

امتیازات و انواع سهام ممتاز

سعید شجاعی ارانی *

نسیم گهرسودفرد **

تاریخ پذیرش: ۹۷/۱/۳۰

تاریخ دریافت: ۹۶/۷/۲

چکیده

در کنار سهام عادی که مهم‌ترین منبع تأمین مالی شرکت‌های سهامی عام و خاص است، گونه‌ای کمتر شناخته شده از سهام وجود دارد که سهام ممتاز نامیده می‌شود. آنچه این دو گونه از سرمایه را از هم جدا می‌کند، امتیازات و ویژگی‌هایی است که به سهام ممتاز داده می‌شود و سهام عادی از آنها برخوردار نیست. با آنکه این امتیازها بسیار گسترده و گوناگون هستند، امروزه چنین سهمی ابزاری مناسب برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پرریسک یا نوپا و همچنین شرکت‌هایی است که با بحران مالی مواجه هستند و سرمایه‌گذاران به صورت عادی و بدون دریافت امتیازات خاص برای خود حاضر به سرمایه‌گذاری در آنها نخواهند شد. قانون‌گذار ایران در تبصره ۲ ماده ۲۴ لایحه قانون تجارت، به تعریف سهام ممتاز بسنده نموده و سخنی از چستی امتیازات و شیوه اعمال آنها نگفته است. نویسندگان در این نوشتار توصیفی-تحلیلی تلاش کرده‌اند تا پس از بررسی چستی و گونه‌شناسی سهام ممتاز در کشورهای پیشرو، راهکارهایی برای بهبود قانون‌گذاری یا رویه قضایی در این زمینه پیشنهاد دهند.

کلیدواژه‌گان:

امتیازات، انواع سهام ممتاز، حقوق تجارت، سهام ممتاز، شرکت سهامی.

said.shojaei@gmail.com

n.goharsoudfard@gmail.com

* استادیار حقوق اقتصادی، دانشگاه شهید بهشتی

** کارشناس ارشد حقوق خصوصی، دانشگاه شهید بهشتی

مقدمه

اگرچه قانون‌گذار ایرانی در تعریف سهم ممتاز^۱ و پذیرش اختیار سهام‌داران به ایجاد آن^۲ از همتای فرانسوی خود^۳ پیروی کرده است، تعیین تعداد، خصوصیات و امتیازات این گونه سهام در اظهارنامه^۴ و اساسنامه شرکت را به سهام‌داران واگذار کرده است.^۵ چنین راهکاری دست شرکت‌های تجاری را در برقراری امتیاز باز گذاشته، اما در عمل نتوانسته است چهارچوبی گسترده برای شناخت و به‌کارگیری سهم ممتاز فراهم کند. رویه قضایی نیز نتوانسته است گستره امتیازات سهام ممتاز را تعریف کند. نویسندگان برپایه این فرضیه، یعنی نبود مدلی دقیق از سهام ممتاز، تلاش دارند تا در چهارچوب آموزه حقوقی مدلی کارآمد و سازگار با سیستم حقوقی ایران پیشنهاد کنند.

پیامدهای این کاستی به این دلایل امروز بیشتر از گذشته اهمیت یافته است: نخست آنکه، سهام ممتاز نه فقط به شرکت‌های گرفتار در بحران مالی امکان جذب سرمایه از سوی سرمایه‌گذاران عادی را می‌دهد، بلکه ابزاری مناسب برای تشویق سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پرریسک یا نوپا است که نیازمند تأمین مالی هستند. به بیان بهتر، این سرمایه‌گذاران به صورت عادی و بدون دریافت امتیازات خاص برای خود حاضر به سرمایه‌گذاری در چنین شرکت‌هایی نخواهند شد؛ دوم آنکه، نبود چهارچوب دقیق قانونی برای تعیین امتیازات و نحوه به‌کارگیری سهام ممتاز، ممکن است چنین سهامی را به ابزار سوءاستفاده سرمایه‌گذاران برای مطالبه امتیازاتی تبدیل کند که هیچ توجیه اقتصادی برای شرکت و کارآفرینان ندارند. از این رو، شناخت انواع سهام ممتاز و امتیازهای آن می‌تواند به سرمایه‌پذیر و سرمایه‌گذار کمک چشمگیری نماید.

این کار سبب می‌شود تا حقوق و تعهدات شرکت و سهام‌داران عادی و ممتاز و میزان نابرابری میان آنها معین شوند. از این رو، آنچه ممتاز یا متفاوت بودن چنین سهمی را معین می‌کند، امتیازات آن و نوع بهره‌مندی از آن خواهد بود.

1. Actions de priorité ou Actions de préférence.

۲. تبصره ۲ ماده ۲۴ لایحه قانون تجارت ۱۳۴۷.

3. Code de commerce, Article L225-127 et L228-11.

۴. بند ۵ ماده ۷ لایحه قانون تجارت ۱۳۴۷.

۵. بند ۶ ماده ۸ لایحه قانون تجارت ۱۳۴۷.

