

# بررسی شرکت‌های هلدینگ در آمریکا

پیمان جاوشی

(کارشناس نظارت بر فعالیت‌های مالی سازمان بورس و اوراق بهادار)

شرکت‌های هلدینگ<sup>۱</sup> و شرکت‌های سرمایه‌گذاری<sup>۲</sup> را کرده‌است. در مقاله حاضر با تمرکز بر قانون مربوط به فعالیت شرکت‌های عام‌المنفعه با ساختار شرکت‌های هلدینگ در آمریکا (۱۹۳۵)<sup>۳</sup> به شرح انواع طبقه‌بندی صورت گرفته در این قانون پرداخته،

1 Holding Company

2 Investment Company

3 Public Utility Holding Company Act of 1935

## چکیده:

مطالعه و بررسی فعالیت سرمایه‌گذاری در شرکت‌های تولیدی و یا خدماتی نشان از آن دارد که اهداف سودآوری سرمایه‌گذاران از رشد فعالیت و ارزش سرمایه‌گذاری صورت گرفته می‌تواند با اهداف مدیریتی و مشارکت عملیاتی در شرکت سرمایه‌پذیر همراه شود. نوع سرمایه‌گذاری و هدف از سرمایه‌گذاری موضوع مهم مورد بحث مقاله حاضر است که با بررسی فعالیت شرکت‌های هلدینگ تلاش لازم برای تفکیک طبقه‌بندی

سپس علل وجودی و لزوم تشکیل شرکت‌های هلدینگ مورد ارزیابی قرار خواهد گرفت. در ادامه به مواردی که ممکن است در تشکیل ساختار شرکت هلدینگ زمینه‌ای برای سوء استفاده اشخاص با اهدافی غیر از اهداف پیش بینی شده برای شرکت هلدینگ را فراهم آورند اشاره می‌شود. با توجه به نکات مطروحه و پیش‌بینی محدودیت‌های لازم در قانون، فعالیت شرکت‌های هلدینگ در جهت اهداف مورد نظر استمرار خواهد یافت. در

برای تفکیک شرکت‌ها و فراهم کردن امکان مقایسه‌ای بین شرکت‌های فعال ثبت شده در بورس اوراق بهادار، طبقه‌بندی‌های مختلفی بر اساس نوع فعالیت در صنعت صورت گرفته است

ناشی از تفاوت قیمت و یا بهره این اوراق بهادار هستند که با تشخیص تحلیل‌گران سرمایه‌گذاری در هنگام خرید کم‌تر از ارزش<sup>4</sup>، خریداری شده با قیمت مناسب و در زمان صحیح به فروش می‌رسند.

متن پیش رو به دنبال آن است که در نهایت تفاوت‌های ناشی از اداره تخصصی مجموعه‌های از شرکت‌های عملیاتی تحت عنوان شرکت هلدینگ (به اصطلاح شرکت مادر) با شرکت‌های سرمایه‌گذاری را به

نهایت برخی ضوابط و مقررات و احراز شرایط لازم برای دریافت مجوز مربوط به فعالیت شرکت‌های هلدینگ بیان خواهد شد.

### شرکت‌های هلدینگ و انواع آن‌ها:

اصطلاح شرکت هلدینگ<sup>5</sup> به صورت متداول برای شرح برخی ساختارهای صنعتی که به صورت متمرکز اداره می‌شوند به کار می‌رود. این اصطلاح در دهه ۱۹۳۰ برای اولین بار در آمریکا مطرح شد و تعریفی به شرح ذیل برای آن پیشنهاد شد:

یک شرکت که برای اهداف کنترلی و مدیریتی با خرید بخش اصلی سهام دارای حق رأی سایر شرکت‌ها ایجاد شده است. به زبانی ساده تر شرکتی است که در حقیقت به اداره و کنترل شرکت‌های زیرمجموعه خود می‌پردازد<sup>6</sup>. برای بیان بهتر می‌توان شرکت‌های هلدینگ را به دو بخش کلی تقسیم کرد:

۱- سود نوع اول از شرکت‌های هلدینگ منحصرأً از محل سرمایه‌گذاری بر روی اوراق بهادار مالکیتی شرکت‌های دیگر ایجاد می‌شود. این سود مشابه سود کسب شده توسط تمامی

سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی است که با قصد کسب انتفاع اقدام به خرید اوراق بهادار می‌کنند. این شرکت‌ها تحت عنوان شرکت‌های هلدینگ سرمایه‌گذاری<sup>۷</sup> نامیده می‌شوند.

۲- نوع دوم شرکت‌های هلدینگ علاوه بر جنبه‌های سودآوری شق اول شرکت‌های هلدینگ، از طریق فعالیت و انجام معاملات با شرکت‌های زیرمجموعه خود نیز منتفع می‌شوند. این شرکت‌ها تحت عنوان شرکت‌های هلدینگ مدیریتی<sup>۷</sup> نامیده می‌شوند.

**واژه‌های کلیدی:**  
شرکت هلدینگ، شرکت سرمایه‌گذاری، سازمان هر می، کمیسیون بورس و اوراق بهادار

### مقدمه:

برای تفکیک شرکت‌ها و فراهم کردن امکان مقایسه‌ای بین شرکت‌های فعال ثبت شده در بورس اوراق بهادار، طبقه‌بندی‌های مختلفی بر اساس نوع فعالیت در صنعت صورت گرفته است. برای بررسی این طبقه‌بندی در یک نگاه می‌توان شرکت‌ها را به دو بخش صنعتی و سرمایه‌گذاری تفکیک کرد. شرکت‌های صنعتی با استفاده از تخصص، توان تولید و ارائه خدمات خود فعالیت می‌کنند و از فروش خدمات و تولیدات خود منتفع می‌شوند.

دسته دوم تحت عنوان شرکت‌های سرمایه‌گذاری با هدف کسب سود و حداکثر کردن ثروت سهام‌داران خود اقدام به ارائه خدمات تخصصی در زمینه مدیریت یک مجموعه سرمایه‌گذاری می‌کنند. از آن‌جا که فعالیت این‌گونه نهادها مالی تأثیر به‌سزایی بر روند و هدایت بازار مالی دارد لذا نظارت مستمر بر نحوه فعالیت آن‌ها برای هم‌راستا کردن اهداف شرکت‌های سرمایه‌گذاری با اهداف کلان بازار مالی اجتناب ناپذیر است. بنابراین آن‌چنان که از تعریف بر می‌آید

شرکت‌های سرمایه‌گذاری توان اداره یک مجموعه عملیاتی فعال را نخواهند داشت و تنها با بررسی و ارزش‌گذاری اوراق بهادار مربوط به مجموعه‌های مختلف و استفاده از ابزارهای مختلف خرید و فروش به موقع اوراق بهادار شرکت‌های عملیاتی (ویا ابزارهای مالی، اسناد بدهی، ...) به دنبال کسب بازدهی

