

به نام خدا



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

ساختار مالکیت شرکت های بورسی در کشورهای مختلف

تهیه کنندگان: سید محمد جواد فرغانیان و میثم حامدی

کد گزارش: ۲۰۱۳-۸-۹۱

تاریخ: بهمن ۱۳۹۱

فهرست مطالب

۱	مقدمه
۳	۱- تملک از سوی افراد و شرکت‌ها
۳	۱-۱- سهام عادی دوگانه
۵	۱-۲- مال
۷	۱-۳- تملک (مالکیت ضربدري يا متقاطع
۸	۱-۴- مالکیت به هم پیوسته یا شبکه
۹	۱-۵- آراء و کالتی
۹	۱-۶- تملک متخاصمانه
۱۰	۲- تملک دولت
۱۳	۳- مالکیت افراد خارجی و محدودیت سرمایه‌گذاری آنها
۱۵	۴- تملک و ادغام شرکت‌های بورسی
۱۷	۵- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

مقدمه

راهبری شرکتی موضوع مهم تضاد منافع بین سهامداران خرد، مدیران و سهامداران کنترلی (سهامداران راهبردی) را مورد مذاقه قرار می‌دهد. ساختار مالکیت شرکت یکی از موضوعات مرتبط با تضاد منافع در شرکت به حساب می‌آید. بسیاری از کشورها برای مطالعه و بررسی تضاد منافع، مالکیت، کنترل و نتایج منتج از آنها را از یکدیگر مجزا نموده‌اند. ساختار کنترلی و مالکیتی شرکت به انواع و ترکیب سهامداران باز می‌گردد. مالکیت^۱ معمولاً به‌عنوان حق برخورداری از سود تقسیمی و پرداخت‌هایی که از سوی شرکت صورت می‌گیرد^۲ تعریف می‌شود در حالی که کنترل به برخورداری از حق رأی^۳ اطلاق می‌گردد.

فرنک و مایر^۴ ساختار مالکیت شرکتی را بین کشورهای مختلف در دو گستره طبقه‌بندی نموده‌اند. در گستره اول اغلب کشورهای اروپایی (به‌خصوص آلمان، فرانسه، ایتالیا و سوئیس) و ژاپن قرار دارند. در این کشورها مالکیت شرکت‌های خصوصی در گروه‌های ذیل متمرکز است: ۱- شرکت‌های دیگری که مستقیماً با فعالیت شرکت در ارتباطند، ۲- بانک‌ها و ۳- مؤسسان خانوادگی. این تمرکز منجر به شکل‌گیری گروه‌های صنعتی یکپارچه گردیده و در این گستره، مالکیت ضربدری^۵ معمول می‌باشد. در این کشورها، اندکی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به‌طور کامل در اختیار عموم قرار گرفته‌اند. در عوض، شرکت‌های بورسی دارای سهام‌دار راهبردی (معمولاً فرد یا یک خاندان) هستند که اکثریت رأی شرکت را کنترل می‌نمایند. معمولاً سهامداران راهبردی کنترل خود بر شرکت را بدون در اختیار داشتن نسبت زیادی از حق برخورداری از سود تقسیمی، از طریق تملک هرمی، توافق بین سهامداران و دیگر روش‌هایی که در ادامه توضیح داده خواهد شد، اعمال می‌کنند. در این گستره مدیران، کارکنان، سهامداران و تمام افراد دیگر در *حول منافع* مشترک فعالیت می‌کنند و هدف صرفاً *افزایش ثروت* سهامداران نیست. در این گستره سهام‌داری دولت و نهادهایی همچون بانک مشاهده می‌شود.

در گستره دوم، شامل بریتانیا و آمریکا، تملک در میان تعداد زیادی از افراد غیرمرتبط و سرمایه‌گذاران نهادی پراکنده شده و مالکیت مشترک یا ضربدری به ندرت اتفاق می‌افتد. در این حالت توجه ویژه بر سهامداران است. راهبری شرکتی در این دو کشور تقریباً تضاد منافع بین سهام‌داران خرد، مدیران و سهامداران راهبردی را از بین برده است. اگرچه مالکیت شرکت‌ها به‌طور گسترده‌ای بین عموم مردم پراکنده شده اما برخی از شرکت‌ها همچون فورد و مایکروسافت از سوی سهامداران بلوکی یا راهبردی کنترل می‌شوند.

این تفاوت در ساختار مالکیتی دو نتیجه مشهود برای شرکت در پی خواهد داشت. از یک سو سهامداران راهبردی انگیزه و قدرت انتظام بخشیدن به مدیریت شرکت را در اختیار دارند و از سوی دیگر، مالکیت متمرکز می‌تواند شرایطی را برای بروز مشکل در شرکت ایجاد کند؛ به‌طوری که منافع سهامداران راهبردی با سهام‌داران خرد در یک راستا قرار نگیرد.

¹ Ownership

^۲ Cash Flow rights: اگرچه این اصطلاح به‌صورت لغوی حقوق جریان وجوه نقد ترجمه می‌شود اما در تعریف، به معنای حق برخورداری از سود تقسیمی و پرداخت‌هایی است که از سوی شرکت صورت می‌گیرد.

³ Voting or Control Right

⁴ Frank & Mayer

⁵ Cross Shareholding

با توجه به مجزا نمودن تملک و حق رأی از یکدیگر، روش‌های مختلفی را می‌توان برای هر دو متصور شد. در مجموع می‌توان این روش‌ها را در ۳ دسته طبقه‌بندی نمود: ۱- روش‌های متداول تملک (یعنی خریداری سهام عادی و در اختیار داشتن حق رأی و سود تقسیمی به‌اندازه تعداد سهم، یا خریداری سهام ممتاز و صرفاً حق برخورداری از سود تقسیمی). ۲- CMS^۱ که به سهامداران اجازه می‌دهد در عین تملک مقدار اندکی از سهام، کنترل شرکت را در اختیار بگیرند. ۳- ادغام و تصاحب که در این حالت نیز تملک شرکتی دیگر با هر روشی، متخاصمانه یا دوستانه، اتفاق می‌افتد.

معیار کشورهای مختلف برای مالکیت متمرکز^۲ در اختیار داشتن حداقل ۲۰ درصد از حق رأی یک شرکت از سوی یک سهامدار داخلی و ۱۰ درصد سهام از سوی یک سهامدار خارجی می‌باشد. مطالعات صورت گرفته نشان می‌دهند که کنترل ۲۰ شرکت بزرگ بریتانیا و آمریکا در دست عموم مردم است (در بریتانیا ۱۰۰٪ و در آمریکا ۸۰٪) اما در کشور ایتالیا تنها ۲۰٪ و در فرانسه و آلمان به ترتیب ۶۰ و ۴۵٪ از این شرکت‌ها در مالکیت عموم مردم هستند. همانطور که در بالا نیز اشاره شد، در کشورهای آمریکا و بریتانیا مالکیت هرمی وجود ندارد در حالی که این پدیده در آلمان، فرانسه و ایتالیا به کرات دیده می‌شود. برخی ممکن است از عدم وجود مالکیت هرمی در کشورهای فوق‌الذکر تعجب کنند اما پاسخ در تفاوت تاریخی قوانین و مقررات نهفته است. در آمریکا به دلیل دریافت مالیات بر سود تقسیمی درون شرکتی^۳ در سال ۱۹۳۵ عدم حضور این پدیده توجیه می‌شود.^۴ لازم به ذکر است که چنین اقدامی نیازمند شفافیت بازار و همچنین کنترل دقیق نهاد ناظر می‌باشد. با افشای معاملات هرمی و همچنین رصد و کنترل این معاملات از سوی نهاد ناظر (SEC)، دریافت مالیات امکان‌پذیر است. دیگر مسئله‌ای که باید به آن توجه نمود علت گنجاندن این بند در قانون می‌باشد. براساس توضیحی که در ذیل بند مربوطه آمده است، کنگره برای جلوگیری از پیچیده شدن ساختار مالکست شرکت‌ها و دشواری در کنترل و حسابرسی آنها چنین بندی را در قانون گنجانده است. در بریتانیا نیز به دلیل وجود بندی در قانون مدنی که از سوی پانل تصاحب و تملک^۵ با عنوان خرید اجباری سهام مازاد بر میزان قانونی تملک سهام^۶ ایقا گردیده، چنین پدیده‌ای رخ نداده است.^۷ مالکیت در کشورهای آلمان و ایتالیا به شدت متمرکز است به‌طوری‌که در نیمی از شرکت‌های پذیرفته شده آلمان و ایتالیا در بورس، یک سهامدار بلوکی می‌تواند حداقل ۵۵ درصد حق رأی را در اختیار داشته باشد. علاوه بر مواردی که در بالا ذکر گردید، باید خاطر نشان کرد که دولت‌ها، افراد، شرکت‌ها، نهادها (مانند بانک‌ها) می‌توانند تملک شرکت‌های مختلف را در اختیار داشته باشند. در این پژوهش، ابتدا به شیوه‌های مرسوم و مختلف تملک و کنترل پرداخته و در ادامه به تملک دولت، سرمایه‌گذاری‌های خارجی و محدودیت‌های پیش‌روی آن پرداخته‌ایم.