۱. امتیازات سهام ممتاز

به طور کلی، می‌توان این امتیازات را که به موجب اساسنامه یا موافقت مجمع عمومی فوق‌العاده تعیین می‌گردند، در دو گروه مالی و غیرمالی دسته‌بندی نمود.^۱

۱.۱. امتیازات مالی

این دسته از امتیازات را می‌توان مهم‌ترین امتیازات سهام ممتاز دانست. از یک سو، این ویژگی به انگیزش سرمایه‌گذارانی که همواره به دنبال امتیازات مالی بیشتر و در پی آن، کسب سود بیشتر نسبت به دیگر دارندگان سهام هستند، می‌انجامد و از سوی دیگر، به شرکت‌ها امکان می‌دهد تا با دادن امتیازهایی به سرمایه‌گذاران به اهداف شرکت از انتشار این نوع سهام، آسان‌تر دست یابند. از میان امتیازات شناخته‌شده می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

۱.۱.۱ سود ثابت سهام^۲:

در اکثر موارد سود سهام ممتاز مقدار ثابتی از سود تحقق‌یافته شرکت یا درصد ثابتی از ارزش اسمی اوراق سهام ممتاز است. برخی شرکا با توجه به شرایط خاص شرکت^۳ و از آنجایی که از سودآوری و موفقیت شرکت اطمینان کافی ندارند، ترجیح می‌دهند مبلغ ثابتی را که تصور می‌کنند از سود معمول شرکت بیشتر است، به عنوان سود دریافت دارند. بر این اساس، این اشخاص سهام ممتاز با امتیاز سود ثابت را که معمولاً درصد مشخصی از مبلغ اسمی سهام شرکت است، دریافت می‌کنند. برای نمونه، نخست ۵ درصد مبلغ اسمی سهام به عنوان سود به دارنده چنین سهام ممتازی تعلق می‌گیرد و باقی‌مانده سود، در صورت وجود، به طور مساوی بین سایر سهام‌داران تقسیم می‌شود.^۴ با وجود این، باید توجه داشت که پرداخت سود در هر صورت به سودآوری شرکت بستگی دارد؛ بدین معنا که اگر در سال مالی معینی سودی حاصل نشود، به

۱. ترتیب این امر به قدری مهم است که در صورت مغایرت، دادگاه حکم به استرداد سهام ممتاز به دلیل عدم مطابقت با شرایط موجود در اساسنامه یا مجمع عمومی فوق‌العاده صادر کند. برای نمونه، نک به این رأی دادگاه:

دادنامه شماره ۹۰۰۹۹۷۰۲۲۷۹۰۰۴۱۲ صادره از شعبه ۱۹ مجتمع قضایی شهید بهشتی تهران، ۱۳۹۰.

۲. "Fixed dividend".

۳. شرکت‌ها معمولاً زمانی به سهام‌داران امتیاز می‌دهند که دچار بحران اقتصادی هستند و لذا ناچارند برای ترغیب سهام‌داران به سرمایه‌گذاری به آنان سهام ممتاز دهند.

۴. Houston, L, and Carol Olson Houston, " Financing with Preferred Stock", *Financial Management*, Vol. 19, No. 3 (Autumn, 1990): 53.

دارندهٔ چنین سهام ممتازی مبلغی پرداخت نخواهد شد، مگر اینکه سهام ممتاز از نوع جمع‌شونده باشد که شرح آن در ادامه خواهد آمد.

قانون‌گذار فرانسه امکان تعیین سود به نرخ ثابت را به شدت محدود کرده است^۱ و چنین شرطی فقط زمانی معتبر است که موافقت دولت در آن مورد خاص جلب شود.^۲ در حقوق ایران، بسیاری از حقوق دانان و فقها به استناد برخی قواعد فقهی^۳ چنین امتیازی را نامعتبر می‌پندارند؛ زیرا با تساوی سرمایهٔ شرکا، تقسیم سود به صورت تفاضل هنگامی جایز است که عمل یا کار از سوی دو شریک یا یکی از آنها انجام شود^۴، چون گرفتن سود بیشتر در مقابل انجام عمل است. البته فقهای معاصر براساس اصولی چون اصل صحت، اوفوا بالعقود، المؤمنون عند شروطهم و نیز استدلال‌های نوین حقوقی قائل به صحت این امر شده‌اند.^۵

۱.۱.۲ اولویت در دریافت سود:

برتری صاحبان سهام ممتاز در دریافت سود به‌دست‌آمده، زمانی امتیاز شمرده می‌شود که به سبب کافی نبودن سود، هیئت‌مدیره تصمیم می‌گیرد پس از پرداخت کلیهٔ هزینه‌ها (بهرهٔ وام‌ها، هزینه‌های جاری و مالیات‌ها)، سهام‌داران دیگر از دریافت سود در زمان خاصی محروم شوند. در این حالت، سهام‌داران ممتاز در زمان دریافت سود اعلام‌شده نسبت به سهام‌داران عادی در

1. Conac, P "The New French Preferred Shares: Moving towards a More Liberal Approach," *European Company and Financial Law Review*, Vol. 2, No.4 (2005): 494.