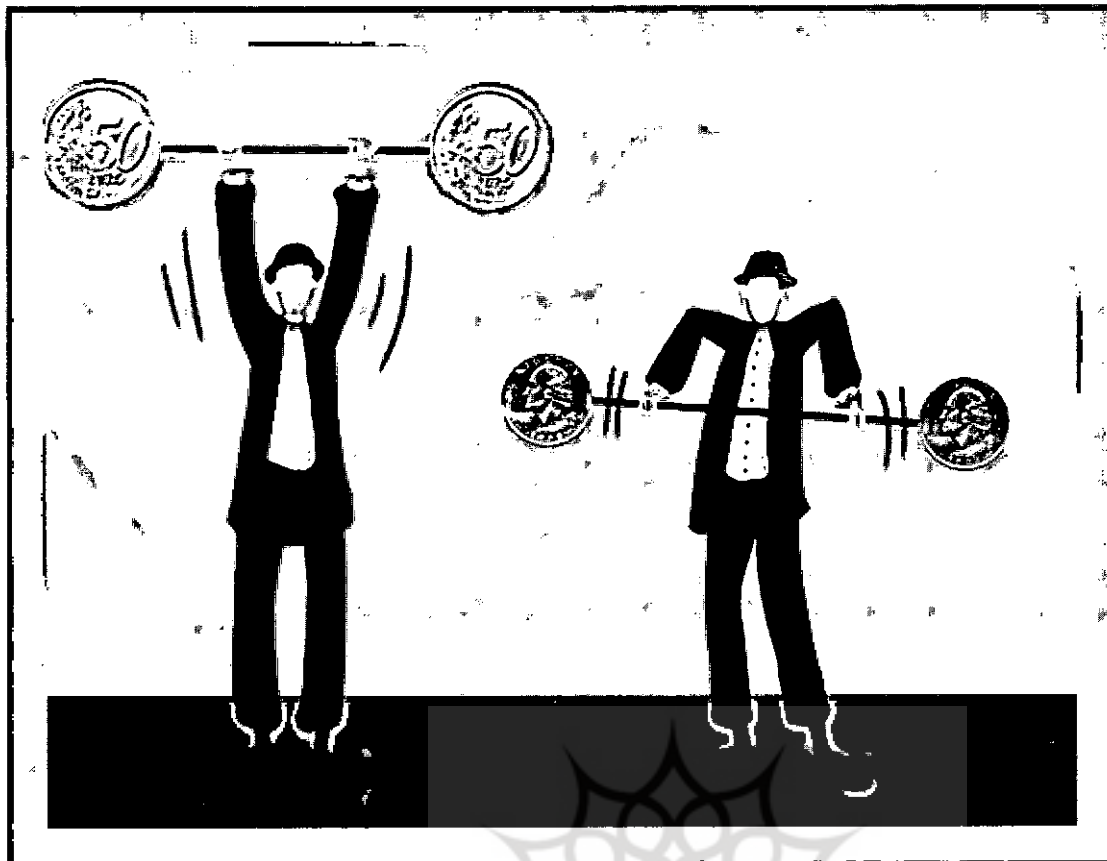
اصطلاح "شرکت هلدینگ" به صورت متداول برای شرح برخی ساختارهای صنعتی که به صورت متمرکز اداره می‌شوند به کار می‌رود

4 Undervalue

5 William E. Mosher and Finla G. Crawford, Public Utility Regulation, New York: Harper and Brothers, 1933, p. 322.

6 Investment Holding Company

7 Management Holding Company



می یابد ولی نوع ارتباط و حوزه فعالیت تا حدودی تعریف شده، مشخص و کنترل شده است. بنابراین انواع هلدینگ که در این زمینه فعالیت می کنند موظف به رعایت چارچوب تعیین شده توسط قانون و رعایت برنامه های سرمایه گذاری اعلام شده توسط شرکت است.

■ شرکت های هلدینگ فعال در شهرهای بزرگ<sup>۱۱</sup>: این نوع از شرکت های هلدینگ محدود به فعالیت در شهرهای بزرگ شده، از حوزه فعالیت تعیین شده برای ارائه خدمات خارج نمی شوند. هدف از ایجاد این محدودیت تعیین چارچوب خدماتی شرکت است و به قصد اداره یک مجموعه از سرمایه گذاری و بازار مالی در جهت هدایت شده است.

■ شرکت های هلدینگ بزرگ<sup>۱۲</sup>: این شرکت ها برای سرمایه گذاری در سایر شرکت های مادری که می توانند در سه گروه بالا فعالیت کنند ایجاد شده است. در همان سال های ابتدای فعالیت شرکت های هلدینگ، فعالیت این طبقه از شرکت ها با سرعت بالایی گسترش یافت. اما سوالی که ممکن است در این جا مطرح شود به هدر رفتن نیروی مدیریتی تخصصی است که در

در همان بدو آغاز فعالیت شرکت های هلدینگ در دهه ۱۹۳۰، چهار نوع از شرکت هایی که از حیث فعالیت در این گروه طبقه بندی می شدند به شرح ذیل به وجود آمدند:

اطمینان از ادامه فعالیت نیز از مزایای مهمی است که می تواند با کاهش هزینه های مربوط به تأمین مالی، سودآوری شرکت را افزایش دهد

■ شرکت های هلدینگ سرمایه گذاری متنوع<sup>۸</sup>: این مجموعه از سرمایه گذاری محدود به مرز مشخصی نمی شود و با ایجاد روابط الکترونیک سعی در گسترش مرز فعالیت خود داشته، به یک محدوده جغرافیایی منحصر نمی شوند. آن چنان که از تعریف برمی آید متنوع کردن سرمایه گذاری هلدینگ شامل نوع سرمایه گذاری و محل سرمایه گذاری

توانان بوده، که با مهم ترین هدف کاهش ریسک سرمایه گذاری یا سایر اهدافی نظیر گسترده کردن بازار هدف به قصد کسب منافع بیشتر صورت می گیرد.

