



## بررسی مالکیت و ساختار هلدینگ های سرمایه گذاری ملزم به ارایه اطلاعات به بورس اوراق بهادار تهران

رضا داغانی<sup>۱</sup>، فائزه مجدی<sup>۲</sup>

۱-دکتری حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس

۲-کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی(نویسنده مسئول)

ارتباط با نویسنده مسئول مکاتبات ifin@post.com

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۱۰/۱۲، تاریخ انجام اصلاحات: ۱۳۹۷/۱۱/۲۵ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۱۲/۲۰

### A Review of Ownership and Structure of Holdings Required to provide information for Tehran Stock Exchange

Daghani Reza<sup>1</sup> Majdi Faezeh<sup>2\*</sup>

<sup>1</sup> - Ph.D. of Accounting, Tarbiat Modares University

<sup>2</sup> - Master of Accounting, Allameh Tabataba'i University

Received 02/01/2019, Revised 14/02/2019, Accepted 11/03/2019

#### چکیده

از آنجایی که هلدینگ ها بدلیل یکپارچگی و فرآیند توسعه داخلی خود می توانند، عدم تقارن اطلاعاتی و محدودیت های مالی را کاهش دهند، در خلق ارزش برای سهامداران از یک سو و جامعه از سوی دیگر نقش بسزایی دارند. اما شیوه اعتبار بخشی به گزارش های مالی آنها متفاوت با سایر شرکتها است. وضعیت پرتقوی سرمایه گذاری و نیز میزان و سطح مالکیت و در نهایت معاملات درون گروهی شرایط خاصی را برای این شرکت ها پدید می آورد. بنابراین شاخص های ریسک و نیز ساختار کنترلی متفاوتی در این شرکت ها پدیدار می شود. در بررسی صورت گرفته در خصوص ۳۳ هلدینگ پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مشخص شده است بیشتر آنها سرمایه گذاری صرف هستند. همچنین با بررسی میزان مالکیت و نیز کنترل شرکتها، مشخص شده است که بیشتر هلدینگها در مالکیت صندوق های بازنشستگی (به طور متوسط ۳۷ درصد) بوده و بعد از آن شرکت های بزرگ صنعتی و تولیدی با ۲۴ درصد مالکیت را بر عهده داشته اند. در بررسی نوع گزارش حسابرسان در مجموعه های هلدینگ مورد بررسی، مشخص شده است، بیشتر هلدینگ های سرمایه گذاری صرف، گزارش مشروط دریافت داشته اند. همچنین در حدود ۶۰ درصد هلدینگها در دو سال اخیر تغییر مدیر عامل داشته اند و در برخی از موارد دفعات تغییر مدیر عامل طی دو سال به ۴ بار نیز رسیده است که نشان از عدم ثبات مدیریتی در این هلدینگ ها دارد.

**کلمات کلیدی:** هلدینگ، سرمایه گذاری صرف؛ ساختار، مالکیت، مدیرعامل، حسابرسان



## مقدمه

مدیریت منابع و سرمایه یکی از مهمترین و تخصصی ترین مباحث در حوزه معاملات تجاری است. مدیریت منابع (سرمایه) در اصل همان دانش کسب کردن منافع از سرمایه‌گذاری‌ها تلقی می‌شود. در این میان، شرکت‌های هلدینگ، از مصادیق نهادهای مالی شناسایی شده طبق ماده ۴ آیین نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار هستند که با سرمایه‌گذاری در شرکت سرمایه‌پذیر جهت کسب انتفاع، با جمع آوری حق رأی لازم برای کنترل عملیات شرکت، در انتخاب هیئت‌مدیره نقش آفرینی می‌کنند. از این رو این نوع شرکت‌ها در برخی موارد در تلاش اند تا از طریق تملک شرکت‌های دیگر که عموماً در صنایع مشابه فعالیت می‌نمایند یک گروه تخصصی را تشکیل داده تا بدین طریق بتوانند از مزایایی برخوردار شوند که از آن جمله می‌توان به هم‌افزایی ایجاد شده از تولید اشاره داشت.

