

بررسی چگونگی محاسبه سهام شناور آزاد توسط بورس‌ها و مؤسسات مالی معتبر



بورس اوراق بهادار تهران

مدیریت تحقیق و توسعه

کامران سلمانی قرائی

بهمن‌ماه ۱۴۰۲

بورس اوراق بهادار تهران
مدیریت تحقیق و توسعه
شناسنامه سند

عنوان: بررسی چگونگی محاسبه سهام شناور آزاد توسط بورس ها و مؤسسات مالی معتبر
تهیه کننده: کامران سلمانی قرائی
تاریخ انتشار: بهمن ماه ۱۴۰۲
شماره ویراست: اول

فهرست

۱	مقدمه
۲	۱- تعریف سهام شناور آزاد از دیدگاه نهادهای معتبر بین‌المللی
۲	۱-۱- مؤسسه استاندارد اند پورز (S&P)
۳	۲-۱- شرکت فوتسی راسل (FTSE Russell)
۴	۳-۱- شرکت مورنینگ‌استار (Morningstar)
۵	۴-۱- شرکت بلومبرگ (Bloomberg)
۶	۵-۱- نهاد ناظر اوراق بهادار و بازارهای اروپا (ESMA)
۶	۶-۱- مؤسسه مالی شرکتی (CFI)
۷	۷-۱- کارگزاری رایبین‌هود
۸	۲- تعریف سهام شناور آزاد از دیدگاه بورس‌های اوراق بهادار منتخب
۸	۱-۲- بورس مالزی
۹	۲-۲- گروه بورس ژاپن
۱۱	۳-۲- بورس اوراق بهادار تایلند
۱۲	۴-۲- بورس لندن
۱۲	۵-۲- بورس پاکستان
۱۳	۶-۲- بورس آتن
۱۴	۷-۲- بورس فرانکفورت
۱۵	۳- تعریف سهام شناور آزاد در بازار سرمایه ایران
۱۷	جمع‌بندی و نتیجه‌گیری
۱۸	منابع



مقدمه

بر اساس تعاریف بین‌المللی، سهام شناور آزاد به سهامی گفته می‌شود که به طور آزادانه در بازار قابلیت معامله داشته^۱ و به راحتی برای معامله در بازار در دسترس باشد^۲. بدین ترتیب می‌توان سهام شناور را آن بخش از سهام منتشره شرکت‌ها دانست که از پتانسیل معامله در بازار برخوردار باشند. به بیان دیگر آن بخش از سهام شرکت‌ها که به دلایلی همچون مالکیت توسط سهامداران استراتژیک (که تمایلی برای عرضه سهام خود در بازار ندارند)، غیرشناور^۳ تلقی شده و با کسر آنها از کل سهام منتشره^۴، مقدار سهام شناور شرکت‌ها مشخص می‌شود. بدین سان برای تعیین میزان سهام شناور، گام نخست تعیین سهام غیرشناور است. بورس‌ها و مؤسسات مالی معتبر تعاریف گوناگون اما عمده‌تاً همسانی برای تعریف سهام غیرشناور دارند. تعیین سهام شناور شرکت‌ها از به دو علت برای شرکت‌ها و مؤسسات مالی دارای اهمیت است. این پارامتر در محاسبات شاخص مورد توجه بسیار است و امروزه تقریباً در محاسبات تمامی شاخص‌های معتبر از سهام شناور آزاد استفاده می‌شود زیرا شاخص‌سازان^۵ معتبر و بین‌المللی، استفاده از ارزش بازاری سهام شناور آزاد را به ارزش بازاری کل بازار ترجیح می‌دهند زیرا محاسبه شاخص سهام براساس سهام شناور آزاد باعث می‌شود که وزن‌دهی هر شرکت در شاخص براساس آن بخش از سهام منتشرشده شرکت انجام شود که از پتانسیل معاملاتی برخوردارند. سهام شناور آزاد همچنین در پذیرش شرکت‌ها در بورس‌ها و طبقه‌بندی آنها در تابلوها و بازارهای بورس مورد استفاده قرار می‌گیرد. به طور معمول میزان سهام شناور شرکت‌ها به عنوان یکی از پارامترهای پذیرش شرکت‌ها و همچنین تعیین تابلوی معاملاتی آنها مورد توجه بورس‌ها قرار دارد. در این گزارش دیدگاه برخی از بورس‌های اوراق بهادار (بورس مالزی، ژاپن، تایلند، لندن، پاکستان، آتن و فرانکفورت) و نهادهای معتبر بین‌المللی (مؤسسه استاندارد اند پورز^۶، شرکت فوتسی راسل^۷، شرکت مورنینگ‌استار^۸، شرکت بلومبرگ^۹، نهاد ناظر اوراق بهادار و بازارهای اروپا^{۱۰}، مؤسسه مالی شرکتی^{۱۱} و کارگزاری رابین‌هود^{۱۲}) درباره تعریف و نحوه محاسبه سهام شناور آزاد تشریح شده‌اند و در پایان به بررسی تعریف سهام شناور آزاد در بازار سرمایه ایران پرداخته شده است.

۱. Freely Tradable
۲. Readily Available for Trading at the Market
۳. Non-Free Float
۴. Outstanding Shares
۵. Index Makers
۶. Standard & Poor's (S&P)
۷. FTSE Russell Company:

شرکت فوتسی راسل که یک شرکت مدیریت سرمایه‌گذاری است از شرکت‌های زیرمجموعه گروه بورس لندن بوده و شاخص‌های بازار سهام مثل شاخص فوتسی (FTSE ۱۰۰ Index) و راسل ۲۰۰۰ (Russell ۲۰۰۰ Index) را ارائه می‌دهد.