■ شرکت های هلدینگ شبکه ارتباط گسترده<sup>۹</sup>: در این مجموعه نیز هم چون نوع متنوع سرمایه گذاری محدوده فعالیت گسترش

8 Public Utility Act of 1935; Public Law No. 333; Sec. 2(a)(7)(1935).

9 The Diversified Investment Type

10 The Large Connected Type

11 The Large City Type

12 The Super Holding Company

نگاه اول مدیریت بر یک مجموعه مدیریت شده را کاری بیهوده قلمداد می‌شود. اما واقعیت آن است که شرکت‌های هلدینگ بزرگ برای برداشتن برخی محدودیت‌های فعالیتی هلدینگ‌ها و نیز حمایت از هلدینگ‌هایی که به علت ماهیت وجودی خود ریسک سرمایه‌گذاری بالایی را متحمل می‌شوند به وجود آمده‌اند. این شرکت‌ها به عنوان یک بیمه کننده مرکزی برای تعدیل ریسک سرمایه‌گذاری‌های تخصصی سایر هلدینگ‌ها تلاش می‌کنند.<sup>13</sup>

### علل ایجاد شرکت‌های هلدینگ:

بدون شک شرکت‌های هلدینگ با هدف بر طرف کردن برخی محدودیت‌ها، گسترش زمینه سرمایه‌گذاری‌ها و جذب منابع بیشتر به وجود آمده‌اند. برخی مزایای ایجاد شرکت‌های هلدینگ را می‌توان به شرح ذیل بیان کرد:

۱- ایجاد یک مرکز مدیریتی باعث می‌شود بسیاری از فعالیت‌ها به صورت تخصصی و حرفه‌ای با حداقل هزینه ممکن اداره شود. واحدهای تجاری کوچک توان پرداخت هزینه‌های متفرقه و موردی بالا را نخواهند داشت لذا این عدم توانایی باعث از دست رفتن برخی فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری و یا در جایی دیگر باعث تحمیل هزینه‌های بالا به شرکت خواهد شد. مدیریت متمرکز با تقسیم هزینه‌ها بین زیرمجموعه‌های خود و داشتن نگاهی تخصصی و توانایی‌های مدیریتی بالا، این امکان را ایجاد خواهد کرد تا در صورت لزوم شرکت‌های زیرمجموعه بتوانند با کمترین هزینه از شرایط مطلوب اداره تخصصی بهره‌مند شوند.

۲- تشکیل هلدینگ روشی مؤثر برای ایجاد یک مدیریت متمرکز برای شرکت‌هایی است که با اهداف مشابهی مشغول به فعالیت در یک صنعت هستند. ایجاد معافیت‌های مالیاتی به علت کاهش هم‌بستگی‌های سودآوری بین شرکت‌های یک مجموعه نیز از موارد قابل توجه و انگیزه برخی ایجاد کنندگان هلدینگ محسوب می‌شود. این امر به گونه‌ای صورت می‌گیرد که شرکت هلدینگ با گردآوری یک مجموعه از شرکت‌های

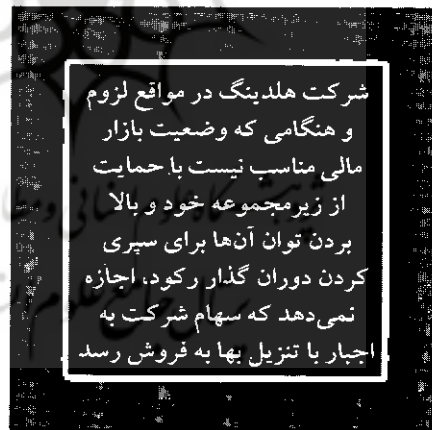
مستقل عملیاتی از امکانات و ویژگی‌های شرکت‌هایی که به علت عدم توان مدیریتی، پایین تر از ارزش واقعی خود قیمت‌گذاری می‌شوند حداکثر استفاده را می‌کنند و گاه زیان‌آور بودن این شرکت‌های زیرمجموعه با کاهش سود محقق شده شرکت ایجاد معافیت مالیاتی برای شرکت می‌کند این در حالی است که ارزش

واقعی شرکت هلدینگ به علت استفاده از امکانات و توانای‌های بالقوه شرکت‌های خریداری شده، افزایش یافته است.

۳- هم‌چنین ابزار قانونی مشترکی نظیر به خدمت گرفتن وکیل در شرایط مواجه شدن با دعاوی حقوقی که باعث می‌شود توان اجرایی یک شرکت در سایه حمایت یک مرکز کنترلی قوی و متمرکز افزایش یابد. در نهایت از امتیازات مورد توجه، حمایت اعتباری صورت گرفته از طرف هلدینگ است که باعث بالابردن فرصت بهره‌گیری از سرمایه‌گذاری‌های مناسب و کاهش هزینه‌های تأمین مالی به علت کاهش ریسک سرمایه‌گذاری در مجموعه‌های کوچک می‌شود. این حمایت با ایجاد اطمینان برای اعتبار دهندگان فرصت مناسبی را برای رشد فعالیت‌های جدید و نوپا فراهم خواهد کرد. بدین ترتیب صنایعی که در ابتدای فعالیت خود با ریسک عدم شناخت و غیر قابل پیش‌بینی بودن آینده مواجه هستند می‌توانند تحت حمایت هلدینگ به تأمین مالی با هزینه مناسب پرداخته، ریسک سرمایه‌گذاری خود را تعدیل کنند.

۴- هنگامی که سهام یک شرکت توسط شرکت هلدینگ خریداری می‌شود اطمینان از تداوم فعالیت شرکت افزایش می‌یابد. این امر به خصوص در مورد شرکت‌هایی که دارای مدیریت ضعیف و انحصاری هستند صدق می‌کند، چرا که همواره سهام‌داران و وام‌دهندگان یک شرکت از این بیم دارند که تحت تأثیر مشکلات مختلف و عدم تداوم مدیریت، زمینه انحلال شرکت فراهم شود و شرکت نتواند به تعهدات خود عمل کند. وجود مدیریت مرکزی توسط هلدینگ باعث می‌شود تداوم فعالیت شرکت‌های زیرمجموعه حتی در صورت مرگ مؤسسان اصلی آن تضمین شود. اطمینان از ادامه فعالیت نیز از مزایای مهمی است که می‌تواند با کاهش هزینه‌های مربوط به تأمین مالی، سودآوری شرکت را افزایش دهد.

۵- شرکت‌های هلدینگ در واقع نمونه‌ای از سازمان‌های هرمی<sup>14</sup> محسوب می‌شوند. از آن‌جا که شرکت هلدینگ با هدف اداره یک فعالیت مرتبط، اقدام به خرید زیرمجموعه‌های خود کرده است می‌تواند از اهرم مالی<sup>15</sup> نیز بهره‌مناسب را ببرد. ایجاد ساختار هرمی با مرکزیت شرکت هلدینگ علاوه بر کاهش هزینه‌های مشترک، باعث افزایش توان تأمین مالی زیرمجموعه‌ها نیز می‌شود. تأمین مالی مناسب از آن برای میسر خواهد شد که مرکز کنترل با توجه به نیازهای لازم و انتقال منابع به بخش‌های مختلف امکان تخصیص بهینه منابع و تعدیل هزینه‌های تأمین



13 G. Lloyd Wilson, James M. Herring, and Roland B. Eutslser, Public Utility Regulation, New York: McGraw Hill, 1938, pp. 266—267.