هلدینگ شرکتی است که، مهمترین سهامدار شرکت‌های دیگر است. البته این امکان وجود دارد هلدینگ‌ها در تولید کالا یا ارائه خدمات نقش آفرین نباشند، در عوض، هدف آنها مالکیت سهام دیگر شرکت‌ها است که گروهی از شرکت‌ها را تشکیل دهند (کافیو ۱۹۹۳، فیکوئو و رزنوکوا ۲۰۱۴، قانون هلدینگ کره جنوبی ۲۰۰۸). شرکت‌های هلدینگ منجر به کاهش ریسک می‌شوند، و همچنین می‌توانند به مالکیت و کنترل تعدادی از شرکت‌ها منجر شوند. در این مقاله به بررسی وضعیت برخی از هلدینگ‌ها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداخته می‌شود و تلاش شده است برخی از شاخص‌های حاکمیتی و اعتبار بخشی گزارشگری مورد بررسی قرار گیرد.

## چارچوب نظری

همواره بیان شده است که مدیریت منابع، نقش حیاتی در اقتصاد دارد. مدیریت منابع در شرایط پیچیده اقتصادی برای شرکتهای بزرگ اقتصادی بسیار سخت و دشوار و حتی برای شرکتهای کوچک هم دشوارتر است. بدلیل گسترش دامنه فعالیت‌ها و با نگرش تخصصی و حرفه‌ای، فعالیت‌های شرکت‌ها در قالب شرکت‌های متعدد تفکیک می‌شود. به همین جهت در تلاش برای حداکثر کردن منافع و انجام کلیه فعالیت‌ها و نیز در زنجیره فعالیت‌های مکمل یکدیگر در قالب شرکت‌های تخصصی سرمایه‌گذاری عمل می‌شود. با شکل‌گیری هلدینگ، امر تخصیص و مدیریت منابع متمرکز شده و امکان انجام بیشتر فعالیت‌های ارزش آفرین مقدور می‌شود (چانگ و همکاران، ۲۰۱۷). به عبارت دیگر، شرکت‌های هلدینگ به کنترل و اداره منابع و سیاست‌گذاری برای زیرمجموعه‌ها می‌پردازند. در شرکت‌های هلدینگ، هدف از سرمایه‌گذاری، افزایش ثروت سرمایه‌گذار از طریق کسب منافع (نه فقط سود) و نیز افزایش ارزش سرمایه است (پرایس واتر هاوس کوپرز، ۲۰۱۲).

شرکت‌های هلدینگ را می‌توان ترکیب مزایای ناشی از قابلیت‌ها و توانایی شرکت‌های بزرگ که یا دارنده یا امکان دسترسی به منابع را دارند برشمرد. البته برخی از هلدینگ‌ها با جمع



پذیری شرکت‌های کوچک به دنبال ابزارهای تخصصی مورد نیاز خود و انعطاف‌پذیری در صنعت مربوطه هستند. ایجاد اولین هلدینگ‌ها در جهان به اواخر قرن ۱۹م در ایالات متحده باز می‌گردد. در آن زمان در واکنش به بحران‌های اقتصادی، کسب‌وکارهای بزرگ همانند تراست‌ها تشکیل شده بودند که در پی مواجهه دولت با اقدامات انحصارگرایانه و رقابتی آنها در بازارها، به تدریج با ساختارهای هلدینگ جایگزین شدند. امروزه در اقتصادهای توسعه‌یافته‌ای، تقریباً ۵۰ درصد دارائی‌های بنگاه‌ها، در اختیار هلدینگ‌ها قرار دارد (ماهار و توماس ۱۹۹۹، پرایس واتر هاوس کوپرز، ۲۰۱۲).