2. Code de commerce, Article L232-15, Il est interdit de stipuler un intérêt fixe ou intercalaire au profit des associés. Toute clause contraire est réputée non écrite. Les dispositions de l'alinéa précédent ne sont pas applicables, lorsque l'Etat a accordé aux actions la garantie d'un dividende minimal.

۳. لابد آن یكون جمیعا لربح مشاعاً علی جهة الشرکه و بینهما فلو کان لأحدهما شیء معین منه و الباقی للآخر بطلاً جماعاً.

۴. مادهٔ ۵۷۵ قانون مدنی.

۵. در این زمینه، نک:

علم‌الهدی، سید مرتضی، *الانتصار*، قم: مؤسسهٔ نشر اسلامی، ۱۴۱۵؛ طباطبایی یزدی، سید محمد کاظم، *عروه‌الوثقی*، جلد ۵، مؤسسه نشر اسلامی، چاپ اول، ۱۴۱۷؛ پارساپور، محمدباقر و محمدعیسانی تفرشی، *مبانی فقهی سهام ممتاز*، فصلنامهٔ مدرس علوم انسانی، دورهٔ ۹، ۱۳۸۴، شمارهٔ ۳، صص ۳۵-۲۱؛ طباطبایی، سیدصادق، *تحلیل فقهی اقتصادی سهام ممتاز*، مجلهٔ جستارهای اقتصادی ایران، ۱۳۹۴، شمارهٔ ۲۴، صص ۲۳-۱؛ جنیدی، لعیا و رحمت دشتی، *حقوق حاکم بر سهام ممتاز در حقوق ایران و انگلیس*، فصلنامهٔ بورس اوراق بهادار، سال دوم، ۱۳۸۸، شمارهٔ ۷، صص ۱۰۴-۸۱.

6. "Dividend Preference".

اولویت قرار دارند^۱ و تا زمانی که سود آنها پرداخت نشود، پرداخت هرگونه سود به سهام‌داران عادی ممنوع است.^۲ در حقوق ایران نیز انتشار چنین سهمی با مانعی مواجه نیست.^۳ با این حال، پرداخت سود در شرکت‌هایی که در پی افزایش هر چه بیشتر سهم بازار و ارزش سهام شرکت هستند، رایج نیست. لذا این مزیت فقط زمانی مطلوبیت دارد که سود سهام ممتاز از نوع جمع‌شونده باشد تا دارنده سهام ممتاز بتواند بعداً سودهای پرداخت‌نشده پیشین خود را پیش از سایرین دریافت کند.^۴

۱.۱.۳ حق تقدم در زمان انحلال^۵:

صاحبان سهام ممتاز به هنگام انحلال شرکت نسبت به دارایی‌های آن حق تقدم دارند.^۶ البته عموماً این امتیاز منحصر به زمان انحلال نیست و رویدادهایی همچون ادغام و فروش بخش عمده دارایی‌های شرکت را که منتهی به نقد شدن دارایی‌های شرکت می‌شود، نیز دربرمی‌گیرد.^۷ اصولاً کارایی این امتیاز در هنگام ادغام بیش از سایر موارد است، زیرا هنگامی که شرکت منحل می‌شود یا تمامی یا قسمت عمده دارایی‌های آن به فروش می‌رسد، معمولاً وضعیت خوبی ندارد و پول چندانی برای تقسیم وجود ندارد. در هنگام انحلال یا فروش دارایی‌ها معمولاً طلبکارانی وجود دارند که در اولویت هستند، اما در جایی که شرکت نوپای دانش‌بنیان با شرکت بزرگ دیگری ادغام می‌شود، اولویت در تسویه کارایی بیشتری خواهد داشت و حقوق سهام‌داران ممتاز و حق اولویت آنها ثمره عملی دارد.^۸ در حقوق آمریکا نوعاً سهمی که در هنگام انحلال به تبع امتیازات انحلال به صاحبان سهام ممتاز اعطا می‌شود، دو یا سه برابر مقدار سرمایه‌گذاری شده

1. Thompson, G., "Respective right of preferred and common stockholders in surplus profits", *Michigan Law Review*, Vol. 19, No.5(1921): 464.

2. Walther, B. "The Peril and Promise of Preferred Stock", *Delaware Journal of corporate law*, Vol.39 (2014):167.

۳. طباطبایی، سیدصادق، پیشین، ص ۹.

4. Gilson, R.J. and David M. Schizer, "Understanding Venture Capital Structure: A Tax Explanation for Convertible Preferred Stock", *Harvard Law Review*, Vol. 116, No. 3 (Jan., 2003): 883

5. "Liquidation preference".

6. Walker, S., *Beware the trappings of liquidation preference*, U.S.A: Venture Beat, 2010 (20).

۷. مثل اینکه پیش‌بینی می‌شود اگر شرکت حداقل ۸۰ درصد دارایی‌های خود را به دیگران واگذار نمود، سرمایه‌گذار از طریق منافع حاصل از فروش مبلغ سرمایه‌گذاری خود را برداشت کند.