14 Pyramiding

15 Financial Leverage

### موارد سوء استفاده در فعالیت شرکت های هلدینگ:

در بسیاری از موارد فقدان قوانین مؤثر و هدایت کننده در زمینه ایجاد و نظارت بر فعالیت شرکت های هلدینگ باعث شده است راه برای سوء استفاده افراد هموار شود. با وجود این که فلسفه ایجاد هلدینگ حمایت از مجموعه های خرد سرمایه گذاری و استحکام فعالیت های عملیاتی آنان است ولی از همان ابتدای شروع فعالیت شرکت های هلدینگ ملاحظه شده است که این ها بیش از حمایت از شرکت های زیرمجموعه خود، تابعه خود به دنبال بهره برداری و به اصطلاح دوشیدن شیر و وجودی این شرکت ها بوده اند.

شرکت هلدینگ با اقدام به خرید برخی شرکت های عملیاتی می تواند موقعیت های رقابتی مناسبی در بین رقبای خود ایجاد کند. این عمل با تمرکز در یک صنعت خاص و در اختیار گرفتن انحصار تولید صورت می گیرد. به این طریق با هدایت تقاضای بازار مصرف و فراهم کردن نظام هماهنگ فروش حاشیه سودآوری افزایش می یابد.

برای خرید شرکت های عملیاتی یا خرید سهام شرکت های هلدینگ دیگر، شرکت های تأمین سرمایه نقش به سزایی در ارائه مشاوره لازم و انجام معاملات ایفا می کنند. طبیعی است که با ایفای خدمات شرکت های تأمین سرمایه شرایط انجام معاملات متفاوت شده، در صورت وجود تعهد پذیره نویسی<sup>۱۷</sup> انگیزه بیشتری برای عرضه کنندگان سهام ایجاد خواهد شد.

در شرایطی که شرکت زیرمجموعه از اعتبار بالایی برخوردار است با توان تأمین مالی خود مبادرت به دریافت وام با هزینه مناسب می کند، اما شرکت هلدینگ می تواند بدون پرداخت ضمانت قابل اتکاء، تمام یا قسمتی از این تسهیلات را از شرکت زیرمجموعه خود دریافت کند. این امر منجر به بهره بری هلدینگ در شرایط خاص و استفاده از توان بالای برخی زیرمجموعه های آن می شود.

شرکت زیرمجموعه ممکن است وام هایی از شرکت هلدینگ دریافت کند که با نرخ بهره مشابه یا حتی پایین تر در بازار تأمین مالی امکان دسترسی به آن وجود داشته باشد.

همچنین شرکت های تابعه ممکن است در شرایطی که به صلاح شرکت نباشد تنها به علت اجبار شرکت مادر موظف به تقسیم سود شوند.

در مواردی که شرکت های تابعه مجبور به استفاده از خدمات تخصصی مدیریتی شرکت های مادر هستند معمولاً هزینه بالایی بابت این خدمات از طرف هلدینگ به آن ها تحمیل می شود. این هزینه کارمزد ممکن است درصدی از درآمد ناخالص، درصدی از فروش یا درصدی از هزینه های ساختاری شرکت باشد که در نهایت بر

مالی را فراهم می کند. این مرکزیت، هزینه تهیه مواد اولیه را کاهش داده، کارایی را در به کارگیری منابع مشترک به حداکثر می رساند. در نهایت این موارد باعث افزایش کیفیت و استمرار سودآوری زیرمجموعه های وابسته به شرکت هلدینگ خواهد شد.

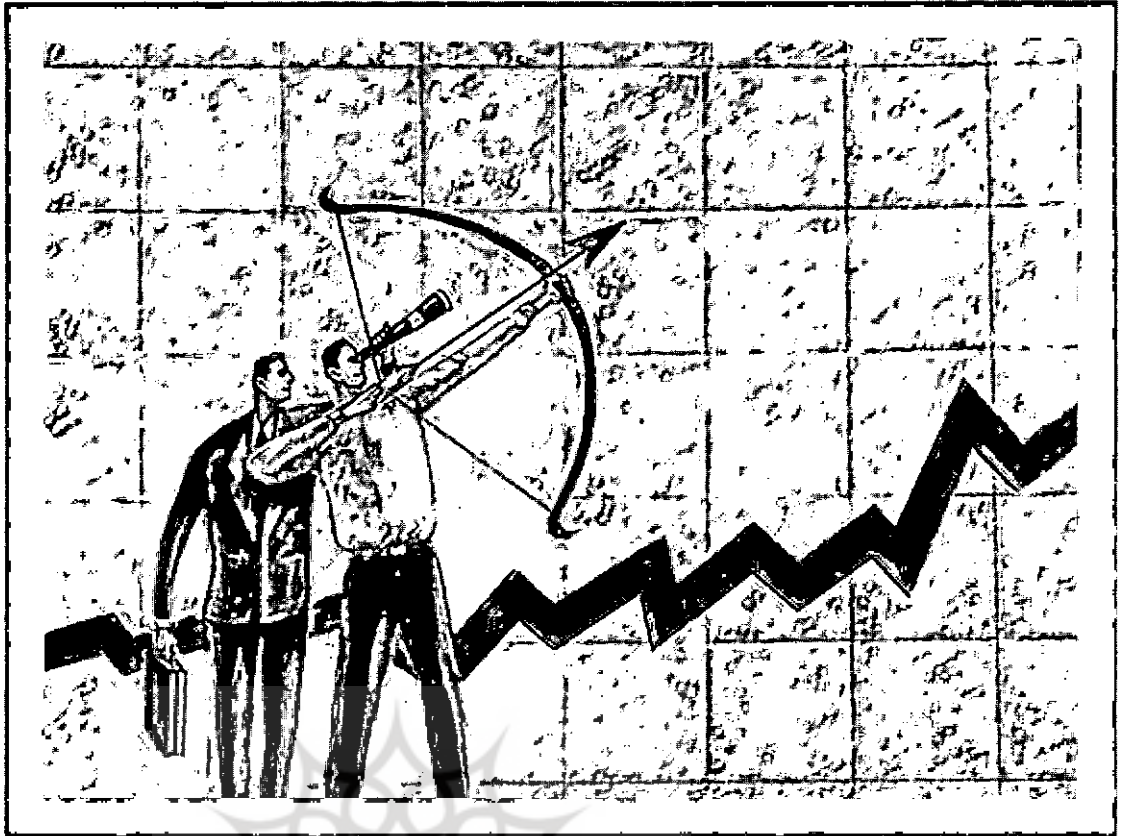
۶- وجود یک شرکت هلدینگ و ایجاد چتر پوششی برای زیرمجموعه های آن باعث کاهش ریسک مجموعه سرمایه گذاری خواهد شد. امر تنوع بخشی و تخصیص بهینه ذکر شده در بند ۵ برای زیرمجموعه ها و نیز کاهش هم بستگی سودآوری مجموعه ها باعث می شود وام دهندگان با اطمینان بیشتری اقدام به سرمایه گذاری در شرکت های مورد حمایت یک هلدینگ بکنند. به این ترتیب امکان دسترسی شرکت های کوچک به بازار تأمین مالی افزایش یافته، هزینه های پیامد دریافت های مالی و استقراض نیز کاهش خواهد یافت.