۸. Morningstar
۹. Bloomberg
۱۰. European Securities and Markets Authority (ESMA)
۱۱. Corporate Finance Institute (CFI)
۱۲. Robinhood



۱- تعریف سهام شناور آزاد از دیدگاه نهادهای معتبر بین‌المللی

۱-۱- مؤسسه استاندارد اند پورز (S&P)

مؤسسه استاندارد اند پورز سهام شناور آزاد را سهام منتشرشده شرکت به استثنای سهام تحت مالکیت سهامداران استراتژیک بلندمدت^۱ تعریف کرده است. بر اساس تعریف این مؤسسه بین‌المللی، سهامداران استراتژیک بلندمدت به آن دسته از سهامداران شرکت گفته می‌شود که به دنبال نگهداری سهام برای دوره بلندمدت و با هدف کنترل شرکت هستند که از جمله می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- مدیران شرکت^۲ و اشخاص مرتبط که سهامداری آنها به طور عمومی افشا می‌شود؛
 - شرکت‌های سرمایه‌گذاری خصوصی، جسورانه و سرمایه‌گذاری خاص^۳؛
 - مدیران دارایی و شرکت‌های بیمه دارای نماینده مستقیم در هیأت مدیره شرکت؛
 - سایر شرکت‌های سهامی عام که سهام شرکت را در اختیار دارند؛
 - دارندگان سهام محدودشده^۴ (سهام قفل‌شده و غیرقابل دسترس برای معامله^۵)؛
 - کارکنان شرکت؛
 - مؤسسان شرکت یا افراد وابسته به آنها؛
 - نهادهای دولتی در تمام سطوح به استثنای صندوق‌های بازنشستگی دولتی؛
 - صندوق‌های ثروت ملی؛
 - سهامدارانی که حداقل ۵ درصد سهام شرکت را در اختیار دارند.
- لازم به ذکر است سهام تحت تملک نهادهای زیر به عنوان سهام شناور آزاد در نظر گرفته می‌شود:
- بانک‌های سپرده‌گذاری^۶؛
 - صندوق‌های بازنشستگی (شامل صندوق‌های بازنشستگی دولتی)؛
 - صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، صندوق‌های قابل معامله در بورس؛
 - صندوق‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های بیمه^۷؛

۱ . Long-term Strategic Shareholders

۲ . Officers and Directors

۳ . Private Equity, Venture Capital & Special Equity Firms:

شرکت‌های سرمایه‌گذاری خاص به شرکت‌هایی گفته می‌شوند که در حوزه‌های مختلفی همچون کسب‌وکارهای نرم‌افزاری و فناوری‌محور سرمایه‌گذاری کرده یا اقدام به ارائه خدمات در حوزه‌های مختلف می‌کنند. به عنوان مثال می‌توان به شرکت آمریکایی آدیوی (Adivi Corporation) اشاره کرد که یکی از شرکت‌های سرمایه‌گذاری خاص در حوزه فروش خدمات فناوری اطلاعات به شرکت‌های سرمایه‌گذاری خصوصی است.

۴ . Restricted Share:

سهام محدودشده به سهامی گفته می‌شود که توسط ناشر طی عرضه خصوصی به سرمایه‌گذاران فروخته شده است و سرمایه‌گذاران برای یک دوره زمانی معین باید این سهام را نگهداری کرده و اجازه فروش آن را طی این دوره زمانی ندارند (دوره قفل‌شدن سهام).

۵ . Locked-in Shares

۶ . Depository Banks

۷ . Investment Funds of Insurance Companies



- مؤسسان مستقل^۱ که با شرکت در ارتباط نیستند.

۱-۲- شرکت فوتسی راسل (FTSE Russell)

شرکت فوتسی راسل در جولای ۲۰۲۳ میلادی گزارشی تحت عنوان "محدودیت‌های سهام شناور آزاد" منتشر کرده و به بررسی مواردی پرداخته است که طی آن سهام شرکت به عنوان سهام شناور آزاد تلقی نمی‌شود. طبق گزارش منتشر شده توسط فوتسی راسل، سهام منتشره شرکت در حالت‌های زیر از زمره سهام شناور آزاد خارج می‌شود و به عنوان سهام غیرشناور تلقی می‌شود:

- سهامی که به طور مستقیم در اختیار دولت‌های ایالتی، منطقه‌ای، شهری و محلی است (به استثنای سهام در اختیار طرح‌های بازنشستگی مستقل برای دولت‌ها)؛
 - سهامی که در اختیار هیأت مدیره، مدیر عامل، مدیران شرکت، اعضای خانواده آنها و شرکت‌هایی که وابسته به این اشخاص هستند؛
 - سهام در اختیار کارکنان؛
 - سهام در اختیار شرکت‌های پذیرفته‌شده یا شرکت‌های تابعه پذیرفته‌نشده از شرکت‌های پذیرفته‌شده؛
 - سهام غیرقابل دسترس برای معامله یا سهام قفل‌شده (طی دوره قفل سهام)؛
 - سهامی که دارنده آن انگیزه‌ای برای نگهداری سهام داشته باشد (به عنوان مثال در صورت نگهداری سهام برای مدت زمان معین، سهام جایزه به آن تعلق می‌گیرد)؛
 - سهامی که توسط یک سرمایه‌گذار، شرکت سرمایه‌گذاری یا صندوق سرمایه‌گذاری به دلایل استراتژیک نگهداری می‌شود، به عنوان مثال دارای یک کارمند در هیأت مدیره شرکت باشند؛ دارای توافق‌نامه سهامداری با شرکت باشند؛ یکی از اعضای فعلی هیأت مدیره با موفقیت از طرف آنها منصوب شده باشد یا یک عضو فعلی هیأت مدیره به همراه توافق‌نامه سهامداری توسط آنها معرفی شده باشد؛
 - سهامی که مشمول قراردادهای در حال انجام (مانند قراردادهای سوآپ^۳) هستند که معمولاً به عنوان سهام محدودشده تلقی می‌شوند.
 - سهام در اختیار اشخاص زیر که حداقل ۱۰ درصد سهام شرکت را در اختیار دارند:
 - ✓ سهام متعلق به صندوق‌های ثروت ملی؛
 - ✓ سهام در اختیار مؤسسان شرکت، ارتقادهندگان شرکت، مدیران سابق شرکت، شرکت‌های سرمایه‌گذاری خصوصی و جسورانه و سهام در اختیار چندین سهامدار که به طور مشترک عمل می‌کنند.
- این سهام محدودشده باقی می‌ماند تا زمانی که درصد سهامداری به زیر ۱۰ درصد برسد.

۱ . Independent Foundations

۲ . Independently Managed Pension Schemes for Governments

۳ . Swaps



• سهام متعلق به دارندگان پرتفوی (مثلاً صندوق‌های بازنشستگی، صندوق‌های بیمه یا شرکت‌های سرمایه‌گذاری) که حداقل ۳۰ درصد سهام شرکت را در اختیار دارند. دارندگان پرتفوی معمولاً به عنوان سهامداران محدود شده در نظر گرفته نمی‌شوند. با این حال، در مواردی که این نهادها دارای یک پرتفوی واحد با حداقل ۳۰ درصد از سهام شرکت باشند، به عنوان سهامداران استراتژیک شرکت تلقی می‌شوند. سهام در اختیار دارندگان پرتفوی تا زمانی که میزان سهامداری آنها به کمتر از ۳۰ درصد کاهش پیدا کند، محدود شده باقی خواهد ماند.