8. Gilson R.J. and David Schizer, op. cit., 884.

می‌باشد.^۱ در قانون ایران نیز سهام‌داران ممتاز می‌توانند با رعایت ماده ۲۳۳ لایحه قانونی تجارت، در صورت انحلال شرکت، در برداشت ارزش اسمی سهام خود از دارایی نقدی شرکت در اولویت قرار گیرند.^۲ در عین حال به نظر می‌رسد هیچ مانعی وجود ندارد که این اولویت ناظر بر مبلغی بیش از مبلغ اسمی سهام و در واقع مبلغ سرمایه‌گذاری صورت گرفته باشد.

اولویت در انحلال در واقع درصدی از قیمت اولیه خرید سهام ممتاز است که در اکثر موارد ۲ یا ۳ برابر مبلغ اولیه خریداری سهام است؛ مانند اینکه اعلام می‌کنند امتیاز انحلال ۲ برابر قیمت اولیه خرید سهام ممتاز است. مثلاً اگر قیمت هر سهم هنگام خرید ۱۰۰ ریال باشد، مبلغ پرداختی به چنین سهام‌دار ممتازی هنگام تسویه، ۲ برابر آن، یعنی ۲۰۰ ریال خواهد بود.^۳

امتیاز انحلال ممکن است مشارکتی^۴ یا غیرمشارکتی^۵ باشد. اولویت انحلال مشارکتی بدین معناست که سرمایه‌گذار ابتدا مقدار مشخص شده برای تسویه خود را دریافت می‌کند، سپس نسبت به مبلغ باقی‌مانده به تناسب مالکیت خود با دیگر سرمایه‌گذاران سهم می‌شود. اما در اولویت انحلال غیرمشارکتی، سرمایه‌گذار فقط مستحق دریافت مبلغ مشخص شده در زمان انحلال است و در باقی‌مانده درآمد شرکت سهمی نخواهد داشت.^۶

سهام ممتاز به طور کلی در زمان انحلال، با توجه به نوع انحلال (داوطلبانه یا غیرداوطلبانه) دارای دو ارزش متفاوت است. انحلال غیرداوطلبانه زمانی رخ می‌دهد که شرکت به دلایلی ورشکست شود. در این حالت، ارزش سهام ممتاز برابر است با بهای اسمی سهام به علاوه تمام سودهای سهام انباشته شده آن. اما حق انحلال داوطلبانه در شرایطی ایجاد می‌شود که سهام‌داران خودشان براساس مواردی که برای انحلال در اساسنامه تعیین شده‌اند، رأی به انحلال شرکت و توقف کسب و کار می‌دهند. در این حالت، ارزش سهام ممتاز چیزی برابر با ارزش

1. Conac, P. "The New French Preferred Shares", op. cit., 494.

۲. پاسبان، محمدرضا، *حقوق شرکت‌های تجاری*، تهران: سمت، ۱۳۸۵، ص ۸۳.

3. Harris, T. "Modeling the Conversion Decisions of Preferred Stock", *The Business Lawyer*, Vol. 58, No. 2 (February 2003): 589.

4. "Participating".

5. "Non-participating".

6. Everette L. J., "Issuance of Floating Rate Preferred Stock", *Tax lawyer*, Vol. 39, No. 3 (1986): 528.

اسمی آن یا در حدود همان خواهد بود. برای نمونه، اگر ارزش اسمی هر سهم ۱۰۰ ریال باشد، ارزش انحلال آن ۱۲۰ ریال و یا چیزی نزدیک به آن خواهد بود.^۱

این امتیاز نقش مهمی در سرمایه‌گذاری خطرپذیر در راستای حمایت از منافع سرمایه‌گذاران دارد. برای درک چرایی اهمیت این امتیاز در سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر لازم است توجه شود که شرکت‌های نوپا اصولاً فاقد دارایی‌های محسوس هستند و از سوی دیگر تأمین مالی آنها توسط سرمایه‌گذاران خطرپذیر صورت می‌گیرد. به عبارت دیگر، کارآفرینان و بنیان‌گذاران شرکت نقش چندانی در تأمین مالی شرکت ندارند. بنابراین، از یک سو تأمین مالی توسط سرمایه‌گذار خطرپذیر صورت گرفته است و از سوی دیگر شرکت دارایی محسوس قابل توجهی ندارد. در این شرایط طبیعی است سرمایه‌گذار مایل باشد که در صورت نقد شدن دارایی‌های شرکت به هر دلیل، در دریافت وجوه حاصل از فروش دارایی‌ها حق تقدم داشته باشد؛ زیرا احتمال عدم تکافوی وجوه حاصل از فروش دارایی برای همه سهام‌داران و برگشت سرمایه‌گذاری صورت‌گرفته شرکت بالاست. اهمیت این نکته زمانی بیشتر می‌شود که توجه کنیم از نظر آماری، شرکت‌های نوپا بیش از سایر شرکت‌ها دچار مشکل می‌شوند و پیش از اینکه شناخته شوند، از بین می‌روند و در معرض فروش یا انحلال قرار می‌گیرند.^۲