۷- شرکت هلدینگ در مواقع لزوم و هنگامی که وضعیت بازار مالی مناسب نیست با حمایت از زیرمجموعه خود و بالا بردن توان آن ها برای سپری کردن دوران گذار رکود، اجازه نمی دهد که سهام شرکت به اجبار با تنزیل بها به فروش رسد. حتی در شرایطی که وضعیت قیمتی سهام شرکت های تابعه در دست دیگران به صورت موقت پائین تر از واقع است، هلدینگ نه تنها با افزایش تقاضای خرید قیمت سهام را مورد حمایت قرار می دهد، بلکه این امر موجب افزایش سودآوری هلدینگ پس از گذر دوره رکود نیز خواهد گردید.

۸- یکی دیگر از مزایای ایجاد شرکت هلدینگ فراهم کردن بستر توسعه فعالیت شرکت های کوچک و دست یابی به بازارهای هدف و مشتریان بالقوه بیشتر است که با گسترش مرزهای فعالیت شرکت هلدینگ، فراهم خواهد شد. از این طریق با کاهش هزینه های ارائه خدمات و به علت ایجاد فرصت های رقابتی، بر کیفیت ارائه خدمات و تولیدات افزوده خواهد شد.

البته قابل توجه این که از عوامل مهم و تأثیرگذار بر این مزایا نوع تولیدات و خدمات و صنعتی است که شرکت در آن، در حال فعالیت است. هرچه انحصار تولیدات بیشتر شود مزایای دست یابی به سایر بازارها و افزایش حاشیه سودآوری شرکت نیز بیشتر خواهد شد چرا که تولیدکننده به عنوان عرضه کننده محدود می تواند تقاضا کنندگان محصول تولیدی خود را افزایش داده با فعالیت در بازارهای مصرف مربوط به سایر مناطق جغرافیایی محل فعالیت خود امکان دوام، و توان سودآوری خود را افزایش دهد.<sup>۱۸</sup>

یکی دیگر از مزایای ایجاد شرکت هلدینگ فراهم کردن بستر توسعه فعالیت شرکت های کوچک و دست یابی به بازارهای هدف و مشتریان بالقوه بیشتر است



اساس مذاکره تعیین می شود.

#### شرایط مورد توجه شرکت هلدینگ:

شرکت هلدینگ باید ترکیب سرمایه خود را به گونه‌ای قرار دهد که ریسک مجموعه را به حداقل ممکن برساند. برای رعایت این امر شرکت با مدیریت تخصصی و استفاده از ابزارهای مختلف مالی و توجه به معیارهای کمی اندازه‌گیری ریسک نظیر واریانس، نیم واریانس، بتا و دیرش سعی می کند ریسک سرمایه‌گذاری خود را متعادل کند.

یکی از موارد مورد توجه برای تعدیل ریسک عملیاتی شرکت نوع صنعتی است که در آن فعالیت می کند. شرکت هلدینگ باید با سرمایه‌گذاری در شرکت‌های فعال در صنایع مختلف مختلف، صنعت ریسک عملیاتی خود را به حداقل رساند. البته به علت ماهیت فعالیت تخصصی شرکت هلدینگ انعطاف پذیری آن برای تنوع بخشی در مقایسه با سایر

شرکت‌ها کمتر است. بنابراین امکان تعدیل ریسک از طریق سرمایه‌گذاری در صنایع گوناگون آن چنان وجود نخواهد داشت و شرکت باید با کاهش بدهی یا استفاده از سایر ابزارهای مالی، سعی در حداقل سازی ریسک سرمایه‌گذاری خود کند. هم چنین

شرکت هلدینگ باید بیشترین توان ایجاد تعهدات ثابت خود را ارزیابی کند تا بتواند در هنگام دریافت وام و افزایش بدهی‌ها ریسک اعتباری خود را در حد مناسب نگاه دارد.

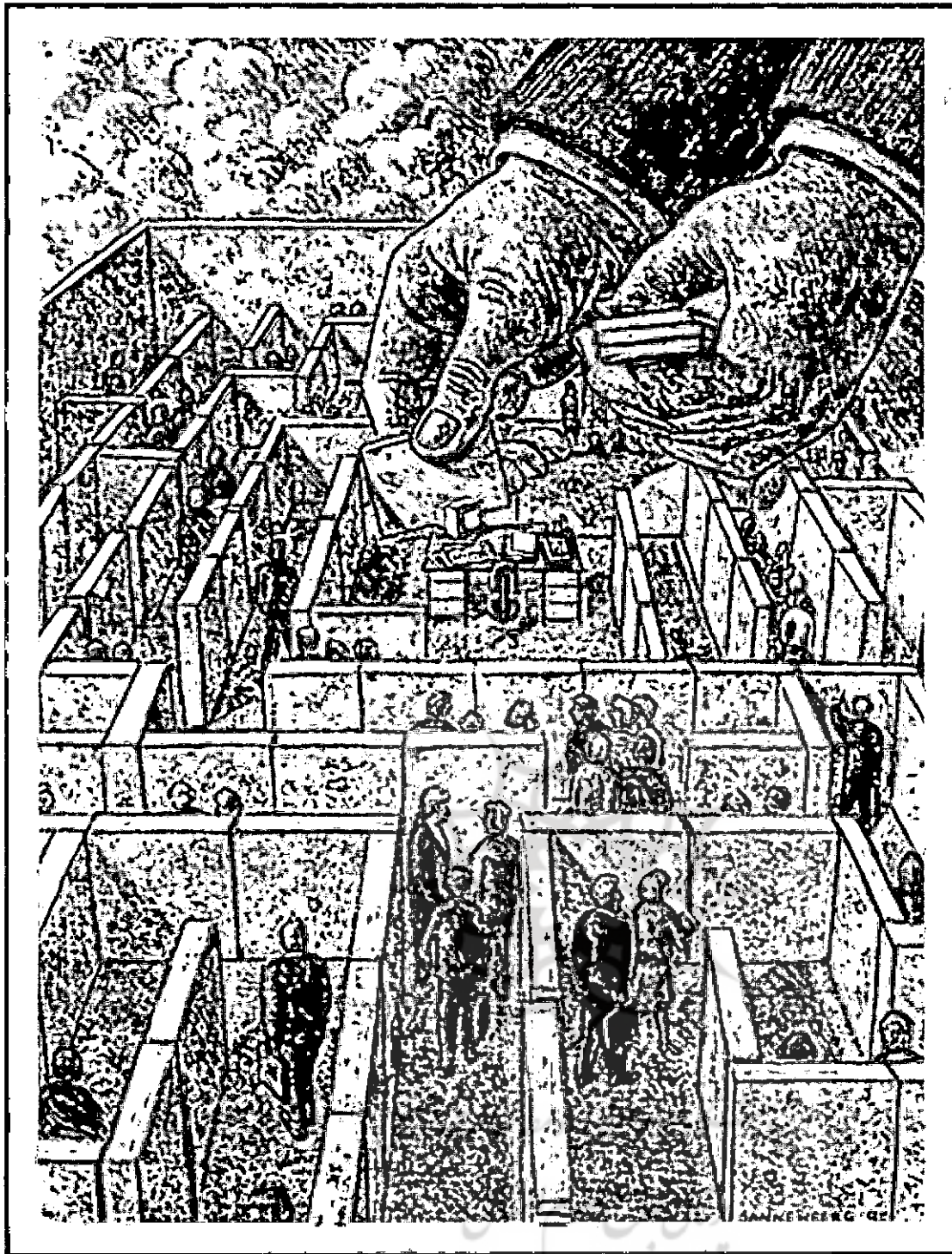
#### معاملات با شرکت‌های زیرمجموعه:

روابط مالکانه بین هلدینگ با شرکت‌های زیرمجموعه خود، باعث می شود تا منافع شرکت هلدینگ و شرکت‌های زیرمجموعه مرتبط با هم و تحت تأثیر یکدیگر باشد. هم چنین برخی از منافع یا هزینه‌ها در صورت‌های مالی شرکت هلدینگ ناشی از معاملات انجام گرفته بین شرکت هلدینگ و شرکت‌های زیرمجموعه است. در نتیجه قانون با هدف افزایش کارایی شرکت هلدینگ در جهت اهداف کلی بازار مالی و اقتصادی و جلوگیری از سوء استفاده افراد خاص در جهت منافع شخصی، چارچوب و شرایط فعالیت این نهادهای مالی را محدود و ضابطه

شرکت هلدینگ با اقدام به خرید برخی شرکت‌های عملیاتی می تواند موقعیت‌های رقابتی مناسبی در بین رقبای خود ایجاد کند. این عمل با تمرکز در یک صنعت خاص و در اختیار گرفتن انحصار تولید صورت می گیرد

مند کند.

یکی از مواردی که ممکن است منجر به سوء استفاده شرکت‌های هلدینگ شود، دریافت مبالغ اضافه برای خدماتی است که به شرکت‌های زیرمجموعه خود ارائه می کنند. همچنین شرکت



هلدينگ معمولاً از درآمدهای شرکت‌های زیرمجموعه که بخشی از آن حاصل از وام‌های دریافتی و تعهدات شرکت‌های زیرمجموعه است استفاده می‌کند، درحالی‌که خود شرکت هلدينگ بابت ضمانت این وام‌ها تعهد کم‌تری خواهد داشت. طبق قانون، شرکت‌های مادر اجازه دریافت وام از شرکت‌های زیرمجموعه خود را ندارند و نیز هرگونه پرداخت اضافی تحت عنوان سود تقسیمی به شرکت مادر از طرف شرکت‌های زیرمجموعه ممنوع است. هم‌چنین برای مشارکت در ریسک تأمین مالی از طریق بدهی، قانون معمولاً شرکت‌های هلدينگ را موظف به ارائه نقش ضامن در مقابل تعهدات شرکت‌های زیرمجموعه خود می‌کند.

قانون، شرکت‌های هلدينگ را در مورد خدماتی که می‌توانند به شرکت‌های زیرمجموعه خود ارائه دهند، تا حد امکان محدود کرده است تا آن‌جا که شرکت‌های زیرمجموعه باید تنها در موارد تخصصی و مرتبط با اهداف اولیه فعالیت مجموعه، از خدمات شرکت هلدينگ استفاده کرده، کارمزد لازم را پرداخت کنند. این فرآیند باعث می‌شود بازدهی شرکت‌های زیرمجموعه افزایش یافته و هم‌چنین متوسط هزینه سرمایه جدید نیز افزایش یابد. بنابراین سهام‌داران جزء شرکت‌های زیرمجموعه در صورت تمایل قادر خواهند بود سهام خود را به قیمت واقعی به فروش رسانند.

قانون تلاش می‌کند ساختار شرکت‌های هلدينگ را به گونه‌ای شکل دهد که از پیچیدگی‌های ناکارآمد در آن پرهیز شود و نیز از اهداف مهم آن که توزیع عادلانه حق رأی بین سهام‌داران

هلدينگ معمولاً از درآمدهای شرکت‌های زیرمجموعه که بخشی از آن حاصل از وام‌های دریافتی و تعهدات شرکت‌های زیرمجموعه است استفاده می‌کند، درحالی‌که خود شرکت هلدينگ بابت ضمانت این وام‌ها تعهد کم‌تری خواهد داشت. طبق قانون، شرکت‌های مادر اجازه دریافت وام از شرکت‌های زیرمجموعه خود را ندارند و نیز هرگونه پرداخت اضافی تحت عنوان سود تقسیمی به شرکت مادر از طرف شرکت‌های زیرمجموعه ممنوع است. هم‌چنین برای مشارکت در ریسک تأمین مالی از طریق بدهی، قانون معمولاً شرکت‌های هلدينگ را موظف به ارائه نقش ضامن در مقابل تعهدات شرکت‌های زیرمجموعه خود می‌کند.

قانون، شرکت‌های هلدينگ را در مورد خدماتی که می‌توانند به

شرکت است، حمایت کند. شرکت‌های هلدینگ فقط در تجارت و صناعی ایجاد می‌شوند که نیاز به مشارکت و هدایت متمرکز وجود دارد و هر شرکت عملیاتی اجازه بهره‌بری از حمایت شرکت هلدینگ را نخواهد داشت. طبق این بیان شرکت‌های هلدینگ برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های عملیاتی مورد هدف، مجاز به سرمایه‌گذاری در شرکت‌های عملیاتی مرتبط با اهداف و استراتژی‌های خود هستند.

البته قوانین محدودکننده سرمایه‌گذاری هلدینگ در شرکت‌های سرمایه‌پذیر معمولاً در مورد آن بخش از فعالیت شرکت که اهداف اصلی موضوع فعالیت آن است مطرح می‌شود. همان‌طور که قبلاً ذکر گردید هدف اصلی یک شرکت هلدینگ، ایفای نقش مدیریت تخصصی است و سرمایه‌گذاری‌های جزء در سایر شرکت‌های سرمایه‌پذیر هم چون دیگر اشخاص حقیقی و حقوقی بلامانع است.