۳-۱- شرکت مورنینگ‌استار (Morningstar)

طبق تعریف مورنینگ‌استار، سهام شناور آزاد به بخشی از سهام منتشر شده شرکت گفته می‌شود که در دسترس عموم برای خرید قرار دارند. طبق گزارش منتشر شده توسط شرکت مورنینگ‌استار، سهام در اختیار سهامداران قابل‌اعلام^۱ به عنوان سهام غیرقابل دسترس برای عموم در نظر گرفته می‌شود و بنابراین به عنوان سهام شناور آزاد در نظر گرفته نمی‌شوند. بنابراین سهام شناور آزاد از فرمول زیر به دست می‌آید:

Free Float = Total Shares Outstanding – Total declarable stakeholder shares

مورنینگ‌استار سهامداران زیر را به عنوان سهامداران قابل‌اعلام تلقی می‌کند:

- مدیران شرکت^۲؛
- دولت؛
- کارکنان شرکت؛
- شرکت هلدینگ؛
- شرکت‌های تابعه؛
- سهامداری شرکت‌های عمومی (پذیرفته‌شده)؛
- صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی^۳؛
- صندوق جسورانه؛
- صندوق ثروت ملی؛
- تراست‌ها؛
- شرکت‌های مشارکتی^۴؛

۱ . Declarable Stakeholder

۲ . Officer/Director

۳ . Private Equity Fund

۴ . Joint Venture:

یک مشارکت استراتژیک است که دو یا چند شرکت برای توسعه یک پروژه خاص با همدیگر همکاری می‌کنند.



۴-۱- شرکت بلومبرگ (Bloomberg)

بلومبرگ سهام در دسترس برای انجام معامله در بازار را به عنوان سهام شناور آزاد تعریف می‌کند. به عبارت دیگر، بخشی از سهام منتشر شده شرکت که در اختیار سهامداران راکد^۱ قرار ندارد به عنوان سهام شناور آزاد شناخته می‌شود. بنابراین برای محاسبه سهام شناور آزاد می‌توان از فرمول زیر استفاده کرد:

$$\text{Float Shares} = \text{Total Shares Outstanding} - \text{Stagnant Shares}$$

طبق گزارش بلومبرگ، سهامداران زیر به عنوان سهامداران راکد تلقی می‌شوند:

- بانک مرکزی؛
- دولت؛
- مؤسسان شرکت؛
- کارکنان شرکت؛
- شرکت‌های هلدینگ؛
- دارندگان اطلاعات نهانی؛
- اشخاص ثبت شده^۲؛
- تراست‌ها؛
- شرکت‌های پذیرفته شده.

از طرفی سهام در اختیار انواع سهامداران زیر به عنوان سهام شناور آزاد در نظر گرفته می‌شود:

- بانک؛
- صندوق پوشش ریسک،
- صندوق وقف^۳؛
- صندوق ثروت ملی؛
- شرکت بیمه؛
- مشاور سرمایه‌گذاری؛
- صندوق بازنشستگی؛

لازم به ذکر است صرف نظر از نوع سهامدار، سهامدارانی که بیش از ۲۵ درصد از سهام منتشر شده شرکت را در اختیار دارند

۱. Stagnant Shareholders

۲. Registered Individual:

اشخاصی که به منظور معامله یا مشاوره از طرف یک شرکت ثبت شده، حداقل در یکی از کشورها ثبت شده باشند. شرکت ثبت شده به شرکتی گفته می‌شود که به عنوان یک معامله‌گر سرمایه‌گذاری (investment dealer)، معامله‌گر صندوق سرمایه‌گذاری مشترک (mutual fund dealer) یا یک مشاور نامحدود (unrestricted adviser) در یکی از کشورها ثبت شده باشند.

۳. Endowment



به عنوان سهامداران راكد در نظر گرفته می‌شوند.

۱-۵- نهاد ناظر اوراق بهادار و بازارهای اروپا (ESMA)^۱

مطابق با گزارش منتشر شده توسط نهاد ناظر اوراق بهادار و بازارهای اروپا، سهام شناور آزاد به عنوان یکی از عوامل مهم برای محاسبات شاخص و تعیین نقدشوندگی سهام مورد استفاده قرار می‌گیرد. بر این اساس، سهامی که ارزش شناور آزاد آنها حداقل ۵۰۰ میلیون یورو بوده و حداقل یکی از شرایط زیر را داشته باشد به عنوان سهام نقدشونده در نظر گرفته می‌شوند:

- میانگین تعداد معاملات روزانه سهام حداقل ۵۰۰ باشد؛ یا
- میانگین ارزش روزانه معاملات حداقل ۲ میلیون یورو باشد.

بنابراین نحوه تعیین سهام شناور آزاد می‌تواند نقش مهمی در تعیین طبقه نقدشوندگی سهام و همچنین محاسبات شاخص ایفا کند. بدین منظور نهاد ناظر اوراق بهادار و بازارهای اروپا همانند سایر نهادهای معتبر بین‌المللی به بررسی و تعریف سهام شناور آزاد پرداخته است.

طبق تعریف ارایه شده توسط نهاد ناظر اوراق بهادار و بازارهای اروپا، سهام شناور آزاد شرکت به بخشی از سهام منتشرشده شرکت گفته می‌شود که در اختیار سهامداران با بیش از ۵ درصد از کل حق رأی شرکت قرار ندارد مگر اینکه این سهامداران، صندوق‌های بازنشستگی یا طرح‌های سرمایه‌گذاری جمعی^۲ باشند.

۱-۶- مؤسسه مالی شرکتی (CFI)^۳

سهام شناور آزاد به سهام یک شرکت اطلاق می‌شود که قابل معامله عمومی بوده و محدودیتی برای معامله آن وجود ندارد. به عبارت دیگر، این اصطلاح برای توصیف تعداد سهامی که برای معامله در بازار ثانویه در دسترس عموم است استفاده می‌شود. طبق اطلاعات منتشر شده در سایت مؤسسه مالی شرکتی، برای محاسبه تعداد سهام شناور آزاد شرکت از فرمول زیر استفاده می‌شود. این فرمول نشان می‌دهد که برای به دست آوردن تعداد سهام شناور آزاد شرکت باید سهام محدودشده و سهام متعلق به اشخاص عمده و راهبردی^۴ را از تعداد کل سهام منتشر شده شرکت کسر کنیم.