^۱ Controlling-Minority Structure

^۲ Concentrate Ownership

^۳ The Taxation of Inter Company Dividends

^۴ یکی از مفاد قانون مالیات بر درآمد آمریکا می‌باشد. در این بند اذعان گردیده است که چنانچه فردی به‌صورتی زنجیروار و هرمی که در ادامه توضیح داده خواهد شد درآمدی کسب کند، به ازای هر بار چرخش مبلغ دریافتی در هر شرکت، مالیات از وی کسر می‌گردد. تا پیش از سال ۱۹۳۵ مالیات فقط یک بار در شرکت اولیه دریافت می‌شد.

^۵ Takeover Panel

^۶ Mandatory Takeover Bid

^۷ بر اساس این بند چنانچه یک سهامدار حقیقی یا حقوقی بیش از ۳۰ درصد از یک شرکت را تصاحب کند باید پیشنهاد خریداری مابقی سهام آن شرکت را با بالاترین بالاترین قیمت اخیر سهام ارائه نماید. دلیل این امر این است که اگرچه ۳۰ درصد کنترل رسمی شرکت را در اختیار سهامدار قرار نمی‌دهد اما برای کنترل اثربخش آن کافی است. هنگامی که تغییر در ساختار کنترلی شرکت رخ می‌دهد ممکن است قیمت سهام در جهت منفی تحت تأثیر قرار گیرد؛ زیرا سهامداران خرد ممکن است چنین تصور نمایند که این سهامداران در جهت منافع خود عمل خواهد نمود و منافع سهامداران دیگر تحت‌الشعاع قرار خواهد گرفت. به همین خاطر عادلانه‌ترین روش این است که به ایشان اجازه داده شود تا به قیمتی که سهامدار ۳۰ درصدی سهام خریداری نموده است، سهام خود را بفروشند. در برخی مواقع پانل تصاحب استثنایی برای الزامات پیشنهاد خرید اجباری قائل می‌شود؛ به‌عنوان مثال هنگامی که سهامداران اصلی شرکت ابراز دارند که پیشنهاد خرید اجباری را نمی‌پذیرند

۱- تملک از سوی افراد و شرکت‌ها

۱-۱- **سهام عادی دوگانه**^۱: در حالت کلی معمولاً ۲ نوع انتشار سهام صورت می‌گیرد: عرضه سهام به عموم مردم و عرضه سهام به مؤسسان شرکت، مدیران اجرایی، و خاندان مؤسسان شرکت. آنچه در ایران شناخته شده و متداول است انتشار سهام عادی و سهام ممتاز است. سهام عادی صرفاً حق رأیی برابر با تعداد سهام در اختیار فرد قرار می‌دهد. سهام ممتاز نیز حق رأی نداشته و دارنده آن صرفاً از سود تقسیمی بهره می‌برد. اما حالت دیگری از انتشار سهام وجود دارد که در آن دو نوع مختلف از سهام یک شرکت با عنوان سهام دوگانه منتشر می‌گردد. این نوع سهام را نباید با سهام ممتاز یکسان در نظر گرفت؛ زیرا قوانین مترتب بر سهام ممتاز، در بر گیرنده سهام دوگانه نمی‌باشد. خواستگاه این نوع سهام را می‌توان در دهه ۱۹۷۰ در کشور کانادا، هنگامی که شرکت‌های رسانه‌ای و مخابراتی برای تملک از جانب افراد خارجی محدودیت‌هایی داشتند، جست. انتشار سهام دوگانه روشی برای بهره‌گیری از سرمایه افراد (حقیقی و حقوقی) خارجی در عین نگه داشتن کنترل در دست شرکت‌های کانادایی بود. ساختار این نوع سهام عادی مشتمل است بر انتشار سهام نوع A و سهام نوع B. در اینگونه انتشار سهام ۳ حالت امکان‌پذیر است: ۱- انتشار سهام با حق رأی متفاوت، سود تقسیمی مشابه (حالت مرسوم و متداول سهام دوگانه) ۲- انتشار سهام با حق رأی مشابه، حق برخورداری از سود تقسیمی متفاوت، و ۳- انتشار سهام با حق رأی متفاوت و حق برخورداری از سود تقسیمی متفاوت. این نوع سهام معمولاً در اختیار کارکنان شرکت، بازنشستگان سازمان، مدیران و خانواده مؤسسان شرکت قرار می‌گیرد، امکان خرید و فروش عمومی آن وجود ندارد، صورت پذیرش در بورس امکان نشان دادن نماد آنها وجود دارد، و صرفاً به صلاحدید مدیران و مؤسسان شرکت به افراد واگذار می‌گردد. همچنین این نوع سهام قابلیت تبدیل به سهام عادی را دارد. معمولاً قیمت آن در عرضه اولیه (در حلت مرسوم یعنی حالتی که حق رأی بیشتر است و تفاوتی در سود تقسیمی نیست) با سهام عادی برابری می‌کند اما در عرضه ثانویه می‌تواند بالاتر یا پایین‌تر باشد. به عنوان مثال، شرکت UPS^۲ دو نوع سهام A و B منتشر می‌کند. سهام A ۱۰ برابر سهام B حق رأی دارد اما سود تقسیمی مشابه. قیمت عرضه اولیه این سهام ۵۰ دلار بوده است. سهام نوع A این شرکت در اختیار کارکنان و بازنشستگان این شرکت قرار گرفته است. ۲۶ درصد کل سهام این شرکت از نوع A و ۷۴ درصد آن از نوع B می‌باشد. سهام نوع A این شرکت در بورس نیویورک فهرست نمی‌شود و صرفاً سهام نوع B امکان پذیرش در بورس دارد. در مثالی دیگر نیز می‌توان شرکت کرافورد که دو نوع سهام با نماد CRD-A و CRD-B منتشر نموده است را ذکر نمود. تفاوت قیمتی این دو سهم در سال ۲۰۱۱ در شکل ۱ نشان داده شده است:

شکل ۱- تفاوت قیمتی سهام نوع A و B شرکت کرافورد



¹ Dual Class Equity or Shares

² United Parcel Services

شرکت‌های معروف دیگری همچون فورد و برکشایر (که در مالکیت وارن بافت قرار دارد) ساختار سهامی دوگانه دارند که به مؤسسان آنها اجازه می‌دهند اکثریت کنترل شرکت را با کمترین میزان سهام در اختیار داشته باشند. به‌عنوان مثال این ساختار به خانواده فورد اجازه می‌دهد تا اختیار ۴۰٪ حق رأی را با ۴٪ از کل سهام شرکت در اختیار داشته باشد.

هنگامی که شرکت گوگل عرضه عمومی شد، بسیاری از سهامداران از انتشار نوع دومی از سهام که به مؤسسان و مدیران ارشد اجازه می‌داد تا کنترل شرکت را همچنان در اختیار داشته باشند ناراحت شدند. هر برگ سهام نوع B که برای افراد داخلی شرکت نگه‌داری شد، ۱۰ حق رأی را دربر داشت درحالی که هر برگ سهم نوع A، ۱ رأی را در بر می‌گرفت. سهام این نوع شرکت‌ها صرفاً برای جذب نقدینگی عموم مردم و بهره‌گیری از بازار سرمایه می‌باشد در حالی که مؤسسان شرکت قصد واگذاری کنترل شرکت به عموم را ندارند. این نوع سهام اگرچه حق بیشتری را برای دارندگان ایجاد می‌کند اما معمولاً به‌منظور انجام معامله تملک نمی‌گردد. بورس نیویورک به شرکت‌های آمریکایی اجازه می‌دهد تا سهام دوگانه خود را در بورس پذیرش نمایند. هنگامی که سهام در بورس پذیرفته شود، کاستن از حق رأی آنها امکان‌پذیر نیست.

می‌توان شرکت اسکانیا را به‌عنوان مثالی مشهود از سهام دوگانه ذکر نمود. ترکیب سهامداران عمده این شرکت در جدول ذیل ذکر گردیده است:

جدول ۱- ترکیب سهامداران عمده شرکت اسکانیا

Owner	A shares	B shares	% of capital	% of votes
Volkswagen AG*	306,232,239	59,037,822	45.66	70.94
MAN SE	73,047,179	33,718,857	13.35	17.37
Clearstream Banking	1,140,289	33,946,632	4.39	1.03
Swedbank Robur fonder	0	21,198,273	2.65	0.48
AMF - Försäkring och Fonder	650,000	13,307,320	1.74	0.45
Alecta Pensionsförsäkring	0	18,605,000	2.33	0.42
Skandia Liv	988,321	6,324,780	0.91	0.37
Scania Resultatbonusstiftelse	948,318	3,249,408	0.52	0.29
JPM Chase	11,670	10,677,962	1.34	0.25
Handelsbanken Fonder	313,818	7,062,430	0.92	0.23
10 largest owners	383,331,834	207,128,484	73.81	91.83
Others	16,668,166	192,871,516	26.19	8.17
Total	400,000,000	400,000,000	100.00	100.00

این شرکت ۴۰۰ میلیون سهم A و ۴۰۰ میلیون سهم B با ارزش بازار ۷۲۸۸۰ میلیون کرون منتشر نموده است. درخصوص حق رأی، هر سهم A یک حق رأی دارد درحالی که دراختیار داشتن ۱۰ سهم B یک حق رأی را ایجاد می‌نماید. از ۲۹ ژانویه ۲۰۱۰، این میزان سهام از سوی سازمان مرکزی سپرده‌گذاری و تسویه وجوه اوراق بهادار سوئیس^۱ به ۱۱۹۹۷۳ سهامدار اختصاص یافته است. اطلاعات جدول بالا ۱۰ سهامدار عمده این شرکت را نشان داده است. همانطور که مشاهده می‌شود، شرکت ولکس واگن حدود ۷۱ درصد از حق رأی را با ۴۵ درصد از سرمایه شرکت در اختیار دارد. علاوه بر این، شرکت ولکس واگن بخشی از سهام را در مؤسسه اعتباری اسکانیا نگهداری می‌کند که حق رأیی اضافی به میزان ۸۷٪ درصد سهام نگهداری شده در این مؤسسه به وی اعطا نموده است.