از مفروضات هر گونه سرمایه‌گذاری توجه خاص به کاهش ریسک و تنوع بخشی مجموعه سرمایه‌گذاری است. شرکت‌های هلدینگ نیز از این امر مستثنی نیستند. شرکت هلدینگ در یک صنعت خاص متمرکز می‌شود با این حال باید در همان محدوده فعالیت استراتژی تنوع بخشی را به منظور کاهش ریسک دنبال کرده و در شرکت‌های مختلف سرمایه‌گذاری کند بطوریکه بازدهی آن‌ها، کم‌ترین همبستگی را با یکدیگر داشته باشد.

مقررات برای توزیع ریسک سرمایه‌گذاری و افزایش اعتبار شرکت‌های کوچک و تابعه هلدینگ، وظایفی را برای شرکت هلدینگ تعیین کرده‌اند. از جمله مهم‌ترین این وظایف، انتقال مسؤلیت و بازپرداخت تعهدات شرکت تابعه در صورت ورشکستگی یا قصور است. قانون شرکت‌های هلدینگ را در برابر اعتبار دهندگان متعهد کرده است و در شرایطی که به هر دلیل شرکت‌های تابعه قادر به پاسخ‌گویی به تعهدات خود در برابر بستانکاران نباشند، شرکت هلدینگ موظف است بدهی‌های آن‌ها را پرداخت کند. این فرایند می‌تواند فرصت مناسبی برای شرکت‌های تابعه از حیث افزایش اعتبار تأمین مالی ایجاد و نیز اطمینان خاطر برای اعتبار

دهندگان برای ایجاد اعتماد و تسهیل سرمایه‌گذاری فراهم کند. از طرفی با اعمال این اجبار برای شرکت‌های هلدینگ، افزایش کیفیت مدیریت و نظارت بر عمل‌کرد اعضا، قابل پیش‌بینی است. فعالیت در زیر چتر شرکت هلدینگ باعث می‌شود افراد و شرکت‌های جزء با درجه ریسک‌پذیری متفاوت بتوانند در کنار

یک‌دیگر توان ریسک‌پذیری و فعالیت خود را تعدیل کنند. وجود حمایت‌کننده در هنگام تأمین مالی باعث می‌شود علاوه بر افزایش حق انتخاب برای شرکت، امکان کاهش هزینه‌های تأمین مالی را نیز فراهم کند. همچنین قراردادهای محدودکننده ای که ممکن است در هنگام نیاز به منابع مالی به شرکت تحمیل شود نیز در نهایت کاهش خواهد یافت.

### شرایط کسب مجوز هلدینگ:

مهم‌ترین فلسفه وجودی شرکت‌های هلدینگ حمایت از مجموعه ای از سرمایه‌گذاری‌ها است که به علت ایجاب نوع صنعتی که در آن فعالیت می‌کنند نیاز به نظارت و هدایت تخصصی داشته، از این طریق با افزایش تداوم فعالیت شرکت شرایط لازم برای گسترش فعالیت‌های آتی آنان فراهم می‌شود.

در کشور آمریکا شرکت‌های هلدینگ نیز همانند بسیاری دیگر از شرکت‌های نظارت شده، باید پس از ارائه مدارک مورد تقاضا، نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار<sup>۱۸</sup> به ثبت برسند. مهم‌ترین اطلاعاتی که باید برای کسب مجوز توسط هلدینگ ارائه شود شامل موارد ذیل است:

■ تصویری از ساختار سازمانی شرکت، به همراه شرح وظایف/ توافق نامه‌های به امضاء رسیده شرکت/ امیدنامه شرکت/ وثیقه‌ها/ ترتیب تعهدات‌پذیره نویسی/ ترتیب حق رأی ارکان و اعضای شرکت/ آخرین ارزیابی ساختار مالی شرکت/ اعلام نام زیرمجموعه‌های هلدینگ/ شرح سهامی که ممکن است از نظر شرکت امتیازات خاصی نسبت به سایر سهام داشته باشند.

■ افشای کامل اطلاعات مربوط به اهداف، وضعیت موجود دارایی‌ها، خدمات و معاملات شرکت  
■ ارائه صورت‌های مالی تلفیقی و میناهای اطلاعاتی قابل مقایسه

هلدینگ‌ها نیز همانند سایر شرکت‌های ثبت شده در کمیسیون بورس و اوراق بهادار موظف به ارائه گزارش‌های مالی دوره‌ای هستند. این گزارشات به صورت فصلی و حداکثر ۳۵ روز پس از پایان هر فصل از سال مالی ارائه

می‌شوند. در گزارش‌های مالی ارائه شده باید وضعیت شرکت مادر و شرکت‌های تابعه و نوع رابطه موجود با یک‌دیگر تشریح شود. البته در پایان سال مالی نیاز به ارائه گزارش فصلی نخواهد بود و شرکت موظف است گزارش کامل سال مالی پایان یافته

قانون تلاش می‌کند ساختار شرکت‌های هلدینگ را به گونه‌ای شکل دهد که از پیچیدگی‌های ناکارآمد در آن پرهیز شود و نیز از اهداف مهم آن که توزیع عادلانه حق رأی بین سهام‌داران شرکت است، حمایت کند

در مواردی که شرکت‌های تابعه مجبور به استفاده از خدمات تخصصی مدیریتی شرکت‌های مادر هستند معمولاً هزینه بالایی بابت این خدمات از طرف هلدینگ به آن‌ها تحمیل می‌شود



خود را به عموم ارائه دهد. گزارش حسابرسی شده فوق باید حداکثر ظرف مدت ۶۵ روز پس از پایان سال مالی شرکت ارائه شود.

ناگفته نماند علاوه بر گزارش‌های دوره ای که شرکت‌های پذیرفته شده طبق قانون موظف به ارائه آن‌ها هستند، هر زمان که به تشخیص کمیسیون بورس و اوراق بهادار لازم به افشای اطلاعات برای تأمین منافع عامه سرمایه‌گذاران باشد، شرکت موظف است اطلاعات مورد نظر را در اختیار عموم قرار دهد.

### گزارش سه ماهه که توسط شرکت ارائه می شود شامل موارد ذیل است:

الف- صورت‌های مالی شامل ترازنامه، صورت سود و زیان، جریان وجوه نقد و یادداشت‌های همراه شرکت‌های تابعه و تلفیق کل مجموعه.

ب- آخرین ترکیب سرمایه شرکت که باید ضوابط کمیسیون بورس اوراق بهادار را رعایت کرده باشد، موارد مربوط به تغییر وضعیت از شرایط قبلی به شرایط فعلی نیز باید بطور شفاف ذکر شود.

ج- ارائه گزارشات مربوط به وضعیت ریسک شرکت و توان ریسک پذیری آن برای کمک به تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فعلی و بالقوه شرکت.