البته شاید انحلال به معنی اخص، مطلوبیت لازم را برای سرمایه‌گذاران خطرپذیر ایجاد نکند، چون در این شرایط معمولاً طلبکاران فقط به نسبت طلب خود در صف غرما قرار می‌گیرند. اما اگر شرکت نوپای دانش‌بنیان با شرکت بزرگ دیگری ادغام یا به قیمت چشمگیری فروخته شود، اولویت در انحلال بیشترین کارایی را خواهد داشت، زیرا تمامی حقوق انحلالی سهام‌داران مطابق قرارداد به آنان پرداخت می‌گردد و نسبت به دیگر سهام‌داران در اولویت قرار می‌گیرند.^۳

۱.۱.۴ حق تقدم در روابط تجاری

ممکن است امتیاز سهام، تقدم در روابط تجاری سهام‌داران با شرکت باشد. برای نمونه، پیش‌بینی شود که شرکت در شرایط مساوی، کالاهای مورد نیاز خود را فقط از دارندگان سهام ممتاز خریداری نماید.^۴

1. Guerard, John, and Eli Schwartz. *Quantitative Corporate Finance*. U.S.A: Business & Economics, 2007, (175).

2. Conac, P., "The New French Preferred Shares", op. cit., 494.

3. Gilson R.J. and David Schizer, "Understanding Venture Capital Structure", op. cit., 884.

۴. مشکی، سیروس، «سهام ممتاز»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، تهران: دانشگاه تهران، ۱۳۵۳، ص ۱۴۰.

۱.۲. امتیازات غیرمالی سهام ممتاز

سهام ممتاز می‌تواند جدای از امتیازات مالی، دربردارنده امتیازات غیرمالی نیز باشد که گاه مهم‌تر از امتیازات مالی است. هرچند بررسی دقیق‌تر نشان می‌دهد که امتیازات غیرمالی نیز در نهایت منافع مالی برای دارندگان خود به دنبال دارد. در ادامه به دو نمونه از این امتیازها می‌پردازیم:

۱.۲.۱ حق رأی

در حقوق تجارت ایران، حق رأی در شرکت سهامی متناسب با شمار سهام است.^۱ اما قانون‌گذار با پذیرش سهم ممتاز (دارای حق رأی چند برابر)، استثنایی بر اصل قرار داده است.^۲ ماده ۱۲۳-۱۲۲۵ قانون تجارت فرانسه، حق رأی سهام‌داران را محدود کرده است؛ بدین ترتیب که صدور سهام ممتاز با حق رأی متعدد^۳ برای صاحبان سهم ممنوع است.^۴ تنها استثنای این قاعده زمانی است که سهام‌داران دست‌کم ۲ سال مالک سهام ممتاز باشند و اساسنامه یا مجمع عمومی فوق‌العاده دادن حق رأی دو برابر را تصویب نموده باشد.^۵ البته این حق مربوط به دارنده سهم است نه خود سهم؛ یعنی با انتقال آن به دیگری، امتیاز آن از میان خواهد رفت.^۶ درحالی‌که با بررسی دقیق برخی مواد قانون تجارت ایران می‌توان گفت امتیازات به سهم وابسته است، نه به سهام‌دار؛ یعنی با انتقال سهم امتیازات آن نیز منتقل می‌شوند. از سویی، شرکت سهامی ممتاز را مانند ابزاری برای جذب سرمایه از سوی افرادی که خواهان حقوق ویژه‌ای، جدای از حقوق سهام‌داران عادی هستند، به کار می‌گیرد. پس انتقال سهم و امتیازهای آن به دیگری (هرچند با

۱. تبصره ماده ۷۵ لایحه قانون تجارت ۱۳۴۷.

۲. مستنبط از ماده ۴۲ لایحه قانون تجارت ۱۳۴۷ که امتیازات را به صورت مطلق به کار برده است و دکتین و رویه قضایی با توجه به آن اعطای حق رأی چند برابر نسبت به سهام عادی را به عنوان یکی از امتیازات برداشت می‌کنند.

3. Multiple voting.

4. Code de commerce, Article L225-122, (...) le droit de vote attaché aux actions de capital ou de jouissance est proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent et chaque action donne droit à une voix au moins. Toute clause contraire est réputée non écrite.

5. Code de commerce, Article L228-35-5, Lorsque les dividendes prioritaires dus au titre de trois exercices n'ont pas été intégralement versés, les titulaires des actions correspondantes acquièrent, proportionnellement à la quotité du capital représentée par ces actions, un droit de vote égal à celui des autres actionnaires.