ساختار مالکیت و کنترل این شرکت در جدول ذیل نشان داده شده است:

جدول ۲- ساختار مالکیت و کنترل شرکت اسکانیا

Number of shares	% of shares	% of votes
1-100	0.27	0.35
101-200	0.26	0.26
201-300	0.17	0.17
301-400	0.37	0.30
401-500	0.20	0.15
501-1,000	0.83	0.57
1,001-2,000	0.80	0.55
2,001-5,000	0.92	0.51
5,001-10,000	0.66	0.34
10,001-20,000	0.53	0.23
20,001-50,000	0.91	0.29
50,001-100,000	0.81	0.22
100,001-500,000	4.58	1.12
500,001-1,000,000	4.43	1.17
1,000,001-5,000,000	14.37	2.86
5,000,001-10,000,000	2.85	0.92
10,000,001-50,000,000	8.05	1.70
50,000,001-	59.00	88.31
Total	100.00	100.00

۲-۱- مالکیت هرمی^۲: یک هرم به‌عنوان ساختار مالکیتی که در آن سهامدار راهبردی کنترل شرکت را از طریق حداقل یک شرکت پذیرفته شده دیگر در بورس در دست می‌گیرد، تعریف می‌شود. برای فهم بهتر هرم، دو مثال ذیل ذکر گردیده‌اند. شرکت لوئیز ویتون^۳ با نام اختصاری LVMH، شرکتی پیشرو در کالاهای لوکس و یکی از بزرگترین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس پاریس، با حجم بازار ۴۵ میلیارد دلار می‌باشد. این شرکت دارای یک مالک نهایی^۴، با نام برنارد آرنو^۱ که مدیر اجرایی

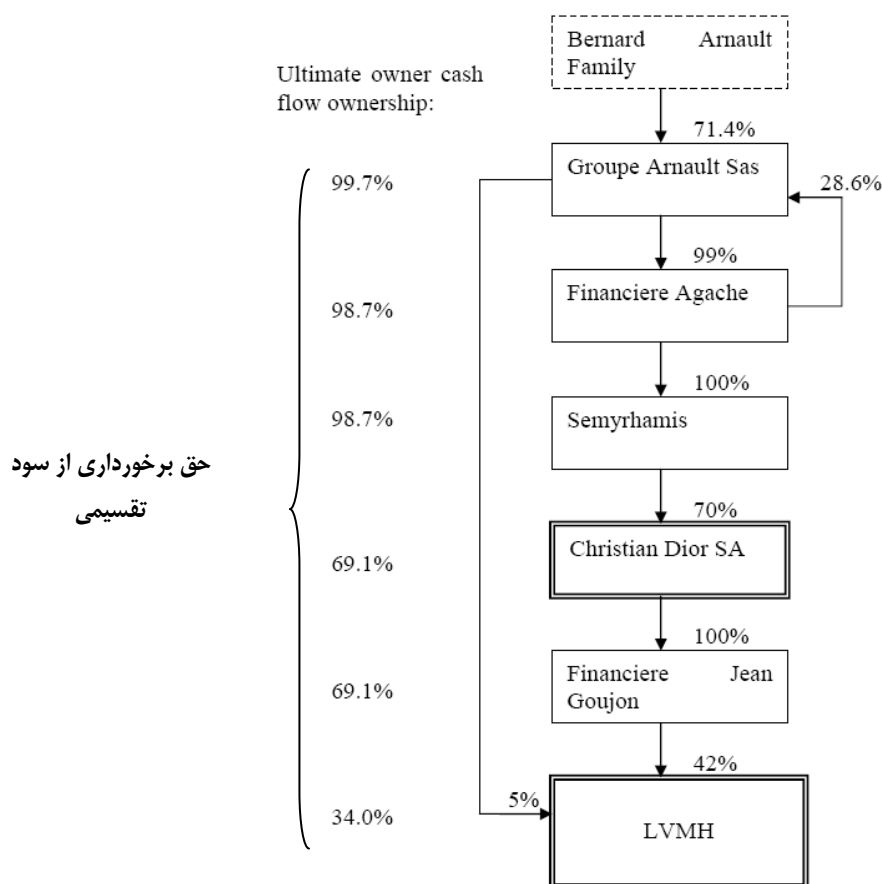
¹ Swedish Central Securities Depository and Clearing Organization

² Ownership Pyramid

³ Louis Vuitton Moët Hennessy

⁴ Ultimate Owner

و رئیس هیئت مدیره نیز هست، می‌باشد. این شرکت از طریق گروه هرمی که شامل چندین شرکت پذیرفته نشده و یک شرکت پذیرفته شده در بورس (کریستین دیور)^۲ (مارک معروف لوازم بهداشتی و عطریات) می‌باشد، کنترل می‌گردد. شکل زیر زنجیره کنترل این شرکت را نشان داده است. عدد بالای هر شرکت در سمت راست فلش، نسبت حق رأیی است که توسط شرکت مربوطه تملک گردیده. عدد سمت چپ برای هر شرکت نسبت حق برخورداری از سود تقسیمی که توسط سهامدار کنترلی به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم تملک گردیده است را نشان می‌دهد. به‌عنوان مثال، آرنو ۹۸.۷ درصد حق برخورداری از سود تقسیمی شرکت سمیرامیس، و این شرکت ۷۰ درصد کریستین دیور را در اختیار دارد. بنابراین، آرنو ۶۹.۱ درصد از حق برخورداری از سود تقسیمی دیور را در اختیار دارد (۷۰٪×۹۸.۷٪). در نتیجه این ساختار کنترلی، آرنو ۴۷ درصد از حق رأی در LVMH را با مالکیت مستقیم یا غیرمستقیم ۳۴ درصد از حق برخورداری از سود تقسیمی در اختیار دارد.



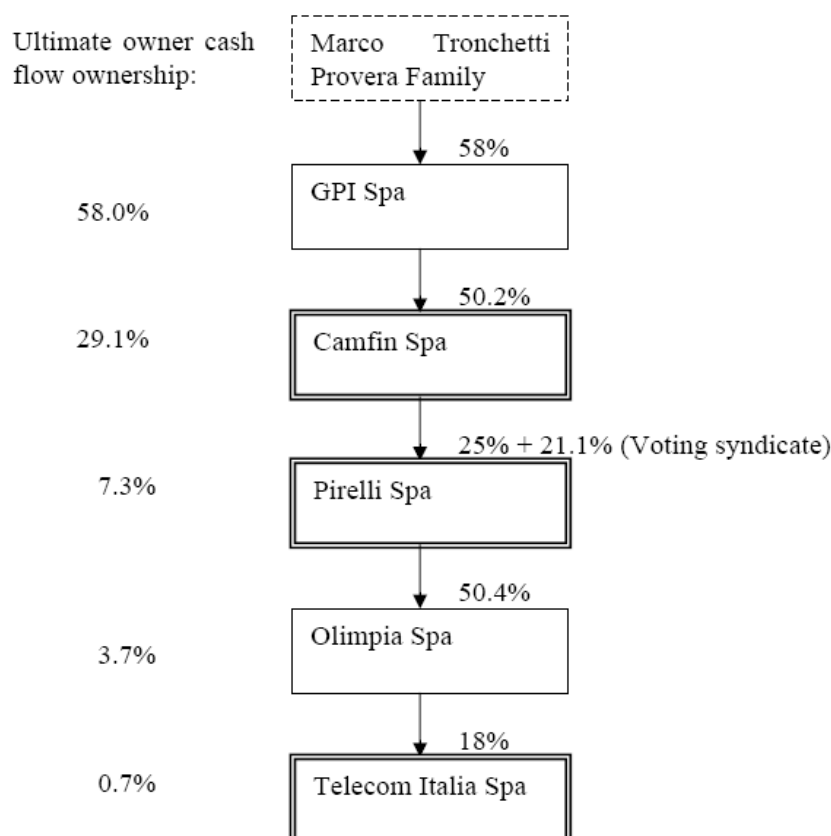
تفکیک مالکیت از کنترل در شرکت تلکام ایتالیا، یکی از بزرگترین شرکت‌های مخابراتی دنیا با حجم بازار حدود ۴۰ میلیارد دلار نیز رخ داده است. گروه هرمی دربر گیرنده ۳ شرکت پذیرفته شده و ۲ شرکت پذیرفته نشده در بورس می‌باشد. با توجه به دوگانه بودن سهام، رئیس هیئت مدیره این شرکت (بین سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۶)، آقای مارکو ترونچتی پروورا^۳ با خرید سهامی

^۱ Bernard Arnault

^۲ Christian Dior

^۳ Marco Tronchetti Provera

که حق رأی بیشتری داشته اما در سود تقسیمی حق مشابهی با دیگر سهامداران دارد، صرفاً با در اختیار داشتن ۰/۷ درصد از حق برخورداری از سود تقسیمی (از طریق شرکت المپیا) حق رأیی ۱۸ درصدی در اختیار دارد. باید توجه داشت که کنترل بر یکی از شرکت‌های موجود در هرم (پیریلی اسپا) از طریق توافق بین دیگر سهامداران بزرگ در خصوص سهم رأی هر یک (معروف به سندیکای رأی دهی) تقویت گردیده است. به دلیل این توافق، ترونچتی پرورا، ۴۶.۱ درصد از رأی‌های پیریلی اسپا؛ ۲۵ درصد مستقیماً از سوی شرکت مادر (کامفاین) و ۲۱.۱ درصد از سوی دیگر سهامداران عمده را تحت کنترل دارد.