هلدینگ موظف است در صورت لزوم و به درخواست کمیسیون بورس و اوراق بهادار گزارش حسابرسی شده طبق درخواست کمیته را غیر از گزارشات میان دوره ای ارائه دهد.

فرآیند بررسی و ثبت نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار پس از دریافت اطلاعات و مدارک فوق صورت می‌گیرد. در نهایت کمیته بررسی، در صورت لزوم، پیشنهاد اصلاح ساختار بر اساس ضوابط مشخص را داده یا در صورت واجد شرایط بودن، شرکت

را به عنوان شرکت هلدینگ به ثبت می‌رساند.

برای انجام فرآیند انتشار و عرضه سهام هلدینگ، باید ضوابط و مقررات تعیین شده توسط کمیسیون بورس و اوراق بهادار رعایت شود. مهم‌ترین امر در عرضه اولیه سهام، رعایت حقوق سهام‌داران فعلی از طریق افشای کامل اطلاعات برای تصمیم‌گیری یا اعطای حق تقدم برای حفظ درصد مالکیت آنان است. پس از رعایت ضوابط، نکته مهم و قابل توجه این‌که هلدینگ‌هایی که از کمیسیون بورس اوراق بهادار

مجوز فعالیت دریافت می‌کنند موظفند سهام خود را به صورت عرضه عمومی و از طریق بورس اوراق بهادار عرضه کنند، و اجازه ندارند سهام خود را به صورت غیر رسمی در شعبات خود

و یا به صورت عرضه خارج از بورس به فروش رسانند. در پذیره نویسی سهام یک شرکت هلدینگ، شرکت‌های هلدینگ دیگر معمولاً نمی‌توانند مشارکت کنند و در صورت تمایل باید حتماً مجوز آن را از کمیسیون بورس و اوراق بهادار دریافت کنند. البته آن‌چنان‌که ذکر شد شرکت‌های هلدینگ بزرگ با ایجاد ساختاری مشخص که در برنامه‌های فعالیت شرکت اعلام شده است، اقدام به خرید سهام سایر شرکت‌های هلدینگ می‌کنند و محدودیت ذکر شده در این بخش برای پذیره نویسی شرکت هلدینگ برای کنترل فعالیت سایر ساختارهای هلدینگ ایجاد شده است که باید از طرف آنان رعایت شود. این امر به آن علت است که شرکت‌های هلدینگ نیز همانند سایر شرکت‌های فعال تحت نظارت کمیسیون بورس اوراق بهادار برای ایجاد تغییرات کلی و اساسی در برنامه‌های سرمایه‌گذاری خود نیاز به اصلاح موضوع فعالیت ذکر شده در اساسنامه تأیید شده کمیسیون بورس اوراق بهادار را دارند. این نظارت، در مورد شرکت‌های هلدینگ در مقایسه با شرکت‌های سرمایه‌گذاری به مراتب شدیدتر است چرا که چارچوب اهداف ایجاد شرکت هلدینگ به صورت کاملاً تخصصی باید رعایت شود.

برای شرکت‌های هلدینگ که در کمیسیون بورس و اوراق بهادار ثبت نشده‌اند و موظف به ارائه اطلاعات میان دوره‌ای فوق نیستند برخی اطلاعات به شرح ذیل ارائه می‌شود:

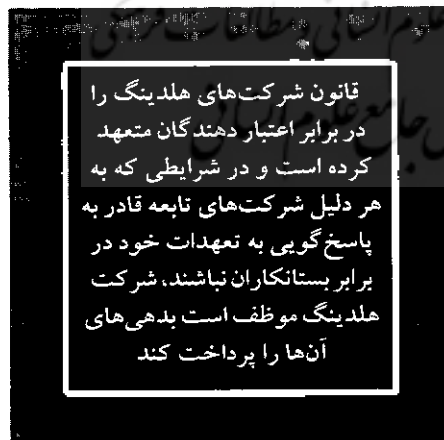
- ۱- درجه اعتباری شرکت از نظر شرکت‌های رتبه‌بندی و تغییرات آن با ذکر علل تغییر،
- ۲- میزان توان شرکت در تأمین مالی و دسترسی به منابع، با توجه به نوع فعالیت و پتانسیل شرکت،
- ۳- توان دسترسی شرکت به وجوه نقد و کنترل نسبت‌های جاری،
- ۴- ارائه محاسبات مربوط به رعایت حد کفایت سرمایه و ریسک عملیاتی شرکت.

اهداف قانون از تصمیم‌گیری و وضع محدودیت‌های فعالیت شرکت‌های هلدینگ، سوق دادن این شرکت‌ها به سمت فلسفه وجودی آن‌هاست چرا که در نهایت شرکت‌های هلدینگ در کنار یکدیگر می‌توانند مجموعه‌های بزرگی را تشکیل دهند که جریان‌ات اقتصادی داخلی و خارجی را هدایت کنند. بنابراین نظارت مستمر بر روند فعالیت این‌گونه نهادهای مالی و وضع قوانین و مقررات جامع و مانع برای هدایت این فعالیت‌ها اجتناب

ناپذیر است.

#### References:

- 1) Bradford Cornell & Qiao Liu, The Parent Company Puzzle: When





- 6) Summary Report of the Federal Trade Commission on Utility Corporations, Senate Document 92, 70th Congress, 1st Session, pp. 840—841..
- 7) Trachsel, p. 376; Wilson, Herring, and Eutsler, pp. 259—260.
- 8) Trachsel, pp. 378—380; Wilson, Herring, and Eutsler, pp. 260—262.
- 9) U.S. Securities and Exchange Commission, Public Utility Holding Company Act of 1935, January 1993.
- 10) William E. Mosher and Finla G. Crawford, Public Utility Regulation, New York: Harper and Brothers, 1933, p. 322.
- 11) Wilson, Herring, and Eutsler, p. 260; Herman H. Trachsel, Public Utility Regulation, Chicago, IL: Richard D. Irwin, 1947, p. 377.
- is the Whole Worth Less Than One of Its Parts, The Anderson School at UCLA Finance Working Paper #7-00
- 2) G. Lloyd Wilson, James M. Herring, and Roland B. Eutsler, Public Utility Regulation, New York: McGraw Hill, 1938, pp. 266—267.
- 3) Ian Malcolm Ramsay, Holding Company Liability for the Debts of an Insolvent Subsidiary: A Law and Economics Perspective University of New South Wales Law Journal, Vol. 17, No. 2, 1994
- 4) Public Utility Act of 1935, Public Law No. 333, Sec. 2(a)(7)(1935).
- 5) Robert T. Danforth, Family Holding Company, Washington & Lee Legal Studies Paper No. 2005-21, Tax Management Estates, Gifts and Trusts Journal, Vol. 30, 2005