6. Conac, P., "The New French Preferred Shares", op. cit., 494.

قیمتی بیشتر) آسیبی به هدف بنگاه نمی‌زند. سرمایه‌گذار نیز انتظار دارد بتواند سهم را با همان امتیازات به دیگری منتقل کند. از سوی دیگر، قانون تجارت هر جا صحبت از سهام ممتاز می‌کند، تعبیر «امتیازات این‌گونه سهام» را به کار می‌برد و حتی در ماده ۴۲ لایحه هم از «امتیازات وابسته به سهام ممتاز» سخن می‌گوید و هم تغییر در این امتیازات را موقوف به شرایط ویژه و به طریق اولی، از میان رفتن آنها را امری استثنایی نموده است. این دلایل وابستگی امتیازات به سهام را منطقی‌تر می‌کنند. البته این نظر را نمی‌توان به سهام ممتازی که به افراد کارآفرین و دارای تخصص ویژه داده می‌شوند^۱، گسترش داد.

در حقوق فرانسه حق رأی ممکن است قابل توقیف باشد؛ بدین شکل که سهام‌داران ممتاز تا زمانی که سود سهام خود را دریافت می‌کنند، حق رأی نخواهند داشت و اگر با گذشت ۳ یا ۴ سال، سود سهام آنها پرداخت نشد، حق رأی به آنها بازمی‌گردد.^۲ این نوع توقیف در شرکت‌های سهامی بیشتر از شرکت‌های نوپا به چشم می‌خورد، زیرا سرمایه‌گذاران در این شرکت‌ها همواره نیاز دارند که بر نحوه اداره شرکت کنترل داشته باشند. ولی در شرکت‌های سهامی ممکن است سهام‌داران به سادگی بپذیرند که در مقابل سود سهام افزایشی^۳ حق رأی خود را از دست بدهند.^۴ می‌توان داشتن حق رأی را به گونه‌ای طراحی کرد که سهام‌داران فقط برای برخی جلسات صاحبان سهام، مانند مجمع عمومی عادی یا فوق‌العاده، یا در خصوص تصمیمات معین بتوانند آن را اعمال کنند. اگر حق رأی بدون هیچ توافق خاصی باقی بماند، بسیار به سهام عادی شبیه و هر سهم دارای یک حق رأی خواهد بود.^۵

در حقوق ایران، قاعده تناسب میان سهم و حق رأی (در مجمع عمومی مؤسس ... هر سهم دارای یک رأی خواهد بود) شناخته شده است.^۶ اگر بتوان با استفاده از وحدت ملاک این تناسب را به مجامع دیگر نیز گسترش داد، آیا می‌توان برای سهام ممتاز در مجامع عمومی یا هیئت‌مدیره رأی بالاتری قائل شد؟ در نگاه نخست، شاید با ملاحظه ماده ۴۲ لایحه قانونی تجارت بگوییم

۱. عبادی، محمدعلی، *حقوق تجارت*، انتشارات گنج دانش، ۱۳۷۳، ص ۹۵.

۲. Code de commerce, Article L228-35-5.

۳. "Increased Dividend".

۴. Conac, P., "The New French Preferred Shares", op. cit., 496.

۵. Ibid., 497.

۶. تبصره ماده ۷۵ لایحه قانون تجارت ۱۳۴۷.

هر مزیتی را که قانون‌گذار برای سهام ممتاز منع نکرده باشد، می‌توان مجاز به شمار آورد و اعطای امتیاز نیاز به هیچ نوع توجیه و قیدی ندارد.^۱ اما این نظریه با انتقادات بسیاری از سوی حقوق‌دانان مواجه شده است. برخی حقوق‌دانان معتقدند چنین تفسیری راهگشای تجاوز به حقوق بنیادین دیگر سهام‌داران است و داشتن حق رأی بالاتر در مجامع عمومی و هیئت‌مدیره، جایگاه سهام‌داران کوچک را کم‌اهمیت می‌کند. این امر مخالف با خواست واقعی مقنن و عدالت است.^۲ هرچند این نظریه از برخی نظرها قابل تأمل است، با این حال نمی‌توان منکر این امر شد که وجود حق رأی چند برابر می‌تواند مزایای چشمگیری برای شرکت در پی داشته باشد.

یکی دیگر از استادان حقوق نیز در رد این نظر معتقد است که اجرای ماده ۴۲ در خصوص تعداد آرای صاحبان سهام ممتاز در انتخاب مدیران، خلاف سیاست سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و توسعه آنان خواهد بود. لذا با توجه به نقش مدیران، به نظر می‌رسد که منظور از عبارت «تعداد آرا» مندرج در ماده ۸۸ ل.ق.ت همان تعداد سهام هر یک از رأی‌دهندگان است که در عدد مدیرانی که باید انتخاب شوند، ضرب می‌شود و حق رأی هر رأی‌دهنده معادل با حاصل ضرب مذکور می‌باشد.^۳

البته به نظر ما این دیدگاه یعنی تعبیر «تعداد آرا» به «تعداد سهام» برخلاف ظاهر و مقررۀ مندرج در ماده ۸۸ است و با فرض پذیرش نیز مشکلی که در خصوص رأی بالاتر دارندگان سهام ممتاز در مجامع عمومی مطرح می‌شود، همچنان باقی بماند. این امر در پیش‌نویس جدید قانون تجارت ۱۳۹۳ نیز مورد توجه قانون‌گذار قرار گرفته و اختصاص دادن حق رأی برای سهام‌داران ممتاز طبق اساسنامه مجاز شناخته شده است: «هر سهم در مجامع عمومی از یک رأی برخوردار می‌باشد، مگر آنکه سهام از نوع ممتاز بوده و برای این‌گونه سهام حق رأی بالاتری مقرر شده باشد».^۴

۱. برای ملاحظه این امر نک: اسکینی، ربیعا، *حقوق تجارت (شرکت‌های سهامی)*، جلد ۱، تهران: انتشارات سمت،

چاپ اول، ۱۳۸۸

۲. پاسبان، محمدرضا، پیشین، صص ۲۸۲-۲۸۱.