۱-۳- تملک (مالکیت) ضربدری یا متقاطع^۱: چنانچه یک شرکت مادر سهام شعب خود را خریداری کرده و شعب نیز سهام شرکت مادر را خریداری نمایند مالکیت ضربدری رخ می‌دهد. در برخی مواقع مالکیت ضربدری به حق رأی ضربدری نیز شناخته می‌شود. مسئله‌ای که در مالکیت ضربدری مطرح می‌شود این است که آیا حق رأی شعب در شرکت مادر وجود دارد یا خیر. مالکیت چرخشی^۲ نیز حالت دیگری از این مدل تملک می‌باشد به‌طوری‌که شعبه یک شرکت مادر، اقدام به خرید سهام شرکت سومی می‌کند که سهام شرکت مادر را در اختیار دارد.

از سوی دیگر، مالکیت ضربدری به عنوان تملک سهام در شرکتی دیگر (غیر از شعب) نیز تعریف شده است. به عنوان مثال دو شرکت خودروسازی در وضعیت رکود اقتصادی با خرید سهام یکدیگر (جهت بهره‌مندی از امکانات یکدیگر) سعی می‌نمایند تا

^۱ Cross Ownership

^۲ Circular Ownership

وضعیت کارخانه خود را بهبود بخشند. این امر برای دو شرکت بی‌ام‌دبلیو و دایملر در سال ۲۰۰۹ رخ داد به‌طوری‌که ۲ شرکت ۷ درصد از سهام خود را به صورت تاخت^۱ با یکدیگر معاوضه نمودند. مالکیت ضربدری به‌عنوان یک راهبرد برای شرکت‌های مختلف در نظر گرفته می‌شود. این راهبرد می‌تواند تملک ۲ یا چندین شرکت مرتبط با حوزه کاری یک شرکت باشد. ممکن است شرکتی تصمیم بگیرد برای تقویت حوزه کاری خود، شرکتی که به‌عنوان مثال مواد اولیه آن کارخانه را تولید می‌کند تصاحب نماید. حتی این راهبرد می‌تواند در صنایع مختلف بروز نماید. هنگامی که یک شرکت چندین شرکت را تصاحب نماید به آن مالکیت ضربدری سنگین^۲ اطلاق می‌شود. در آمریکا، با توجه به دستورالعمل منع مالکیت ضربدری که از سوی کمیسیون ارتباطات فدرال در سال ۱۹۷۵ به‌منظور جلوگیری از ایجاد انحصار در حوزه نشر و رسانه تصویب گردیده، امکان مالکیت یک فرد حقیقی یا حقوقی بر بیش از یک رسانه وجود ندارد.

۱-۴- مالکیت به هم پیوسته یا شبکه^۳: روشی برای ایجاد یک گروه تجاری یکپارچه از طریق تبادل سهام. با تبادل سهام، یک گروه تجاری متشکل از شرکت‌های قانونی مختلف بجای اینکه همگی تحت لوای یک شرکت قرار گیرند، مستقل باقی می‌مانند. در این حالت شرکت‌ها قادر خواهند بود تا در مقابل تملک متخاصمانه (در ادامه توضیح داده خواهد شد) مقاومت نمایند. به هر حال این ساختار موقعیت مالکیت گروه را به‌خصوص هنگامی که تعداد سهام‌داران بسیار زیاد باشد پیچیده می‌سازد. در آمریکا و بریتانیا شرکت‌ها ترجیح می‌دهند تا تحت نظر یک شرکت مادر (پرنٹ) باشند اما در کشورهای آسیایی و برخی از کشورهای اروپا از این ساختار استفاده می‌شود.

ساختار شبکه تا حد زیادی شبیه ساختار مالکیت ضربدری است. در این حالت نیز شرکت‌های مختلفی از صنایع گوناگون در تملک یکدیگر هستند. برای روشن شدن موضوع مثالی ذکر گردیده است: گروه تجاری «سندیکاتو آنتیکوئو»^۴ توسط شرکت‌هایی در صنایع گوناگون علاوه بر شرکت‌های مالی در کلمبیا تشکیل شده است. تجارت اصلی این گروه تجاری سیمان، مواد غذایی فراوری شده، قهوه بو داده، فولاد، تنباکو، ساخت و ساز، منسوجات، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های تأمین سرمایه و شرکت‌های بیمه می‌باشد. شرکت‌های وابسته به این گروه تجاری بیش از ۱۰۰ شرکت (پذیرفته شده و نشده در بورس) می‌باشند. برخی از این شرکت‌ها بیش از ۸۰ سال از تأسیسشان می‌گذرد. امروزه مرکز کسب و کار این گروه تجاری بر صنعت سیمان شرکت «سیمان آرگوس»^۵ که در سال ۲۰۰۰ به یک شرکت مادر تخصصی (هلدینگ) تغییر یافته متمرکز است. آرگوس سرمایه‌گذاری‌های مستقیمی در شرکت‌های بزرگ سیمانی داشته و تمام زنجیره تولید را یکپارچه نموده است: استخراج سنگ، خاک، و تولید و توزیع سیمان. این شرکت نیمی از سهم بازار را در اختیار داشته و ۲.۵ میلیون تن سالانه صادر می‌نماید. مالکیت شبکه‌ای این شرکت در ذیل نشان داده شده است.

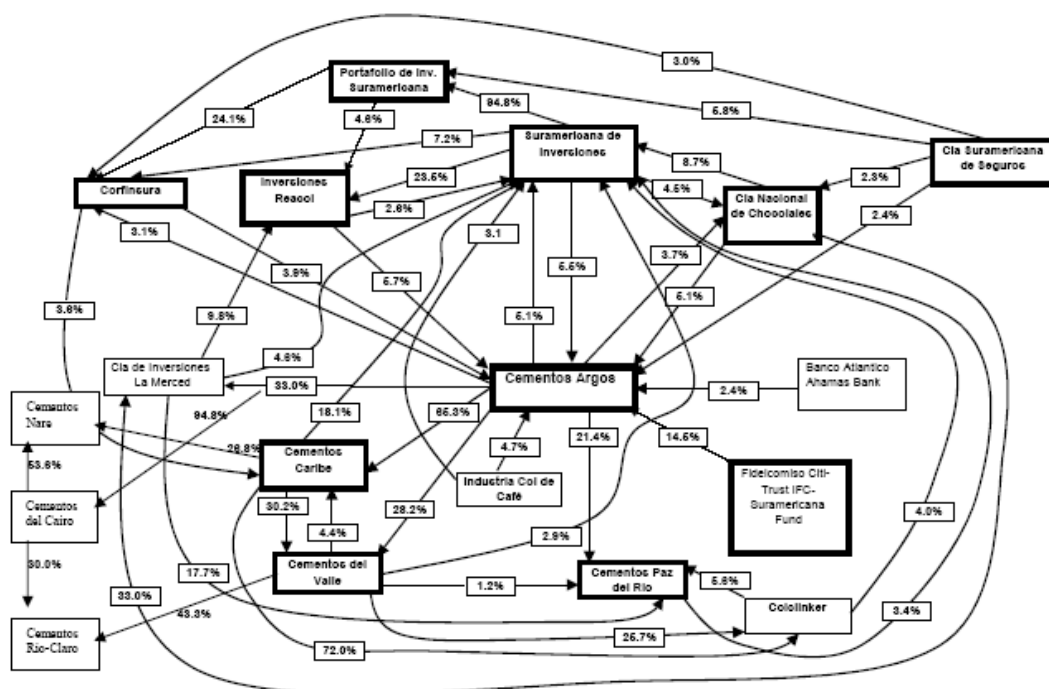
¹ Swap

² Heavy Cross Ownership

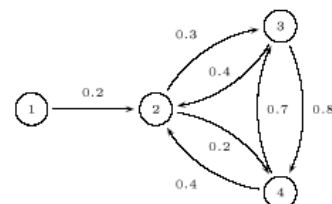
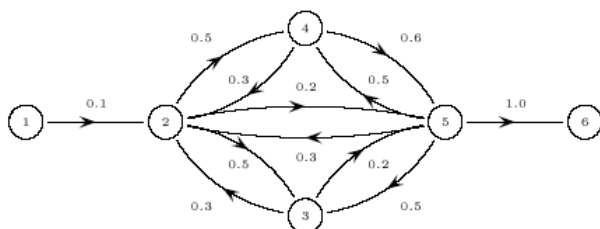
³ Interlocking or Web Ownership

⁴ Sindicato Antioqueno

⁵ Argos Concrete



شکل های ساده روش شبکه یا وب را می توان در ذیل مشاهده نمود:



۱-۵- آراء وکالتی^۱: این اصطلاح درخصوص وکیل نمودن فردی به جای سهامداری که نمی تواند یا نمی خواهد در مجمع سالانه شرکت کند به کار می رود. برای واگذاری حق رأی، ایمیلی از طرف شرکت به فرد سهامدار ارسال می شود تا در صورت عدم شرکت در مجمع عمومی سالانه، فردی را از جانب خود وکیل کند (از میان سهامداران دیگر). اگرچه در ظاهر این موضوع چندان به کنترل ارتباط ندارد اما از آنجا که بسیاری از افراد مدیریت شرکت را وکیل خود قرار می دهند یا در صورت توافق فرد یا سازمان دیگری که سهامدار شرکت است را به عنوان وکیل مشخص می کنند، می تواند کاربرد کنترلی بر روی شرکت داشته باشد. جالب آنجاست که یکی از روش های دولت ها برای کنترل شرکت جمع کردن آراء وکالتی است.

