعی که اگرچه پیچیده به نظر می‌رسد اما آثار و پیامدهای آن به‌طور مستقیم بر شفافیت مالی، حاکمیت شرکتی و کارایی بازار سرمایه تأثیر می‌گذارد.

## سهام تودلی چیست و چرا به یک چالش تبدیل شده است؟

سهام تودلی زمانی رخ می‌دهد که شرکت‌های زیرمجموعه‌ی یک هلدینگ یا شرکت مادر، بخشی از سهام شرکت مادر را خریداری می‌کنند. در حالت‌های پیچیده‌تر، این روابط می‌توانند به‌صورت متقاطع باشند؛ یعنی شرکت‌ها سهام یکدیگر را در اختیار بگیرند.

این ساختار به شرکت مادر اجازه می‌دهد که با مالکیت مستقیم کمتری، به دلیل روابط زنجیره‌ای و متقاطع، کنترل مدیریتی خود را بر شرکت‌ها حفظ کند. در نگاه اول ممکن است این وضعیت به‌عنوان ابزاری برای حفظ ثبات مدیریتی و تقویت کنترل داخلی توجیه شود، اما در عمل این ساختار پیامدهای منفی جدی برای بازار سرمایه به همراه دارد.



## ریشه‌های شکل‌گیری سهام تودلی در ایران

سهام تودلی در ایران عمدتاً به دلایل زیر شکل گرفته است:

- **کنترل مدیریتی:** شرکت‌های مادر برای حفظ قدرت و جلوگیری از نفوذ سهامداران خارجی یا بخش خصوصی، به خرید سهام خود از طریق زیرمجموعه‌ها اقدام می‌کنند.
- **ممانعت از خصوصی‌سازی:** در فرآیند خصوصی‌سازی، برخی شرکت‌ها با ایجاد ساختارهای تودلی مانع از واگذاری سهام به بخش خصوصی واقعی می‌شوند.
- **افزایش مصنوعی ارزش سهام:** خرید سهام توسط زیرمجموعه‌ها می‌تواند به‌طور موقت و غیرواقعی تقاضا را افزایش دهد و قیمت سهام شرکت مادر را بالا ببرد.

## پیامدهای منفی سهام تودلی برای بازار سرمایه

چرا سهام تودلی به یکی از چالش‌های جدی بازار سرمایه تبدیل شده است؟ این ساختار اثرات منفی متعددی دارد که در ادامه به آن‌ها می‌پردازیم:

### ۱. کاهش شفافیت مالی

ساختار پیچیده‌ی سهامداری تودلی، باعث ابهام در مالکیت واقعی شرکت‌ها می‌شود. سهامداران و سرمایه‌گذاران نمی‌توانند به‌طور دقیق تشخیص دهند چه نهادی مالک واقعی شرکت است و جریان‌های مالی میان شرکت‌های زیرمجموعه و مادر تا چه میزان شفاف است. این وضعیت به تضعیف اعتماد عمومی در بازار سرمایه منجر می‌شود.

### ۲. تضعیف حاکمیت شرکتی

در شرکت‌های دارای ساختار سهام تودلی، قدرت رأی در مجامع عمومی به‌شدت تحت تأثیر شرکت مادر قرار دارد. این یعنی سهامداران خرد نمی‌توانند در تصمیم‌گیری‌های کلان شرکت نقش موثری ایفا کنند. در چنین شرایطی، مدیران شرکت‌ها بدون نظارت مؤثر به فعالیت خود ادامه می‌دهند و منافع سهامداران خرد نادیده گرفته می‌شود.

### ۳. کاهش سهام شناور آزاد

سهام تودلی باعث می‌شود بخش بزرگی از سهام شرکت‌ها از گردش آزاد بازار خارج شود. این موضوع پیامدهای مهمی دارد: نقدشوندگی بازار کاهش می‌یابد و میزان سهام قابل معامله محدود می‌شود.

### ۴. اختلال در فرآیند خصوصی‌سازی

ساختارهای تودلی به‌طور ویژه در شرکت‌های دولتی و شبه‌دولتی، مانند خودروسازی‌ها، فرآیند خصوصی‌سازی را مختل کرده‌اند. به‌عنوان مثال، در شرکت سایپا حدود ۴۰ درصد از سهام توسط زیرمجموعه‌های همین شرکت در اختیار گرفته شده است. این یعنی مدیریت شرکت همچنان در دستان همان گروه مدیریتی باقی می‌ماند و بخش خصوصی واقعی عملاً امکان ورود ندارد.

### ۵. ایجاد ارزش‌گذاری مصنوعی سهام

خرید سهام شرکت مادر توسط زیرمجموعه‌ها، می‌تواند به‌طور غیرواقعی تقاضا برای سهام شرکت را افزایش داده و قیمت آن را بالا ببرد. این رشد قیمت که هیچ پشتوانه بنیادی ندارد، می‌تواند سهامداران خرد را گمراه کرده و سرمایه آن‌ها را در معرض ریسک قرار دهد.

## اقدامات سازمان بورس برای مقابله با سهام تودلی

سازمان بورس در سال‌های اخیر تلاش کرده تا با وضع مقرراتی، چالش‌های سهام تودلی را کاهش دهد. برخی از اقدامات مهم این سازمان عبارت‌اند از:

- **ممنوعیت سهامداری متقاطع:** طبق دستورالعمل‌های جدید حاکمیت شرکتی، شرکت‌ها حق ندارند سهام خود را از طریق زیرمجموعه‌ها در اختیار داشته باشند.
- **شفاف‌سازی ساختار مالکیت:** الزام شرکت‌ها به افشای ساختار دقیق سهامداری خود.
- **برنامه‌ریزی برای واگذاری:** سازمان بورس شرکت‌های بزرگی مثل ایران خودرو و سایپا را موظف کرده که برنامه‌ی زمان‌بندی مشخصی برای واگذاری سهام تودلی ارائه دهند.

## پرسش‌های محوری نشست این هفته

با توجه به چالش‌هایی که به آن اشاره شد، پرسش‌های کلیدی که در مناظره‌ی پیش رو به دنبال یافتن پاسخ برای آن هستیم به این شرح است:

- چگونه می‌توان ساختارهای سهامداری تودلی را شفاف‌تر کرد؟
- آیا می‌توان مقررات سخت‌گیرانه‌تری برای جلوگیری از شکل‌گیری ساختارهای تودلی جدید تدوین کرد؟
- پیش‌بینی می‌کنید حل معضل سهام تودلی در بازار سرمایه چقدر زمان ببرد؟ (آیا کاملاً رفع می‌شود؟)



تهران، خیابان ملاصدرا،  
خیابان شیرازی شمالی، کوچه  
زاینده رود غربی، پلاک ۳  
۰۲۱-۸۴۰۰۸

[www.danayan.com](http://www.danayan.com)