Free Float = Outstanding Shares – Restricted Shares – Closely held Shares

- سهام محدودشده به سهامی اشاره دارد که تا زمانی که شرایط خاصی برآورده نشوند، قابل انتقال نیستند. سهام محدودشده عموماً در اختیار مدیریت شرکت مانند مدیران اجرایی است.

۱ . European Securities and Markets Authority (ESMA):

نهاد ناظر بر بازارهای اروپایی است.

۲. Collective Investment Scheme

۳ . Corporate Finance Institute (CFI):

مؤسسه مالی شرکتی که یک شرکت کانادایی است از ارایه‌دهندگان آموزش مالی و بانکداری پیشرو در دنیا به شمار می‌رود که بسیاری از بنگاه‌ها و سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در سراسر دنیا از امکانات این شرکت بهره می‌برند.

۴. Closely-held Shares



- سهام متعلق به اشخاص عمده و راهبردی به سهامی اطلاق می‌شود که معمولاً برای مدت بسیار طولانی نگهداری می‌شوند که به عنوان مثال می‌توان به سهام در اختیار سهامداران عمده شرکت و دارندگان اطلاعات نهانی اشاره کرد.

۱-۷- کارگزاری رایین‌هود

از لحاظ محاسبه میزان سهام شناور آزاد یک شرکت، دیدگاه کارگزاری رایین‌هود مشابه مؤسسه مالی شرکتی است بدین معنی که سهام شناور آزاد یک شرکت شامل سهام منتشر شده آن منهای سهام متعلق به اشخاص عمده و راهبردی و سهام محدود شده می‌باشد.

لازم به ذکر است که شرکت کارگزاری رایین‌هود یکی از مهمترین شرکت‌های کارگزاری برخط بدون کمیسیون^۱ یا با کمیسیون صفر^۲ واقع در کالیفرنیا، آمریکا است که در سال ۲۰۱۳ میلادی تأسیس شد. این کارگزاری با ارائه خدمات معاملاتی با کمیسیون صفر به مشتریان، دنیای سرمایه‌گذاری را با تغییرات قابل توجهی مواجه کرد.

۱ . Commission-Free

۲ . Zero Commission



۲- تعریف سهام شناور آزاد از دیدگاه بورس های اوراق بهادار منتخب

۱-۲- بورس مالزی

سهام شناور آزاد به بخشی از سهام منتشرشده شرکت گفته می شود که به طور آزادانه قابل معامله است. برای محاسبه تعداد سهام شناور آزاد شرکت باید از تعداد کل سهام منتشر شده شرکت، سهام زیر را کسر کنیم:

• سهام محدودشده شامل:

✓ سهام متعلق به مؤسسان و مدیران شرکت و/یا اعضای خانواده آنها؛

✓ سهام کارکنان؛

✓ سهام متعلق به دولت و شرکت های وابسته به دولت؛

✓ سهامداری متقاطع^۱؛

• سهام در اختیار صندوق های بازنشستگی، صندوق های بیمه^۲ و شرکت های سرمایه گذاری که دارای پرتفوی بیش از ۳۰ درصد از سهام شرکت هستند^۳.

به عبارت دیگر، سهام شناور آزاد از رابطه زیر به دست می آید:

$$\text{Actual Free Float} = 1 - \sum (\text{Restricted Shareholding} + \text{Portfolio Holding of } > 30\%)$$

ضریب شناور آزاد هر شرکت برای محاسبه در شاخص بورس مالزی مطابق با ضریب تعیین شده در جدول زیر مشخص می شود که در آن درصد سهام شناور آزاد هر شرکت در طبقات مختلفی تقسیم بندی شده و حد بالای هر طبقه به عنوان ضریب شناور آزاد شرکت در نظر گرفته می شود. به عنوان مثال اگر درصد سهام شناور آزاد شرکتی بین ۲۰ تا ۳۰ درصد باشد ضریب شناور آزاد برای محاسبه در شاخص بورس برابر ۳۰ درصد یعنی حد بالای طبقه در نظر گرفته می شود. لازم به ذکر است شرکت هایی که درصد سهام شناور آزاد آنها کمتر از ۱۵ درصد است در محاسبات شاخص بورس مالزی^۴ وارد نمی شوند. از طرفی اگر درصد سهام شناور آزاد شرکتی بالای ۷۵ درصد باشد، ضریب شناور آزاد مطابق جدول زیر برابر ۱۰۰ درصد در نظر گرفته می شود.

۱. Cross Holdings

۲. Insurance Fund

۳. Portfolio Holding of >۳۰٪

۴. FTSE Bursa Malaysia KLCI Index:

شاخص اصلی بورس مالزی است که شامل ۳۰ شرکت بزرگ پذیرفته شده در تابلوی اصلی بورس مالزی از لحاظ ارزش بازاری است که الزامات نقدشوندگی و سهام شناور آزاد را رعایت می کنند.



جدول ۱: تعیین ضریب شناور آزاد در محاسبات شاخص در بورس مالزی

Free Float	Band
Less than 15%	Ineligible for inclusion
15% - 20%	20%
20% - 30%	30%
30% - 40%	40%
40% - 50%	50%
50% - 75%	75%
Greater than 75%	100%

۲-۲- گروه بورس ژاپن^۱

سهام شناور آزاد به سهامی گفته می‌شود که برای معامله در بازار قابل دسترس است در غیر این صورت به عنوان سهام غیرشناور در نظر گرفته می‌شود. گروه بورس ژاپن برای محاسبه میزان سهام شناور آزاد، ابتدا تعداد سهام غیرشناور را محاسبه کرده و سپس آن را از تعداد کل سهام پذیرفته‌شده شرکت کم می‌کند. طبق گزارش گروه بورس ژاپن سهام زیر به عنوان سهام غیرشناور تلقی می‌شود:

- سهام متعلق به ۱۰ سهامدار عمده برتر به استثنای برخی شرکت‌ها همچون شرکت‌های سپرده‌گذاری اوراق بهادار^۲، شرکت‌های مالی اوراق بهادار^۳ و تحت شرایط خاص شرکت‌های بیمه، بانک‌های تراست^۴، شرکت‌های امانی جهانی^۵، تراست‌های برتر^۶ و شرکت‌های اوراق بهادار^۷ (همچون شرکت‌های کارگزاری)؛
- سهام خزانه؛
- سهام متقاطع^۸؛
- سهام متعلق به اعضای هیأت مدیره شرکت و سایر نمایندگان؛
- سهام در اختیار سایر شرکت‌های پذیرفته‌شده؛

۱. Japan Exchange Group (JPX)

۲. Securities Depositories

۳. Securities Finance Companies:

شرکت‌های تأمین مالی اوراق بهادار به شرکت‌هایی گفته می‌شود که به طور تخصصی در وام‌دهی و وجوه برای معاملات اعتباری و وام‌دهی اوراق بهادار مورد نیاز برای بازار اوراق بهادار فعالیت می‌کنند.