۳. عرفانی، محمود، *حقوق تجارت*، تهران: میزان، چاپ نهم، ۱۳۸۷، صص ۲۸۵.

۴. ماده ۵۱۶ پیش‌نویس قانون تجارت ۱۳۹۳.

نمی‌توان انکار کرد که وجود حق رأی چند برابر دربردارنده مزایای چشمگیری برای شرکت خواهد بود. در تأمین مالی از طریق سرمایه‌گذاری خطرپذیر، سرمایه‌گذاران می‌خواهند کنترل ویژه‌ای بر هیئت‌مدیره و تصمیمات شرکت داشته باشند^۱ و از این راه منافع مالی خود را محفوظ نگاه‌دارند، زیرا از یک سو، تنها دارایی شرکت سرمایه‌ای است که سرمایه‌گذاران خطرپذیر با خرید سهام یا افزایش سرمایه از طریق صرف سهام وارد شرکت کرده‌اند و از سوی دیگر، شرکای کارآفرین جدای از ایده‌های نوین تجربه مدیریتی ندارند و ممکن است دلسوزی لازم نسبت به نحوه استفاده از وجوه را نیز نداشته باشند.

از طرف دیگر، به دلیل ریسک بالای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های نوپا، سرمایه‌گذاران خطرپذیر معمولاً درصد کمی از سهام شرکت را خریداری می‌کنند.^۲ این امر دو منفعت برای سرمایه‌گذار در پی دارد: نخست آنکه سرمایه‌گذار ریسک کمتری می‌کند و اگر کسب‌وکار با شکست مواجه شود، زیان کمتری می‌بیند؛ دیگر آنکه کارآفرینان همچنان انگیزه کافی برای توسعه کسب‌وکار خواهند داشت، زیرا قسمت عمده سهام شرکت را همچنان در اختیار دارند. این وضعیت منجر به آن می‌شود که سرمایه‌گذار بار تأمین مالی کسب‌وکار را تحمل کند، اما از سهام و حق رأی کافی برای نظارت بر نحوه هزینه‌کرد این مبالغ و تأثیرگذاری بر تصمیمات شرکت برخوردار نباشد.^۳ بدین ترتیب، داشتن حق رأی چندبرابر نسبت به سهام عادی سبب می‌شود تا بیشتر تصمیمات شرکت منوط به موافقت سرمایه‌گذاران خطرپذیر باشد و این اشخاص با وجود دارا بودن درصد سهام ناکافی برای مدیریت شرکت، در اداره شرکت نقشی اساسی داشته باشند.^۴

1. Gilson R.J. and David M. Schizer, "Understanding Venture Capital Structure," op. cit., 883.

2. Schmidt K. M., "Convertible Securities and Venture Capital Finance," *The Journal of Finance*, Vol. 58, No. 3 (Jun. 2003) 1147.

3. Herbert, Ooghe, Ann Bekaert and Peter van den Bossche, "Venture Capital in the U.S.A., Europe and Japan," *Management International Review*, Vol. 29, No. 1 (1st Quarter, 1989): 34.

4. Cumming, Douglas and Sofia Johan., "Advice and monitoring in venture capital finance," *Finance Market and Portfolio Management*, Vol. 21, No. 1 (2007) 36; Yaron Leitner, "Convertible Securities and Venture Capital Finance," *Business Review*, Q3 (2009): 21.

۱.۲.۲ انتخاب هیئت‌مدیره از میان صاحبان سهام ممتاز

برای سهام‌داران ممتاز مهم‌ترین راه کنترل تصمیمات شرکت، بودن در هیئت‌مدیره یا توانایی تعیین تعدادی از اعضای آن است.^۱ در واقع یک راه غیرمستقیم برای کنترل هیئت‌مدیره، افزایش اکثریت توسط نمایندگان سهام‌داران ممتاز است که در این صورت بدون آنان اکثریت حاصل نمی‌شود.^۲ براساس ماده ۸۸ لایحه اصلاحی قانون تجارت، انتخاب اعضای هیئت‌مدیره با اکثریت نسبی خواهد بود. برای نمونه، اگر سرمایه‌گذاری مالک ۴۰ درصد از سهام یک شرکت سهامی با حق رأی دو برابر باشد، می‌تواند با داشتن ۸۰ رأی در مقابل ۶۰ رأی سهام‌داران عادی، اکثریت مدیران را انتخاب نمایند. بدین ترتیب، مهم‌ترین راه کنترل تصمیمات شرکت در امور مهمی همچون انحلال شرکت، تصویب صورت‌های مالی، تقسیم سود و اخذ تصمیم در زمینه تغییرات سرمایه توسط سرمایه‌گذاران، تخصیص قسمتی از کرسی‌های اعضای هیئت‌مدیره به این سرمایه‌گذاران است.^۳

۲. انواع سهام ممتاز

هریک از گونه‌های سهام ممتاز که به آن خواهیم پرداخت، دارای ویژگی‌های منحصر به فردی است که تعیین‌کننده تمام امتیازات مالی و غیرمالی دارنده آن است.