کشورهای ژاپن و کره جنوبی، بیشتر رشد اقتصادی خود را تا حد زیادی مرهون ایجاد هلدینگ‌های بزرگ هستند. در دهه اخیر شرکت‌های هلدینگ در کشورهایی چون چین، کره جنوبی و هندوستان، رشد درآمدی ۱۰-۲۰ درصد را تجربه نموده‌اند که بالاتر از نرخ رشد سایر شرکت‌ها بوده است (فیکبوئر و رزنوکوا ۲۰۱۴). این شرکت‌ها با سرعت قابل توجهی در حال تنوع بخشی به حوزه‌های فعالیت و افزودن شرکت‌های زیرمجموعه خود هستند. ویژگی آنها این است که توانسته‌اند تامین مالی و رسیدن یا ساختن فناوری و حضور در بازارهای صادراتی را سرعت بخشیده و همواره در این مسیر حرکت کنند و روابط بین شرکت‌ها را از نظر هماهنگی عملیاتی و ادغام مالکیتی از طریق سهامداری متقاطع، به نحوی سازماندهی کنند که منافع بلندمدت مجموعه شرکت‌ها را حداکثر کنند. مدل هلدینگ، ایجاد و فعالیت شرکت‌های چندملیتی را در دنیا تسهیل نموده که در اقتصاد "جهانی شده" به شدت مورد نیاز هستند. گونه‌ای که کشورهای در حال توسعه که زمانی صرفاً گیرنده سرمایه گذاری خارجی از کشورهای پیشرفته بودند، اکنون خود به سمت تشکیل هلدینگ‌های چندملیتی و سرمایه‌گذاری خارجی در دیگر کشورها روی آورده‌اند (پرایس واتر هاوس کوپرز، ۲۰۱۲).

شرکت‌های هلدینگ در اتخاذ یکی از سه شیوه سرپرستی و روش‌های ارزش آفرینی نیازمند درک و دانش مناسب از کسب و کارهای خود هستند و میزان حصول این درک بستگی به تناسب ویژگی‌های هلدینگ، شرکت‌های تابعه و شرایط بازار کسب و کار دارد (سبحان‌اللهی، رحمانسرشت و اصل بیبگی، ۱۳۹۱)

## هلدینگ‌ها در ایران

سابقه ایجاد هلدینگ‌ها در ایران شاید به حدود ۶۰ سال پیش باز می‌گردد. تشکیل شرکت‌های هلدینگ در ایران به سال‌های ۱۳۴۵ الی ۱۳۴۹ بر می‌گردد، وجود شرکت‌های نظیر سرمایه گذاری البرز، گروه صنعتی ملی و توسعه صنایع بهشهر می‌توان مصادیقی از این شرکت‌ها باشند. با ایجاد مجموعه‌های نظیر بنیاد مستضعفان، سازمان گسترش و صنایع ملی، بنیاد ۱۵ خرداد، توسعه و مدیریت سرمایه گذاری در ایران وارد مرحله جدیدی شد. در میان دولت هم برای کنترل عملیات و منابع در سطح وزارت خانه‌ها، با تشکیل هلدینگ‌ها، سازوکار آنها را برای



مدیریت منابع و وجوه برگزید. ایجاد شرکت های مادر تخصصی توسط دولت طی برنامه سوم توسعه را می توان اولین گام رسمی برای تشکیل هلدینگها (از نوع دولتی) در کشور دانست. شرکتهای هلدینگ بر اساس ترکیب دارایی و منابع در دسترس می توان به سه نوع، عمودی، افقی و مختلط تقسیم نمود. در هلدینگهای عمودی خروجی هر شرکت زیر مجموعه، منابع شرکت دیگر است. در هلدینگ های افقی، مجموعه ها در بازار کالا و خدمات مشابه فعالیت دارند و در هلدینگ متنوع، هر دو ویژگی هلدینگ های عمودی و افقی را دارد. از نظر ساختار نیز هلدینگهای به دو ساختار با سرمایه گذاری صرف<sup>۱</sup>، که فقط در حوزه سرمایه گذاری و مدیریت منابع برای شرکتهای زیر مجموعه فعالیت دارند و هلدینگ های عملیاتی که علاوه بر آنکه خود در تولید یا ارائه خدمات نقش دارند به مدیریت شرکتهای زیر مجموعه می پردازند. با نگاهی به وضعیت هلدینگها در بورس اوراق بهادار ایران می توان دریافت بیشتر هلدینگها، از نوع سرمایه گذاری صرف هستند (براساس بررسی صورت گرفته در خصوص ۸۲ درصد از نمونه مورد بررسی).