۴. Trust banks

۵. Global Custodians:

نهادهایی هستند که به عنوان امانتدار مشتریان اقدام به نگهداری اوراق بهادار یا سایر دارایی‌های مالی معامله‌شده مشتریان می‌کنند.

۶. Master Trusts

۷. Securities Companies

۸. Cross-Share Holdings



- سایر سهامی که از نظر گروه بورس ژاپن قابل دسترس برای معامله در بازار تلقی نمی‌شود.

گروه بورس ژاپن برای محاسبه ضریب سهام شناور آزاد در محاسبات شاخص از طبقه‌بندی‌های مختلفی استفاده می‌کند که در جدول زیر آورده شده است. مطابق جدول زیر، درصد سهام شناور آزاد در هر طبقه به حد بالای آن طبقه گرد شده و به عنوان ضریب شناور آزاد به شمار می‌رود. به عنوان مثال اگر درصد سهام شناور آزاد شرکتی بین ۱۰ تا ۱۵ درصد باشد ضریب سهام شناور آزاد برای لحاظ شدن در محاسبات شاخص ۱۵ درصد یعنی حد بالای طبقه در نظر گرفته می‌شود.

جدول ۲: تعیین ضریب شناور آزاد در محاسبات شاخص در بورس ژاپن

درصد سهام شناور آزاد	≤ 0.05	≤ 0.10	≤ 0.15	≤ 0.20	≤ 0.25	≤ 0.30	≤ 0.35	≤ 0.40	≤ 0.45		
ضریب سهام شناور آزاد	0.05	0.10	0.15	0.20	0.25	0.30	0.35	0.40	0.45		
	≤ 0.50	≤ 0.55	≤ 0.60	≤ 0.65	≤ 0.70	≤ 0.75	≤ 0.80	≤ 0.85	≤ 0.90	≤ 0.95	≤ 1.00
	0.50	0.55	0.60	0.65	0.70	0.75	0.80	0.85	0.90	0.95	1.00

اما نکته‌ای قابل توجهی که در گروه بورس ژاپن وجود دارد این است که اگر سهام شرکتی از نقدشوندگی پایینی برخوردار باشد (با توجه به معاملات گذشته سهم نسبت به ارزش بازاری آن) برای به دست آوردن سهام شناور آزاد شرکت در محاسبات شاخص‌های بورس ژاپن^۱، سهام شناور آزاد شرکت در یک ضریب نقدشوندگی ثابت^۲ معادل ۰/۷۵ ضرب می‌شود. لازم به ذکر است که تا پایان جولای ۲۰۱۸ میلادی، این ضریب ثابت برای حدود یک دهم از شرکت‌های حاضر در شاخص تاپیکس مورد استفاده قرار گرفته است.

توجه به این نکته ضروری است که ضریب نقدشوندگی ثابت تنها برای محاسبات شاخص‌های بورس ژاپن اعمال می‌شود و در طبقه‌بندی شرکت‌ها در بازارهای بورس مورد استفاده قرار نمی‌گیرد. گروه بورس ژاپن در الزامات مربوط به طبقه‌بندی بازارها به جای سهام شناور آزاد از سهام قابل معامله^۳ استفاده می‌کند. طبق اطلاعات منتشر شده در سایت گروه بورس ژاپن، برای محاسبه سهام قابل معامله باید تعداد کل سهام پذیرفته‌شده شرکت را از سهام زیر کم کرد:

- سهام در اختیار سهامداران عمده با بیش از ۱۰ درصد سهام کل شرکت؛
- سهام در اختیار هیأت مدیره، مدیران شرکت و نمایندگان آنها؛
- سهام خزانه؛
- سهام در اختیار بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و شرکت‌های تجاری^۴ در ژاپن؛

۱ . TOPIX Index

۲ . Fixed Liquidity Factor

۳ . Tradable Shares:

لازم به ذکر است که بورس ژاپن در حال حاضر دارای سه بازار برتر، استاندارد و رشد است که نسبت سهام قابل معامله مورد نیاز برای حضور در این بازارها به ترتیب حداقل ۳۵، ۲۵ و ۲۵ درصد است.

۴ . Business Corporations



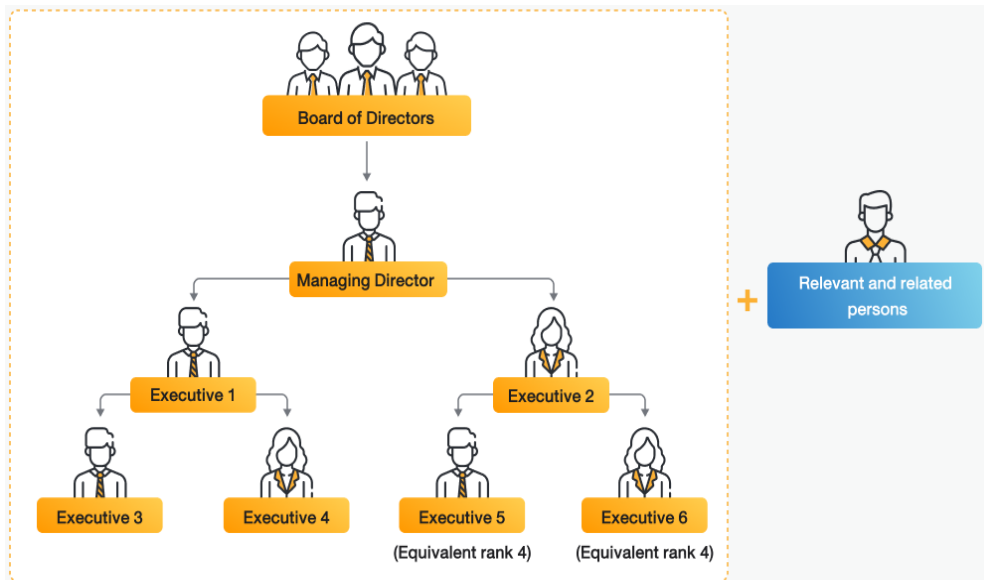
- سایر سهامی که از نظر بورس غیرقابل معامله تلقی می‌شود.