¹ Proxy Votes

۱-۶- تملک متخاصمانه^۱: تصاحب^۲ یک شرکت (که شرکت هدف نامیده می‌شود) توسط شرکت دیگری که بجای کسب موافقت و رسیدن به توافق با مدیریت شرکت هدف، با مراجعه مستقیم به سهامداران و نزاع برای جایگزین نمودن مدیریت حال حاضر صورت می‌گیرد. ویژگی این تملک آن است که مدیریت شرکت قصد ندارد وارد چنین معامله‌ای شود. برخی مواقع مدیریت شرکت برای مقابله در برابر تملک خصمانه از راهبردهایی شامل قرص سمی، بیش از حد اکثریت^۳، چتر طلایی^۴، هیئت مدیره متناوب، سهام دوگانه، دفاع از جواهر تاج، شوالیه سفید و دیگر راهبردها استفاده می‌کند.

این شیوه تصاحب صرفاً برای شرکت‌های سهامی عامی که در بورس‌های سهام معامله می‌شوند قابل تصور است. تملک متخاصمانه از ۲ طریق امکان‌پذیر است: پیشنهاد مزایده^۵ و تشویق سهامداران به استفاده از رأی وکالتی^۶. پیشنهاد مزایده قیمت خرید سهام شرکت هدف (با قیمتی ثابت) است که معمولاً بیش از ارزش بازار کنونی سهام می‌باشد. خریدار از این تفاوت برای تشویق سهامداران به فروش سهمشان استفاده می‌کند. این مزایده محدودیت زمانی دارد و ممکن است الزامات دیگری را در بر گیرد که با پذیرش سهامداران، شرکت هدف نیز باید پایبند آن باشد. در آمریکا شرکت خریدار باید برنامه‌های خود را برای تصاحب سهم به شرکت هدف افشا نماید و اسناد مربوط به آن را در SEC ثبت کند. قانون ویلیامز در سال ۱۹۹۶ محدودیت‌ها و الزاماتی برای پیشنهاد مزایده قائل شده است. برخی مواقع نیز خریدار یا گروه خریداران برای دور زدن قانون ویلیامز تدریجاً سهام خریداری می‌کنند تا سهام خود را به حد سهام کنترلی برسانند. شرکت هدف با کشف این عمل، از اجرای آن جلوگیری خواهد نمود.

۲- تملک دولت

شرکتی که در مالکیت دولت قرار دارد، دارای هویتی قانونی است که از سوی دولت برای انجام فعالیت‌های تجاری بجای مالک (دولت) ایجاد گردیده است. وضعیت قانونی این شرکت‌ها متفاوت است و می‌توانند بخشی از دولت تا شرکت‌های سهامی که دولت سهام‌دار این شرکت‌هاست را در بر گیرند. تعریف استاندارد از این شرکت‌های در مالکیت دولت (GOC یا SOE) وجود ندارد و تعیین اینکه چه میزان از تملک شرکت از سوی دولت می‌تواند شرکت را دولتی نماید دشوار است. به‌عنوان مثال شرکت سرمایه‌گذاری چین که شرکتی دولتی است، در سال ۲۰۰۷، ۱۰ درصد از سهام شرکت تأمین سرمایه مورگان استنلی را خریداری نمود ولی این بانک به‌عنوان بانکی دولتی مدنظر قرار نمی‌گیرد. سازمان‌ها یا شرکت‌هایی که در تملک دولت هستند منتج شده از اصطلاح و فرایند شرکتی شدن^۷ سازمان‌های دولتی به‌عنوان هویت‌هایی نیمه شرکتی که بخشی از سهام آنها در بورس اوراق بهادار عرضه می‌شود بوجود آمدند. ۲ تعریف موجود برای شرکت‌های مرتبط با دولت یا در تملک دولت وجود دارد: ۱- چنانچه دولت بیش از نیمی از سهام شرکت را در اختیار داشته باشد (سهام کنترلی) ۲- چنانچه دولت یکی از سهامداران شرکت (به هر میزانی) باشد، دولتی محسوب می‌گردد.

¹ Hostile Takeover

² Acquisition

³ Supermajority

⁴ Golden Parachute

⁵ Tender Offer

⁶ Proxy Fight or Battel

⁷ Corporatization

شرکت‌های شبه دولتی^۱ سازمان‌هایی هستند که از منظر قانون تحت هدایت دولت بوده اما از دولت جدا هستند. اگرچه این شرکت‌ها از ارائه خدمات به مشتریان درآمد کسب می‌کنند اما بخشی یا تمام بودجه آنها از سوی دولت تأمین می‌گردد. این شرکت‌ها برای ارائه خدمات به اجتماع برای دولت از اهمیت خاصی برخوردارند.

شرکت‌هایی که در تملک دولت هستند معمولاً در بخش‌های اقتصادی که انحصاری طبیعی یا منفعتی راهبردی وجود دارد فعالیت می‌کنند. به هر حال، مالکیت دولت در فعالیت‌های صنعتی نیز معمول است. ملی‌سازی نیز اجباراً شرکتی خصوصی را به شرکتی در تملک دولت در می‌آورد. در اکثر کشورهای اوپک، دولت‌ها شرکت‌های نفتی که در خاک آنها فعالیت می‌کنند را در تملک دارند. نمونه این شرکت‌ها آرامکو می‌باشد که در تملک دولت سعودی است.

در کشورهای پادشاهی مشترک‌المنافع مانند استرالیا، کانادا و نیوزیلند از اصطلاح شرکت‌های سلطنتی به جای شرکت‌های دولتی استفاده می‌شود. به عنوان مثال شرکت رادیو و تلویزیون کانادا و شرکت هواپیمایی کانادا پیش از آنکه خصوصی شوند در تملک دولت کانادا بودند. اعضای هیئت دولت معمولاً سهام چنین شرکت‌های عمومی را کنترل می‌کنند.

براساس مطالعات صورت گرفته می‌توان گفت دولت‌ها برای کسب منفعت در شرکت‌های دیگر سرمایه‌گذاری نمی‌کنند مگر آنکه منفعتی راهبردی یا انحصار در شرکت برای دولت وجود داشته باشد. دولت‌ها معمولاً در بخش انرژی، خدمات پستی و مخابراتی، حمل و نقل، آب و برق سرمایه‌گذاری می‌نمایند.

در آمریکا، شرکت‌های تحت حمایت دولت^۲ (GSEs) گروهی از شرکت‌های ارائه‌کننده خدمات مالی هستند که از سوی کنگره ایالات متحده ایجاد شده است. شرکت‌های GSE، شرکت‌هایی خصوصی هستند که در تملک سهام‌دارانشان می‌باشند نه در تملک دولت. این شرکت‌ها از جانب دولت ساختار یافته و تنظیم می‌شوند تا هزینه دریافت اعتبار برای بخش‌های هدفی که نیاز به استقراض دارند را کاهش دهند. با تمام این احوال، هدف اصلی این شرکت‌ها ایجاد سود برای سهامداران می‌باشد. کنگره آمریکا اولین GSE را در سال ۱۹۱۶ با ایجاد سیستم اعتباری فارم (زمینه و مزرعه) راه‌اندازی کرد. کنگره در سال ۱۹۳۲ GSE‌هایی در بخش تأمین مالی مسکن با ایجاد بانک‌های فدرال وام مسکن تأسیس نمود. همچنین کنگره آمریکا در سال ۱۹۷۲ با مورد هدف قرار دادن بخش آموزش (ارائه وام به دانش‌آموزان و دانشجویان)، شرکت سالی می^۳ را ایجاد کرد (اگرچه طی قانون سال ۱۹۹۵ این شرکت از حمایت دولت خارج شده و خصوصی گردید). بخش استقراض وام‌های رهنی محلی تاکنون بزرگترین بخش استقراض بوده که GSE ها در آن فعالیت نموده‌اند. ۳ شرکت تأمین مالی وام‌های رهنی که تحت حمایت دولت بودند (فانی می^۴، فردی مک^۵ و بانک‌های فدرال وام مسکن) دارایی‌های ترازنامه‌ایشان چندین تریلیون دلار بود. دولت فدرال اوراق اختیار تضمینی خرید^۶ سهام این شرکت‌ها را در اختیار داشت به‌طوری که می‌توانست در صورت اعمال حق، ۷۹.۹٪ این شرکت‌ها را تصاحب نماید. شرکت‌های تحت تملک و در امتیاز دولت فدرال، مجموعه شرکت‌هایی مجزا هستند که تحت تملک و در امتیاز دولت فدرال می‌باشند که برای ارائه خدمات به عموم مردم فعالیت می‌کنند اما برخلاف سازمان‌های فدرال یا کمیسیون‌های مستقل فدرال، شخصیت حقوقی مجزایی از دولت فدرال دارند به‌طوری که بیشترین سطح استقلال سیاسی به

¹ parastatal

² Government Sponsored Enterprises

³ Sallie Mae

⁴ Fannie Mae

⁵ Freddie Mac

⁶ Warrants

آنها اعطا شده است. برخی از این شرکتها سهمی از بودجهٔ فدرال دریافت می‌کنند اما برخی دیگر منابع مستقل درآمدی دارند. نمونه‌هایی از این شرکتها عبارتند از: شرکت وام‌های رهنی کشاورزی فدرال، بانک‌های اعتباری فارم (زمین و مزرعه)، شرکت بیمهٔ مرکزی آمریکا، بانک تأمین مالی فدرال، بانک‌های وام مسکن فدرال و ...