### روش تحقیق

در این تحقیق به بررسی هلدینگ های سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار پرداخته شده است به همین منظور ۳۳ هلدینگ سرمایه گذاری طی سال ۱۳۹۵ و ۱۳۹۶ مورد بررسی قرار گرفته اند. طبق اطلاعات سامانه بورس اوراق بهادار ۲۲ هلدینگ سهامی خاص و ۶۲ هلدینگ سهامی عام، اطلاعاتشان به سازمان بورس و اوراق بهادار ارائه شده است. در بررسی صورت گرفته مشخص شده است که متوسط سن هلدینگ ها از زمان ثبت ۳۴ سال بوده است که برخی سنی بیش از راه اندازی بورس اوراق بهادار تهران داشته اند. در این تحقیق به بررسی ۳۳ مورد هلدینگ از نظر ویژگی های نوع سرمایه گذاری و حاکمیتی پرداخته شده است.

جدول (۱)، بررسی هلدینگ های سرمایه گذاری از نظر نوع سرمایه گذاری و مالکیت

نوع سرمایه گذاری			
عملیاتی		سرمایه گذاری صرف (مدیریتی)	
۱۸٪	۶	۸۲٪	۲۷
بیشترین مالکیت			
صندوق های بازنشستگی		بانک ها	
۳۷٪	۱۲	۱۲٪	۴
سایر شرکتهای سرمایه گذاری		شرکت های بزرگ صنعتی / تولیدی	
۲۷٪	۹	۲۴٪	۸

<sup>1</sup> Pure investing



در بررسی میزان مالکیت و نیز کنترل شرکتها، مشخص شده است که در حدود بیشتر هلدینگ ها در مالکیت های صندوق های بازنشستگی ( ۳۷ درصد) و بعد از آن شرکتهای بزرگ صنعتی و تولیدی با ۲۴ درصد مالکیت این شرکتها را بر عهده داشته اند. بانک ها نیز حدود ۱۲ درصد مالکیت هلدینگ ها را در دست داشته اند.

جدول (۲)، بررسی هلدینگ های سرمایه گذاری از نظر شرکتهای فرعی و وابسته، نوع حسابرِس و تغییر مدیرعامل

شرکتهای فرعی و وابسته			
سرمایه گذاری صرف (مدیریتی)		عملیاتی	
فرعی	وابسته	فرعی	وابسته
۱۱.۸۲	۵.۵	۱۶.۵۰	۵.۴
نوع حسابرِس			
سرمایه گذاری صرف (مدیریتی)		عملیاتی	
سازمان حسابرِس و مفید راهبر	سایر موسسات	سازمان حسابرِس و مفید راهبر	سایر موسسات
۱۲	۱۳	۴	۲
تغییر مدیرعامل			
سرمایه گذاری صرف		عملیاتی	
۱۵	۶۰.۰۰٪	۴	۶۶.۶۷٪

در بررسی تعداد شرکتهای فرعی و وابسته متعلق به مجموعه های هلدینگ مورد بررسی، مشخص شده است که بیشترین شرکتهای فرعی را بطور متوسط شرکت های هلدینگ عملیاتی داشته اند. از جمله مواردی که در اعتبار بخشی گزارش های هلدینگ ها مورد توجه قرار می گیرد، نوع و اندازه حسابرِس است (گیپر و همکاران، ۲۰۱۷)، به همین جهت در خصوص نوع حسابرِس مشخص شده است که بیشتر شرکتهای هلدینگ عملیاتی را سازمان حسابرِس و موسسه حسابرِس مفید راهبر رسیدگی کرده اند. این آمار در خصوص هلدینگ های سرمایه گذاری صرف نیز بالا بوده و در حدود ۴۹ درصد این شرکت ها را شامل شده است.

در بررسی دیگر شرکتهای هلدینگ مشخص شده است که در حدود ۶۰ درصد آنها در دو سال اخیر تغییر مدیر عامل داشته اند و در برخی از موارد دفعات تغییر مدیر عامل طی دو سال



به ۴ بار نیز رسیده است که نشان از ضعف یا سازوکارهای حاکمیتی مرتبط با ثبات مدیریتی در این هلدینگ ها است.