۲-۳- بورس اوراق بهادار تایلند

سهام شناور آزاد به سهامی گفته می‌شود که در اختیار سهامداران استراتژیک شرکت که نقش فعالی در مدیریت شرکت دارند، نباشد. طبق اطلاعات منتشر شده در سایت بورس تایلند، سهامداران زیر جزو سهامداران استراتژیک شرکت به شمار می‌روند:

- مدیر عامل یا چهار مدیر اجرایی اول مدیر عامل^۱ و هر فردی که در سمتی معادل چهارمین مدیر اجرایی قرار دارد. همچنین سهامداری افراد مرتبط با این اشخاص نیز باید جزو سهامداری استراتژیک لحاظ شود.

شکل ۱: ترکیب مدیرعامل و مدیران اجرایی شرکت به عنوان سهامداران استراتژیک شرکت



- سهامدارانی که بیش از ۵ درصد از سهام شرکت را در اختیار دارند. لازم به ذکر است که سهامداری اشخاص وابسته به سهامداران بالای ۵ درصد نیز باید لحاظ شود به استثنای شرکت‌های اوراق بهادار، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های بیمه عمر، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، صندوق‌های تأمین اجتماعی، صندوق‌های بازنشستگی یا سایر صندوق‌های تأییدشده توسط قانون مربوطه (در صورتی که نمایندگان این صندوق‌ها در مدیریت شرکت دارای نماینده باشند، سهام در اختیار آنها به عنوان سهام شناور آزاد محاسبه نخواهد شد).
- اشخاص کنترلی نیز به عنوان سهامداران استراتژیک شرکت در نظر گرفته می‌شوند. اشخاص کنترلی به افرادی اطلاق می‌شود که به طور قابل توجهی بر سیاست‌گذاری، مدیریت یا عملیات شرکت تأثیرگذار هستند. صرف نظر از اینکه چنین نفوذی از طریق سهامداری به دست آمده باشد یا از طریق قرارداد یا هر روش دیگری، این اصطلاح دارای یکی از ویژگی‌های زیر است:

۱. Managing Director or the First Four Executives



- ✓ اشخاصی که به طور مستقیم یا غیرمستقیم دارای حق رأی بیش از ۲۵ درصد از کل سهام واجد شرایط رأی هستند.
- ✓ اشخاصی که می‌توانند بر انتصاب یا برکناری مدیر شرکت کنترل داشته باشند؛
- ✓ اشخاصی که می‌توانند بر افراد مسئول سیاست‌گذاری تجاری، مدیریت یا عملیات شرکت کنترل داشته باشند تا در ایجاد خط‌مشی، مدیریت یا عملیات از آنها پیروی کنند.
- ✓ اشخاصی که در عملیات یک شرکت مشارکت دارند یا مسئولیت عملیات شرکت را به روشی مشابه یک مدیر اجرایی یا هر مقام ارشد دیگر شرکت انجام می‌دهند.

۲-۴- بورس لندن

طبق الزامات تعیین شده برای سهام شناور آزاد توسط بورس لندن، سهام منتشر شده شرکت به غیر از موارد زیر به عنوان سهام شناور آزاد تلقی می‌شود:

- سهام در اختیار مدیران شرکت یا اعضای گروه؛
- سهام در اختیار افراد مرتبط یا وابسته با مدیران شرکت یا اعضای گروه؛
- سهام کارکنان شرکت؛
- سهام متعلق به صندوق‌های بازنشستگی؛
- سهام در اختیار شخصی که حق منصوب کردن مدیر را دارد؛
- سهامدارانی که حداقل ۵ درصد از سهام شرکت را در اختیار دارند.

۲-۵- بورس پاکستان

سهام شناور آزاد، بخشی از کل سهام منتشر شده توسط یک شرکت است که به راحتی برای معامله در بورس اوراق بهادار پاکستان در دسترس است. طبق گزارش منتشر شده توسط بورس پاکستان، سهام زیر به عنوان سهام شناور آزاد تلقی نمی‌شود:

- سهام در اختیار مدیران / حامیان^۱ / ارتقادهندگان^۲ شرکت و افراد وابسته؛
- سهام متعلق به دولت؛
- سهام متعلق به شرکت‌های وابسته یا شرکت‌های گروه (سهامداری متقاطع)؛
- سهام در اختیار کارمندان شرکت؛
- سهام خزانه؛
- سایر سهام غیرقابل دسترس برای معامله (سهام قفل‌شده) در دوره عادی معاملات.

۱. Sponsors

۲. Promoters



بورس پاکستان برای هر یک از شرکت یک ضریب شناور آزاد تعیین می‌کند. بدین منظور بورس پاکستان سهام شناور آزاد شرکت‌ها را در ۲۰ طبقه تقسیم‌بندی می‌کند و با توجه به اینکه درصد سهام شناور آزاد شرکت در کدام طبقه قرار داشته باشد ضریب سهام شناور آزاد تعیین می‌شود به این صورت که درصد سهام شناور آزاد هر شرکت به حد بالای آن طبقه گرد می‌شود که در جدول زیر نشان داده شده است. به عنوان مثال اگر درصد سهام شناور آزاد شرکت بین ۳۰ تا ۳۵ درصد باشد ضریب سهام شناور آزاد برای محاسبات شاخص به حد بالای آن یعنی ۳۵ درصد گرد می‌شود.

جدول ۳: تعیین ضریب شناور آزاد در محاسبات شاخص در بورس اوراق بهادار پاکستان

% Free-Float	Free-Float Factor
>0 – 5%	0.05
>5 – 10%	0.10
>10 – 15%	0.15
>15 – 20%	0.20
>20 – 25%	0.25
>25 – 30%	0.30
>30 – 35%	0.35
>35 – 40%	0.40
>40 – 45%	0.45
>45 – 50%	0.50
>50 – 55%	0.55
>55 – 60%	0.60
>60 – 65%	0.65
>65 – 70%	0.70
>70 – 75%	0.75
>75 – 80%	0.80
>80 – 85%	0.85
>85 – 90%	0.90
>90 – 95%	0.95
>95 – 100%	1.00

۲-۶- بورس آتن

برای محاسبه تعداد سهام شناور آزاد باید سهامی که در اختیار اشخاص زیر است از تعداد کل سهام منتشر شده شرکت کسر شود:

- اعضای هیئت مدیره، مدیران اجرایی و بستگان درجه یک آنها؛
- سهامدارانی که حداقل ۵ درصد سهام سرمایه‌ای شرکت را در اختیار دارند؛
- سهامداران فعلی شرکت که یک سال قبل از ارائه درخواست شرکت برای پذیرش در بورس، اقدام به خرید سهام شرکت کرده‌اند، به استثنای سرمایه‌گذاران نهادی یا شرکت‌های جسورانه.