شرکت‌های تصاحب شده از سوی دولت فدرال مجموعهٔ مجزای دیگری از شرکت‌هایی هستند که امتیاز آنها در اختیار دولت نبوده یا از سوی دولت ایجاد نشده‌اند، اما در مالکیت دولت فدرال هستند و فعالیت‌های آنها تحت کنترل دولت می‌باشد. این شرکتها در نتیجهٔ توقیف اموال بدهکار به دولت، به‌طور موقت در مالکیت دولت قرار می‌گیرند؛ مانند مالیات دهندگان متخلف. معمولاً این شرکتها در صف حراج قرار می‌گیرند (شرکت‌هایی که دارای تخلف مالیاتی هستند با دستور دادگاه فدرال از سوی دولت فدرال، در تملک دولت قرار می‌گیرند. دولت برای کسر هزینه‌های خود و دریافت مالیات، این شرکتها را به حراج می‌گذارد).

در آمریکا ۲ سطح دولت مستقل دیگر ذیل دولت فدرال وجود دارد. دولت ایالتی و دولت قومی (دولت بومی‌های آمریکا). این دولت‌ها شرکت‌های عام‌المنفعه مانند شرکت‌های خیریه، شرکت‌هایی که خدمات عمومی ارائه می‌دهند، شرکت‌های مرتبط با شهرداری‌ها و از این قبیل را در تملک دارند. دولت قومی برای حمایت بیشتر از اقوام بومی آمریکا که در ایالت‌های خاصی زندگی می‌کنند مجوز تأسیس شرکت‌هایی را می‌دهد که می‌توانند در حوزه‌هایی فعالیت کنند که در ایالت‌های دیگر ممنوع بوده (شرکت‌هایی که در حوزه‌های بازی‌های قمار فعالند) یا مالیات زیادی برای فعالیت دریافت می‌گردد (تنباکو).

در بریتانیا، پس از دوران نخست‌وزیری مارگارت تاچر، اغلب شرکت‌های دولتی خصوصی شدند و در حال حاضر تعدادی اندکی از شرکت‌های دولتی باقی مانده‌اند. ضمناً دولت سعی می‌کند در بازار سرمایه دخالتی نداشته باشد. در بحران مالی ۲۰۰۷-۲۰۰۸ دولت اقدام به نجات برخی بانکها نمود. در این شرایط دولت تصمیم گرفت تا ۵۰۰ میلیارد پوند از سهام بانکها را (عادی و ممتاز) خریداری کند. بدین ترتیب دخالت دولت منجر به ملی‌سازی برخی از بانکها گردید. دولت تصمیم گرفت تا مبلغ سرمایه‌گذاری خود را از سود سهام جبران کرده و در انتهای دوره سهام خریداری شده به عموم مردم واگذار گردد.

لازم به ذکر است که در بریتانیا، سازمان مرکزی دولت در حوزهٔ راهبری شرکتی در سپتامبر سال ۲۰۰۳ تأسیس گردیده است و مسئولیت مدیریت دارایی‌های دولتی را بر عهده دارد. از سال ۲۰۰۸ نیز پس از سهامدار عمده شدن دولت در برخی از بانکها، یک شرکت مجزای دولتی با نام شرکت سرمایه‌گذاری مالی بریتانیا برای مدیریت سهام این بانکها و سودهای ناشی از آنها به‌طور موقت تأسیس گردیده است.

در فرانسه شرکت‌هایی که ۵۱ درصد یا میزان بیشتری از سهام آنها در اختیار دولت باشد کاملاً دولتی به‌حساب می‌آیند. به‌عنوان مثال ۸۹ درصد سهام شرکت آروا در اختیار دولت است. درصدهای کمتر از این مورد نیز در فرانسه توسط دولت تملک گردیده‌اند. این شرکتها دولتی به حساب نمی‌آیند. به‌عنوان مثال ۱۳.۲ درصد از شرکت «فرانس تله کام» در اختیار دولت فرانسه می‌باشد. در این کشور، واحد ویژه‌ای به نام سازمان مشارکت‌های دولتی (APE) تحت نظارت وزارت اقتصاد تأسیس گردید. این سازمان ایجاد شد تا نقش سهامداران عمومی را در چارچوب قوانین و مقررات فرانسه کاهش داده و همراستا با رهنمودهای دولت درآورد. وظیفهٔ اصلی این سازمان بهینه‌سازی ارزش دارایی‌های دولتی است. APE پرتفوی دولتی متنوعی را مدیریت می‌کند؛ از سهام‌داری خرد گرفته تا شرکت‌های بزرگی که تحت کنترل دولت می‌باشند. APE در هیئت مدیرهٔ شرکتها

نقش فعالی داشته و به‌عنوان نماینده دولت در جلسات عمومی سالانه شرکت می‌کند. مالکیت دولتی اغلب در حوزه‌های دفاعی، حمل و نقل و انرژی گسترده شده و دارایی‌های دولت در این حوزه‌ها مشتمل بر ۵۳۹ میلیارد یورو می‌باشد.

در ژاپن نیز شرکت‌های راهبردی انحصاری همچنان در اختیار دولت هستند و کاملاً از سوی دولت تملک گردیده‌اند. شرکت پست ژاپن، گروه راه‌آهن ژاپن، شرکت تنباکوی ژاپن، شرکت تلگراف و تلفن نیپون جزء شرکت‌هایی هستند که کاملاً تحت کنترل دولت می‌باشند.

اقتصاد سنگاپور تحت سلطه شرکت‌های مرتبط با دولت است که ۶۰ درصد GDP کشور را تولید می‌کنند. این شرکت‌های دولتی یا شبه دولتی، یا از طریق خود دولت بوجود آمده‌اند یا از سوی ۳ شرکت هلدینگ دولتی ایجاد شده‌اند (به نام شرکت هلدینگ تمسک^۱، MND، و شنگ لی^۲). از سوی دیگر حضور کنگره اتحادیه معاملات ملی در صنایع مختلف، موجب برقراری برقراری ارتباط نزدیکی با دولت گردیده است.

در سوئد دولت سهام‌دار عمده کشور می‌باشد و از سپتامبر ۲۰۱۰ در ۵۷ شرکت سهام‌دار است. ۴۳ شرکت به‌صورت کامل و ۱۴ شرکت به‌طور جزئی تحت کنترل دولت می‌باشند. از سال ۱۹۹۸ در وزارت اقتصاد (قبل از سال ۲۰۱۰ در وزارت صنعت) برای مدیریت اجرایی شرکت‌های تحت تملک دولت واحدی تأسیس گردید. سیاست تملک دولتی در سوئد چنین است که دولت باید فعالانه در رصد (کنترل) و مدیریت دارایی‌های تحت تملک دولت فعالیت نماید تا به رشد بهینه ارزش دارایی‌ها و در نتیجه پیشبرد منافع عمومی نائل گردد. وزارت اقتصاد سوئد مسئولیت هماهنگ کننده را بر عهده دارد تا از انسجام شرکت‌های تحت تملک اطمینان حاصل نماید. معرفی و کاندیداتوری اعضای هیئت مدیره شرکت‌هایی که دولت در آنها سهام‌دار است از سوی وزارت اقتصاد صورت می‌گیرد.

در کشور دانمارک، وزارت اقتصاد و وزارت حمل و نقل بزرگترین ارگان‌های دولتی هستند که تملک دولتی را صورت داده‌اند و تقریباً ۳۷ شرکت در تملک آنهاست. ۶ شرکت دیگر از سوی ۴ وزارتخانه تملک شده‌اند. در ۱۱ مورد از این شرکت‌ها، دولت بیش از ۵۰ درصد از سهام را در اختیار دارد. در مابقی دولت بین ۱ تا ۵۰ درصد از سهام را در تملک خود قرار داده است. ۳ مورد از این شرکت‌ها، شرکت‌های بورسی هستند. مدل راهبری معمولاً برای تمام این شرکت‌ها یکسان است. شرکت‌ها به‌صورتی مدیریت می‌شوند که امکان سهام‌دار شدن عموم وجود داشته باشد. افراد سیاسی نمی‌توانند به‌عنوان اعضای هیئت مدیره انتخاب شوند.