جدول (۳)، نوع گزارش حسابرس در هلدینگ های مورد بررسی

الف- سرمایه گذاری صرف		
نوع گزارش حسابرس		
مقبول	مشروط	مشروط در تلفیق
۴	۱۸	۵
ب- عملیاتی		
نوع گزارش حسابرس		
مقبول	مشروط	مشروط در تلفیق
۳	۳	۰

در بررسی نوع گزارش حسابرس، مشخص شده است، بیشتر هلدینگ های سرمایه گذاری، گزارش مشروط دریافت داشته اند و در هلدینگ های عملیاتی این شرایط یکسان بوده است.

## نتیجه گیری

در این مقاله به بررسی وضعیت برخی از هلدینگ های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده و برخی از مولفه های اقتصادی آنها به همراه شاخص های حاکمیتی و اعتبار بخشی گزارشگری مورد ارزیابی قرار گرفته است. با بررسی ۳۳ شرکت هلدینگ که الزام به ارائه اطلاعات به بورس اوراق بهادار هستند، در مورد میزان مالکیت و نیز کنترل شرکت ها، مشخص شده است که بیشتر هلدینگ ها در مالکیت های صندوق های بازنشستگی (۳۷ درصد) و بعد از آن شرکتهای بزرگ صنعتی و تولیدی با ۲۴ درصد مالکیت این شرکتها را بر عهده داشته اند. بانک ها نیز حدود ۱۲ درصد مالکیت هلدینگ ها را در دست داشته اند.

همچنین مشخص شده است که در حدود ۶۰ درصد هلدینگ ها در دو سال اخیر تغییر مدیر عامل داشته اند و در برخی از موارد دفعات تغییر مدیر عامل طی دو سال به ۴ بار نیز رسیده است که نشان از ضعف ثبات مدیریتی در این هلدینگ ها دارد. به همین جهت پیشنهاد می-شود در خصوص ساختار هیئت مدیره و مدیریت هلدینگ دقت لازم شود. با توجه به آنکه معمولاً استراتژی های بلندمدت در هلدینگ ها به اجرا در می آید ثبات مدیریت بسیار حایز اهمیت است.

در هلدینگ های مورد بررسی، متأسفانه شواهدی از وجود مالکیت بالا سرمایه گذاری خارجی مشاهده نشده است به همین جهت پیشنهاد می شود جهت جلب مشارکت سرمایه گذاری



خارجی و هلدینگ‌های چندملیتی کشورهای در حال توسعه و نیز حرکت هلدینگ‌های کشور به سمت جهانی شدن قدم‌های اساسی برداشته شود.

## منابع

۱. سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۴) آیین‌نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار.
۲. سبحان‌اللهی محمدعلی، رحمانسرشت حسین، اصلی بیگی فرزانه (۱۳۹۱). الگوی تعامل استراتژیک در شرکت‌های هلدینگ، مطالعات مدیریت راهبردی، ۱۲(۴)، ۱۵-۴۲
3. Cuong Ly Kim, Hong Liu, Kwaku Opong.(2017).Who acquires whom among stand-alone commercial banks and bank holding company affiliates?, International Review of Financial Analysis, Volume54, 144-158.
4. Ficbauer David, Mária Režňáková, (2014). Holding Company and Its Performance. Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis 62(2):329-337.
5. Korean Enforcement Decree of the Financial Holding Companies Act of 2008. Ref: 8299.
6. PricewaterhouseCoopers. (2012) Are you planning a holding company structure? Report, PWC.
7. Public Utility Holding Company Act of 1935: 1935 – 1992 by the United States Department of Energy.
8. Cuiffó, Donna-Marie (1993). "Our Greatest Hits / The Personal Holding Company Trap: Federal Taxation". The CPA Journal. The New York State Society of CPAs
9. Maher Maria and Andersson Thomas (1999) .Corporate governance: effects on firm performance and economic growth, Organisation For Economic Co-Operation & Development (OECD).
10. Gipper Brandon, Leuz Christian, Maffett Mark G. (2017). Public Audit Oversight and Reporting Credibility: Evidence from the PCAOB Inspection Regime, ECGI Working Paper Series in Finance N 453/2015.