۲-۷- بورس فرانکفورت

سهام شناور آزاد به سهامی اطلاق می‌شود که در مالکیت سهامداران عمده نیست و می‌تواند توسط عموم خریداری و معامله شود. لازم به ذکر است که در بورس فرانکفورت سهامداران عمده به آن دسته از سهامداران شرکت گفته می‌شود که بیش از ۵ درصد از کل سهام شرکت را در اختیار دارند.



۳- تعریف سهام شناور آزاد در بازار سرمایه ایران

مقررات مربوط به محاسبه ضریب شناور آزاد در بازار سرمایه ایران، تحت عنوان ضوابط محاسبه سهام شناور آزاد در تاریخ ۱۳۸۹/۵/۱۱ به تصویب شورای عالی بورس و اوراق بهادار رسیده است. بر اساس ماده ۲ این ضوابط سهام شناور آزاد از حاصل ضرب ضریب شناوری در مجموع سهام سهامداران غیرمدیریتی ناشر به دست می‌آید. طبق بند ۲ ماده یک این ضوابط سهامداران مدیریتی ناشر شامل سهامداران زیر هستند:

- اشخاص حقیقی که به واسطه سهامداری خود، اقوام نسبی از طبقه اول و دوم و یا اشخاص حقوقی تحت کنترل خود، مجموعاً مساوی یا بیشتر از ۵ درصد سهام ناشر را داشته باشند.
- اشخاص حقوقی که به واسطه سهامداری خود، اشخاص حقوقی تحت کنترل و یا اشخاص حقوقی با کنترل‌کننده مشترک مجموعاً مساوی یا بیشتر از ۵ درصد سهام ناشر را داشته باشند.

از طرفی طبق بند ۵ ماده یک ضوابط یادشده، ضریب شناوری عبارت است از حاصل تقسیم تعداد روزهایی از دوره مالی ناشر که طی آن معاملات سهم در بازار عادی بیش از ۰/۰۰۰۱ (یک صدم درصد) تعداد سهام ناشر می‌باشد بر نصف روزهای معاملاتی آن دوره و حداکثر معادل یک می‌باشد. به عبارت دیگر برای محاسبه ضریب شناوری تعداد روزهایی که بیش از یک صدم درصد از کل سهام منتشرشده شرکت معامله شده باشد بر نصف روزهای معاملاتی دوره مورد نظر تقسیم می‌شود. البته اگر سهام شرکت در بیش از نصف روزهای معاملاتی به مقداری بیشتر از یک صدم درصد از سهام منتشره معامله شده باشد و حاصل کسر یادشده بیش از یک شود، عدد یک برای این ضریب در نظر گرفته می‌شود. مشخص است که در تدوین ضوابط یادشده به صرف پتانسیل و قابلیت معاملاتی سهام شرکت‌ها بسنده نشده و ضریب شناوری به عنوان یک پارامتر معاملاتی وارد محاسبات سهام شناور آزاد شده است. بدین ترتیب مقدار یک صدم درصد از سهام منتشره به عنوان حد مطلوب معاملاتی شرکت‌ها در نظر گرفته شده و ضریب شناوری به گونه‌ای تعریف شده که اگر شرکتی در بیش از نیمی از روزهای معاملاتی به میزانی کمتر از مقدار یادشده، معامله شده باشد، میزان سهام شناور آن کمتر از سهام غیرمدیریتی محاسبه شود. به بیان دیگر بر اساس تعریف ارائه شده در ضوابط مذکور، به طور کلی سهام شناور شرکت‌ها برابر با سهام غیرمدیریتی است اما اگر تعداد روزهایی که در آن کمتر از یک صدم درصد از سهام منتشره شرکت معامله شده، از نصف روزهای معاملاتی دوره مورد نظر بیشتر باشد، ضریب شناوری کمتر از یک شده و از میزان سهام شناور (نسبت سهام غیرمدیریتی) خواهد کاست. بدین ترتیب بر اساس ضوابط یادشده در محاسبه سهام شناور نه تنها ساختار مالکیتی شرکت که میزان معاملات آن نیز مؤثر خواهد بود.

روش مورد محاسبه برای سهام شناور آزاد بر اساس مقررات یادشده به دلیل استفاده از ضریب شناوری با آنچه در عرصه جهانی مورد استفاده قرار می‌گیرد، متفاوت است. بر اساس مطالعات این گزارش، به طور کلی در محاسبه سهام شناور به امکان‌پذیری انجام معامله و نه لزوماً انجام معامله توجه می‌شود. از دیگر سو تقریباً تمامی بورس‌های مطالعه‌شده میزان سهام شناور را در طبقات از پیش تعیین‌شده قرار داده و حد بالایی طبقه را برای سهام شناور شرکت در نظر می‌گیرند. همان طور که در بخش‌های پیشین گزارش ملاحظه شد، تنها بورس ژاپن برای محاسبه سهام شناور از ضریبی کاهنده برای شرکت‌هایی



که نقدشوندگی اندکی دارند استفاده می‌کند، اما باید به این نکته توجه شود که حتی بورس ژاپن نیز این ضریب را تنها برای محاسبات شاخص لحاظ می‌کند و در طبقه‌بندی شرکت‌ها در بازارهای خود در نظر نمی‌گیرد.

نکته مهم این است که مقدار سهام شناور آزاد نه تنها در مباحث معافیت‌های مالیاتی که در طبقه‌بندی شرکت‌ها در تابلوها و بازارها و همچنین در محاسبات شاخص نیز مورد استفاده قرار می‌گیرد. یکی از معیارهای اساسی در طبقه‌بندی بازارها، سهام شناور آزاد است و اعمال ضریب شناوری با کاهش سهام شناور آزاد شرکت‌ها می‌تواند منجر به تغییر تابلو و بازار شرکت شده و سهام شرکت را به تابلوهای پایین‌تر بورس منتقل کند. برای درک اثر اعمال ضریب شناوری بر سهام شرکت می‌توان به سهام شرکت صنایع پتروشیمی خلیج فارس (فارس) اشاره کرد. شرکت صنایع پتروشیمی خلیج فارس دارای ۲۷/۵ درصد سهامداری غیرمدیریتی است که مطابق با مطالعات جهانی باید به عنوان سهام شناور آزاد شرکت در نظر گرفته شود. این شرکت به عنوان یکی از سه شرکت بزرگ بورس تهران و بازار سرمایه ایران که بیش از ۷٪ از ارزش بورس تهران را در اختیار دارد با توجه به برآوردن دیگر معیارها و پارامترها باید در بازار اول تابلوی اصلی بورس تهران پذیرش و درج شود؛ اما با اعمال ضریب شناوری ۲۷ درصدی، سهام شناور آزاد این شرکت به ۷/۴ درصد^۱ کاهش یافته و منجر به تنزل بازار این شرکت و حضور آن در بازار دوم بورس تهران شده است. بدین ترتیب صرفاً با اعمال ضریب شناوری، سهام یکی از سه شرکت بزرگ بازار سرمایه در دو تابلو پایین‌تر از آنچه باید، معامله می‌شود. این امر در تعداد دیگری از شرکت‌های بورس تهران نیز قابل مشاهده است.