۳- مالکیت افراد خارجی و محدودیت سرمایه‌گذاری آنها

با توجه به مطالعات صورت گرفته، محدودیت‌های ذکر شده برای سرمایه‌گذاران خارجی در کشورهای مختلف به‌گونه‌ای است که امکان تصاحب بیش از ۵۰ درصد سهام شرکت وجود ندارد. در برخی از کشورها (به‌عنوان مثال سنگاپور) بیش از ۵ درصد شرکت با مبدأ داخلی در اختیار سرمایه‌گذاران خارجی قرار نمی‌گیرد.

¹ Temasek Holding Company

² Sheng-Li Holding Company

کانادا: در میان ۱۲ کشور پر درآمد OECD، کانادا محدودیت‌های سخت‌گیرانه‌تری را در حوزه سرمایه‌گذاری در بخش‌های مختلف اقتصادی و تملک سهام شرکت‌ها مقرر نموده است. این کشور محدودیت‌های قانونی آشکاری بر تعدادی از بخش‌های خدماتی وضع نموده است. مشارکت سرمایه خارجی در بخش‌های حمل و نقل هوایی داخلی و بین‌المللی تا حداکثر ۴۹ درصد محدود می‌باشد. علاوه بر این، تحت قانون مخابرات و رادیو و تلویزیون کانادا، سرمایه‌گذاران خارجی صرفاً می‌توانند ۲۰ درصد از سهام شرکت‌های فعال کانادایی را مستقیماً خریداری کنند (به‌علاوه ۳۳ درصد از سهام یک شرکت هلدینگ). در مجموع، جمع مالکیت مستقیم و غیر مستقیم خارجی در بخش مخابرات (خط ثابت و زیرساخت‌های موبایل / بی‌سیم و دیگر خدمات) و در بخش رادیو و تلویزیون محدود به ۴۶ درصد می‌باشد. بخش بهداشت و درمان در کانادا عملاً برای سرمایه‌گذاران خارجی بسته است؛ زیرا بیمارستان‌ها و کلینیک‌های خصوصی نمی‌توانند از صندوق‌های بیمه درمانی استانی که حیات مالی فعالان این بخش می‌باشد، مبلغی دریافت کنند.

فرانسه: این کشور در بسیاری از بخش‌های اقتصادی محدودیتی برای تملک سهام شرکت‌ها تحمیل نمی‌کند. با این حال محدودیت‌های اعمال شده از میانگین مالکیت سهام از جانب افراد خارجی در میان کشورهای پر درآمد OECD بیشتر است. همانند دیگر کشورهای عضو اتحادیه اروپا، فرانسه نیز در بخش حمل و نقل هوایی محدودیت حداکثر ۴۹ درصد اعمال می‌کند. این محدودیت صرفاً برای سرمایه‌گذاران خارج از منطقه اقتصادی اروپا کاربردی است. مالکیت خارجی در رادیو و تلویزیون، روزنامه، بخش انتشاراتی برای سرمایه‌گذاران خارج از منطقه اقتصادی اروپا محدود به ۲۰ درصد است. فعالیت در حوزه بندرگاه‌ها برای مشارکت سرمایه خارجی ممنوع است. تمام اماکن بندری در حال حاضر در تملک و مدیریت یک شرکت دولتی است.

ژاپن: درحالی که حوزه تولید (به‌خصوص خودروسازی) و صنایع اولیه کاملاً به روی مالکیت سهامداران خارجی باز است اما این کشور محدودیت‌هایی برای تعدادی از بخش‌های خدماتی قائل شده است. به‌عنوان مثال قانون رادیوی ژاپن، مشارکت سرمایه خارجی در شرکت‌هایی که زیرساخت‌های مخابراتی فراهم می‌آورند را کمتر از ۳۳ درصد می‌داند. به‌طور مشابه، مالکیت خارجی در بخش حمل و نقل باری ریلی داخلی محدود به حداکثر ۳۳ درصد می‌باشد. مالکیت کانال‌های تلویزیونی ملی محدود به حداکثر ۲۰ درصد است. فعالیتهای بندری و خدمات بهداشت و درمان بر روی سرمایه‌گذاران خصوصی بسته است (داخلی و خارجی). تمام اماکن بندری در تملک و مدیریت شرکت‌های دولتی می‌باشند. تنها افراد یا سازمان‌های غیرانتفاعی می‌توانند در فعالیتهای بیمارستانی و کلینیکی فعالیت کنند.

مالزی: در اغلب بخش‌های صنعتی محدودیت‌های قانونی آشکاری وجود دارد. در حالی که بخش‌های تولیدی (به‌خصوص خودروسازی) بر روی سهامداران خارجی کاملاً باز است، مشارکت سرمایه خارجی در بخش‌های ابتدایی و به خصوص در بخش‌های خدماتی مانند مخابرات و الکتریسته محدود می‌باشد. تملک سهام شرکت‌هایی که زیرساخت‌های مخابراتی را در اختیار دارند یا در این حوزه فعالیت می‌کنند، محدود به حداکثر ۳۰ درصد است. علاوه بر این، دولت ممکن است اپراتورهای زیرساختی را ملزم کند تا دارایی‌های خود را پس از انقضای مجوز فعالیت، به دولت واگذار نمایند. مشارکت سرمایه خارجی در شرکت‌هایی که خدمات مخابراتی ارائه می‌کنند محدود به حداکثر ۶۱ درصد، با الزام کاهش سهام به ۴۹ درصد بیش از ۵ سال دوره تملک، می‌باشد. در حوزه برق (تولید، انتقال و توزیع) سرمایه‌گذاری خارجی تا ۳۰ درصد سهام شرکت مجاز است.

سنگاپور: سرمایه‌گذاری خارجی در اغلب بخش‌های اقتصادی و صنعتی سنگاپور (شامل حوزه‌های تولیدی و صنایع ابتدایی مواد اولیه) امکان‌پذیر است. این کشور محدودیت‌های مالکیتی بر تعدادی از بخش‌های خدماتی وضع نموده است. تصاحب سهام

در شرکت‌های فعال در حوزه بندری و فرودگاهی محدود به حداکثر ۵ درصد است. قانون رادیو و تلویزیون سنگاپور اشاره می‌کند که مشارکت سرمایه خارجی در کانال‌های تلویزیونی محدود به کمتر از ۵۰ درصد سهام می‌باشد. اگرچه قانون منعی در مشارکت سرمایه خارجی در حوزه برق ندارد اما به دلیل انحصار شرکت‌های دولت در این حوزه، مشارکت شرکت‌های خارجی بسیار دشوار می‌باشد.

بریتانیا: این کشور فضای باز و آزادی برای سرمایه‌گذاران خارجی فراهم نموده است به طوری که صرفاً چند محدودیت خاص در بخش‌های صنعتی و اقتصادی آن وجود دارد. همانند دیگر کشورهای اتحادیه اروپا، مالکیت سهام از جانب سرمایه‌گذاران خارجی (خارج از اتحادیه اروپا) در حمل و نقل هوایی حداکثر ۴۹ درصد می‌باشد. علاوه بر این، قانون صنعت سال ۱۹۷۵، دولت بریتانیا را مختار می‌سازد تا از انتقال ۳۰ درصد یا بیشتر از سهام شرکت‌های تولیدی مهم به مالکان خارجی ممانعت به عمل آورد (اگر این انتقال مغایر با منافع عمومی باشد). اگرچه این قوانین تا امروز در ورطه عمل اجرا نشده اما وجود آنها به عنوان نوعی محدودیت به حساب می‌آید.

ایالات متحده: آزادترین کشور برای سرمایه‌گذاری خارجی به حساب می‌آید. تنها محدودیت‌های ممکن در حوزه حمل و نقل هوایی و تلویزیون می‌باشد. این کشور در سال ۲۰۱۰ بیشترین جذب FDI را با مبلغ ۱۹۴ میلیارد دلار به خود اختصاص داد (در سال ۲۰۱۲ چین با مبلغ ۵۹۰۱ میلیارد دلار در مقابل ۵۷۰۴ میلیارد دلار از ۶ ماهه اول سال، از آمریکا گوی سبقت را ربود). ۸۴ درصد از این سرمایه‌گذاری از طریق ۸ کشور سوئیس، بریتانیا، کانادا، هلند، لوکزامبورگ، آلمان، فرانسه، ژاپن صورت گرفته است. کشورهای مختلفی که روابط تجاری با آمریکا داشته و بازار سرمایه کنترل شده‌ای ندارند، از طریق خرید سهام و اوراق قرضه در آن سرمایه‌گذاری می‌کنند. طبق قانون هوانوردی فدرال مصوب سال ۱۹۵۸، سرمایه‌گذاران خارجی صرفاً می‌توانند ۲۵ درصد از سهام شرکت‌هایی که خدمات حمل و نقل هوایی ارائه می‌دهند سرمایه‌گذاری کنند. علاوه بر این رئیس و حداقل ۲ سوم از اعضای هیئت مدیره و دیگر مدیران اجرایی چنین شرکت‌هایی باید شهروند آمریکا باشند. این قانون برای حمل و نقل هوایی بین‌المللی که بر روی سرمایه‌های خارجی باز است، صادق نمی‌باشد. قانون ارتباطات مصوب سال ۱۹۳۴ چنین مشخص می‌نماید که مالکیت خارجی بخش رسانه محدود به حداکثر ۲۵ درصد می‌باشد. به هر حال، کمیسیون ارتباطات فدرال مجاز است تا براساس تشخیص خود، چنانچه با منافع عمومی سازگار باشد سرمایه‌گذاری خارجی غیرمستقیم را تا ۱۰۰ درصد افزایش دهد. تلویزیون‌های کابلی از این قانون مستثنا هستند.