۱. سهام شناور آزاد ۷/۴ درصدی مربوط به تاریخ ۱۴۰۲/۹/۳۰ است.



جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

سهام شناور آزاد به آن بخش از سهام شرکت گفته می‌شود که به طور آزادانه قابلیت معامله در بورس را داشته باشد. به عبارت دیگر، آن بخش از سهام شرکت که از پتانسیل معاملاتی بالایی برخوردار باشد به عنوان سهام شناور آزاد در نظر گرفته می‌شود. مطالعات نشان می‌دهد که برای تعیین سهام شناور آزاد یک شرکت باید سهام غیرشناور آن را از کل سهام منتشر شده شرکت کسر کنیم. تعریف سهام غیرشناور از دیدگاه بورس‌ها و نهادهای بین‌المللی معتبر دارای اختلاف اندکی است به طوری که می‌توان گفت سهام غیرشناور به سهامی گفته می‌شود که در اختیار سهامداران استراتژیک بلندمدت شرکت قرار دارد که هدف آنها از نگهداری سهام، کنترل شرکت است.

براساس مطالعات انجام شده در تهیه این گزارش برای محاسبه میزان سهام شناور آزاد به غیر از بورس ژاپن، سایر بورس‌ها و نهادهای معتبر بین‌المللی مورد بررسی از ضریب شناوری استفاده نمی‌کنند. استفاده از این ضریب در بورس ژاپن نیز تنها برای محاسبه شاخص انجام می‌شود و در طبقه‌بندی شرکت‌ها مورد استفاده قرار نمی‌گیرد. بررسی‌ها حاکی از آن است که بورس‌های اوراق بهادار سهام شناور آزاد شرکت‌ها را در طبقات مختلف تقسیم‌بندی می‌کنند و سپس آن را به حد بالای طبقه گرد می‌کنند. به عنوان مثال اگر حدود یکی از طبقات سهام شناور آزاد ۲۰ تا ۲۵ درصد بوده و سهام شناور آزاد شرکت ۲۲ درصد باشد، سهام شناور آزاد به حد بالای طبقه یعنی ۲۵ درصد گرد شده و در محاسبات شاخص برابر ۲۵ درصد در نظر گرفته می‌شود. بنابراین با قرار دادن سهام شناور آزاد شرکت‌ها در طبقات مختلف و گرد کردن آن به حد بالای طبقه ممکن است سهام شناور آزاد بیشتر از مقدار واقعی آن تعیین شود.

در بازار سرمایه ایران سهام شناور آزاد یکی از پارامترهای مهم در انتقال شرکت‌ها بین بازارها و تابلوهای بورس است. بنابراین اعمال ضریب شناوری که باعث کاهش سهام شناور آزاد شرکت‌ها می‌شود، می‌تواند منجر به انتقال شرکت به بازارها و تابلوهای پایین‌تر بورس شود. به عنوان مثال می‌توان به سهام شرکت صنایع پتروشیمی خلیج فارس اشاره کرد که با سهام شناور آزاد (سهام غیر مدیریتی) $27/5$ درصد باید در بازار اول - تابلوی اصلی بورس تهران معامله شود اما اعمال ضریب شناوری $0/27$ باعث شده است که سهام شناور آزاد شرکت به $7/4$ درصد رسیده و در نتیجه به دو تابلو پایین‌تر یعنی بازار دوم - تابلوی اصلی منتقل شود.

بنابراین پیشنهاد می‌شود همچون سایر بورس‌ها و مؤسسات بین‌المللی، از ضریب کاهنده (دست‌کم در طبقه‌بندی شرکت‌ها و محاسبات شاخص) در محاسبه سهام شناور آزاد استفاده نشود. همچنین مقدار سهام شناور شرکت‌ها در طبقات مختلف قرار گرفته حد بالای طبقه به عنوان سهام شناور شرکت در نظر گرفته شود.



منابع

- S&P Float Adjustment Methodology, Standard & Poor's (S&P), ۲۰۲۳.
- Bloomberg Global Equity Indices Methodology, Bloomberg, ۲۰۲۳.
- Free Float Weight Calculation Methodology, JPX Market Innovation & Research, Inc, ۲۰۲۳.
- Free Float Restrictions, FTSE Russell, ۲۰۲۳.
- FTSE Bursa Malaysia Index Series, FTSE Russell & Bursa Malaysia, ۲۰۲۳.
- FTSE Bursa Malaysia Index Series: Index Review Methodology, Bursa Malaysia.
- Construction Rules for the Morningstar® PitchBook Listed Private Equity Index SM Family, Morningstar, ۲۰۲۰.
- Athens Exchange Rulebook, Athens Stock Exchange, ۲۰۱۷.
- CESR Guidebook on MiFID market transparency calculations, The Committee of European Securities Regulators, ۲۰۰۷.
- A guide to listing on London Stock Exchange, London Stock Exchange, ۲۰۱۰.
- KSE - ۳۰ Index Based on Free-Float, Pakistan Stock Exchange Limited.
- <https://www.set.or.th/en/listing/listed-company/simplified-regulations/maintaining-status/free-float>
- <https://www.boerse-frankfurt.de/en/know-how/glossary/free-float>
- <https://www.jpx.co.jp/english/equities/listing/continue/details/.۲.html>
- <https://www.deutsche-boerse.com/dbg-en/our-company/knowledge/glossary/glossary-article/Free-float-۲۴۴۳۱۲>
- <https://learn.robinhood.com/articles/۵jMfh۷۱mKws۴trSzsMTSpX/what-is-a-floating-stock/>
- <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career-map/sell-side/capital-markets/free-float/>
- https://www.bursamalaysia.com/trade/our_products_services/indices/ftse_bursa_malaysia_a_indices/ftse_bursa_malaysia_klci
- "ضوابط محاسبه سهام شناور آزاد"، مصوبات شورای عالی بورس و اوراق بهادار ایران، ۱۴۰۲.