در مجموع می‌توان محدودیت‌های قانونی سرمایه‌گذاری خارجی در کشورها را در ۱۰ گروه ذیل طبقه‌بندی نمود: ۱- حمل و نقل دریایی و بندرگاه‌ها، ۲- شرکت‌های هواپیمایی، ۳- شرکت‌های معدنی، ۴- حوزه انرژی، ۵- زمین و مستغلات، ۶- مخابرات، ۷- بانکداری، ۸- پست، ۹- خدمات درمانی، ۱۰- صنایع نظامی. جستن موارد قانونی هر یک از این دسته‌ها کار بسیار دشواری است اما به عنوان نمونه می‌توان به کشور آمریکا اشاره کرد که قوانین متعددی از جمله قانون اساسی ایالات متحده، قانون سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، قانون زمین و مستغلات ایالات متحده، قانون تملک معادن، قانون ثبت نمایندگان افراد خارجی و ... بر موضوع سرمایه‌گذاری خارجی ناظر است. در بیشتر حوزه‌هایی که در بالا ذکر گردید افراد داخلی با در اختیار داشتن مدرک شهروندی آمریکا امکان سرمایه‌گذاری دارند. کنگره آمریکا در حوزه‌های راهبردی به رئیس جمهور اجازه می‌دهد تا محدودیت ۵۰ درصدی برای تملک سهام شرکت (حق رأی) را اعمال کند. بسیاری از کشورها نیز در لیست سیاه این کشور قرار

دارند که به شهروندان آن اجازه داده نمی‌شود تا خودشان یا افراد مرتبط با آنها در شرکت‌های آمریکایی سرمایه‌گذاری نمایند. سودان، ایران، سوریه از این دست کشورها هستند.

۴- تملک و ادغام شرکت‌های بورس

با توجه به اینکه شرکت‌های بورس در هر کشور از ویژگی انحصاری برخوردار می‌شوند، قانونگذاران به‌طور معمول دغدغه‌هایی در زمینه تملک اینچنین شرکت‌هایی خواهند داشت. لذا در برخی از کشورها (همچون ایران) تملک بورس محدود است. از سوی دیگر تعیین درصد مالکیت بورس در کشورها بستگی به این موضوع دارد که به‌عنوان یک شرکت مجزا شناخته شود (نهاد نظارتی از شرکت بورس مجزا باشد). چنانچه بورسی به‌عنوان یک شرکت سهامی عام شناخته شود، امکان تملک سهام آن از سوی سهامداران مختلف وجود دارد. در برخی از کشورها برای این تملک محدودیتی وجود ندارد (به‌عنوان مثال بورس نیویورک).

شاید بتوان بزرگترین ادغام و تملک بورس را در بورس نیویورک (NYSE) ملاحظه نمود. در آوریل سال ۲۰۰۶، گروه NYSE و Euronext^۱ توافقنامه‌ای برای ادغام امضا نمودند. این عمل به رأی مثبت سهامداران و نهاد ناظر منوط گردید. در دسامبر ۲۰۰۶ سهامداران Euronext موافقت خود را برای ادغام اعلام داشته و یک روز بعد نیز سهامداران NYSE موافقت خود را اعلام نمودند. این ادغام در سال ۲۰۰۷ با موافقت SEC عملیاتی گردید و بورس NYSE به NYSE Euronext تبدیل شد. لازم به ذکر است که پیشنهاد ادغام از سوی بورس نیویورک ارائه گردید.

در سال ۲۰۱۱ بورس آلمان تقاضایی ۹.۵۳ میلیارد دلاری برای خریداری بورس NYSE Euronext ارائه داد. به‌واسطه انتشار این گزارش خرید و فروش سهام در هر دو بورس به حالت راکد (فریز) درآمد. چنانچه این ادغام صورت می‌گرفت، بزرگترین بورس سهام با ارزش بازار ۱۵ تریلیون دلار شکل می‌گرفت. قرار بر این بود تا ۲ مقر اصلی برای این بورس یکی در فرانکفورت و دیگری در نیویورک در نظر گرفته شود و از سوی هیئت مدیره‌ای ۱۷ نفره (۱۵ مدیر که ۹ نفر آنها از آلمان هستند، رئیس هیئت مدیره و مدیر اجرایی) هدایت شود. سهامداران هر دو بورس توافق خود را برای ادغام اذعان داشتند اما در سال ۲۰۱۲ کمیسیون اروپایی که نهاد اجرایی اتحادیه اروپا می‌باشد، به دلیل ایجاد انحصار در حوزه مشتقات (بیش از ۹۰ درصد معاملات مشتقه) از اجرای این ادغام جلوگیری به‌عمل آورد.

اما بارزترین حالت تملک بورس نیویورک را می‌توان پیشنهاد تملک ۸ میلیارد دلاری NYSE Euronext از سوی ICE^۲ در سال ۲۰۱۲ دانست. طی این قرارداد سهامداران بورس نیویورک می‌توانستند هر سهم خود را ۳۳/۱۲ دلار نقد بفروشند یا با ۰/۲۵۸۱ سهم ICE معاوضه کنند یا با ترکیبی از دو مقوله قبلی، ۱۱/۲۷ دلار به‌صورت نقد و ۰/۱۷۰۳ از سهام را دریافت نمایند. اگرچه امکان بلوکه شدن سهام در این پیشنهاد وجود نداشت اما این تملک باید از جانب مقامات ناظر نیز مورد پذیرش قرار گیرد زیرا حوزه فعالیت دو شرکت متفاوت می‌باشد. ICE اغلب فعالیت‌هایش در حوزه معاملات کالایی (بورس کالا) است درحالی که

^۱ بورس سهام الکترونیکی اروپا که مقر آن در آمستردام هلند می‌باشد و شعب آن در پرتغال، بلژیک و بریتانیا می‌باشد. علاوه بر فعالیت در حوزه سهام و مشتقات، این گروه خدماتی در حوزه تسویه وجوه و خدمات اطلاعاتی نیز ارائه می‌کند.

^۲ Intercontinental Exchange

NYSE Euronext در حوزه اوراق بهادار و سهام فعال است. لازم به ذکر است که ICE بورس بین‌المللی نفت و مواد نفتی نیویورک را نیز تصاحب نموده است.

به غیر از بورس نیویورک، تملک‌های دیگری نیز صورت گرفته یا پیشنهاد تملک و ادغام مطرح شده است. در سال ۲۰۱۲ بورس لندن (LSE) با بورس تورنتو با هزینه ۴.۲ میلیارد پوند ادغام شدند (در حال حاضر این ادغام از بین رفته است). در سال ۲۰۱۲ بورس لندن پیشنهاد ادغام با بورس سنگاپور را با قیمت گذاری هر سهم LSE به قیمت ۱۳/۵ پوند ارائه داده است. بر اساس گزارش‌ها مقرر گردیده است که هر دو بورس هیئت مدیره‌ای بین‌المللی ایجاد کنند و به شرکت‌های بزرگ اجازه داده شود تا در هر دو بورس فهرست شوند. انجام این کار مستلزم کسب موافقت کمیسیون اروپایی و مقام ناظر در سنگاپور می باشد.

از سوی دیگر بورس سنگاپور در نظر داشت تا بورس استرالیا را با هزینه ۷.۹ میلیارد دلار تصاحب کند که این امر با تشخیص وزارت اقتصاد استرالیا مغایر با منافع عمومی تشخیص داده شد و رد گردید.

۵- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

سیستم حاکمیت هر کشور تعیین‌کننده شیوه‌ها و میزان سرمایه‌گذاری خارجی و داخلی در شرکت‌های بورسی و غیر بورسی می‌باشد. چنین قوانین حاکمیت شرکتی، ساختار معاملاتی و مدیریتی شرکت‌ها را شکل می‌دهد. سطح عمومی اقتصادهای جهان نشان می‌دهد که کشورها در تلاشند تا با ارتقای سطح راهبری شرکتی از حقوق سهامداران حمایت کنند اما این موضوع منافاتی با محدود کردن حوزه‌های معاملاتی سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی ندارد. چنانچه قوانین قوی و متقن و کنترل عوامل ناظر در سطح بازار وجود داشته باشد می‌توان بخش اعظمی از شرکت‌ها را به عموم مردم و حتی سرمایه‌گذاران خارجی واگذار نمود. در تمام دنیا دولت‌ها در حوزه‌های راهبردی یا انحصاری شرکت‌هایی را در تملک خود نگه‌داشته‌اند اما هیچ یک در پی کسب سود و منفعت چنین اقدامی را صورت نداده‌اند. حتی به نظر می‌رسد دولت‌ها سهم زیادی از سهام شرکت‌ها را در اختیار سرمایه‌گذاران خارجی قرار می‌دهند تا اقتصادی پویا و رقابتی داشته باشند.

در مجموع می‌توان اظهار داشت که تمامی ادغام‌ها و تملک‌های بورسی در کشورهای مختلف دنیا پس از تأیید و موافقت نهاد ناظر بازار سرمایه (به عنوان مثال SEC یا کمیسیون اروپایی) صورت می‌گیرد. دلیل این امر از دو جهت توجیه پذیر است:

۱- ممانعت از انحصار

۲- ممانعت از تسلط بیگانه بر شرکت‌های داخلی.