۲.۱. سهام ممتاز با حق انباشت سود

زمانی که شرکت با مشکلات مالی مواجه می‌شود، هیئت‌مدیره باید در خصوص حذف یا کاهش سرمایه، فروش سهام یا تعلیق در پرداخت سود سهام تصمیم‌گیری کند. در واقع، در هر دوره که شرکت سود کافی برای دوره جاری^۴ نداشته باشد، هیچ‌گونه تعهدی نیز برای پرداخت

1. Darden Business Publishing, "The Early Stage Term Sheet", *University of Virginia Review*, no.121(2009): 10.

2. Bengtsson, O., "Covenants in Venture Capital Contracts", *Management Science*, Vol.57, No.11 (November 2011): 1934.

3. Darden Business Publishing, "The early stage term sheet", "10.

4. "Sufficient Current Earning".

سود سهام به سهام‌داران ممتاز نخواهد داشت.^۱ اگر هیئت‌مدیره تصمیم بگیرد که به جای پرداخت سود سهام، آن را برای افزایش سرمایه به کار برد، سهام‌داران ممتاز قانوناً حق اعتراض ندارند. هر دو گروه سهام‌داران عادی و ممتاز در خصوص پرداخت سود تابع تصمیمات هیئت‌مدیره هستند.^۲ در این شرایط با توجه به این پرسش که آیا برای دارندگان سهام ممتاز حقی در این سودهای انباشته شده متصور است یا نه، می‌توان آنها را به دو گروه جمع‌شونده^۳ و غیرجمع‌شونده^۴ تقسیم کرد.

۲.۱.۱ سهام ممتاز جمع‌شونده

انتشار سهام ممتاز از نوع جمع‌شونده، به دلیل اطمینان‌بخش بودن دریافت سود یکی از مناسب‌ترین راه‌ها برای ترغیب سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری است.^۵ چنین سهامی به شرکت امکان می‌دهد تا هر زمان که بخواهد (دوران بحران مالی) پرداخت سود سهام ممتاز را برای مدتی نامعلوم و بی‌آنکه از قبل مشخص شده باشد، به تعویق اندازد، بدون اینکه تعهدی در این خصوص در مقابل سهام‌داران داشته باشد.^۶ در این حالت، اگر شرکت به هر دلیلی سود سهام را تصویب و پرداخت نکرده باشد، سود سهام ممتاز (یا سود معوق^۷) بر مبنای نرخ از پیش تعیین شده انباشت می‌گردد. اگر سهم از نوع جمع‌شونده باشد، شرکت تازمانی که سود انباشته‌شده در سال‌های قبل را به سهام‌داران ممتاز نپردازد، حق پرداخت هیچ نوع سودی را به سهام‌داران عادی نخواهد داشت.^۸ دیگر آنکه، وجود سودهای معوق مانع از فروش سهام عادی برای افزایش

۱. پرداخت سود منوط به این است که مجمع عمومی احراز نماید سود قابل تقسیمی وجود دارد. هرگاه برخلاف این قاعده مبلغی به صاحبان سهام پرداخت شود، براساس ماده ۲۴۰ لایحه قانونی آن مبلغ سود موهوم تلقی می‌شود و پرداخت آن ممنوع است.

2. Francis, Jack Clark, and Richard Taylor. "Theory and problems of investment". U.S.A, Engelska, 1992, (130).

3. "Cumulative Preferred Stock".

4. "Non-cumulative preferred stock".

5. Bratton, W. "Venture Capital on the Downside: Preferred Stock and Corporate Control," *Georgetown University Law Center*, Vol. 100, No.05 (2002): 895.

6. Horan, K. "The ABCs of U.S Preferreds", *S&P global*, (2016): 2.

7. Francis, Jack and Richard Taylor "Theory and problems of investment," 132.

8. Terry D. Warfield, Donald E. Kieso & Jerry J. Weyga. *Intermediate Accounting*. U.S.A, New York, 2007, (738).

9. Gilson R.J. and David M. Schizer, "Understanding Venture Capital Structure," *op. cit.*, 883.

سرمایه شرکت می‌گردد.^۱ در حقوق ایران هیچ ممنوعیتی در این زمینه به چشم نمی‌خورد. هر چند برخی از فقها در مشروعیت سهام ممتاز با سود جمع‌شونده تردید کرده‌اند و دلیل آن را غرر و ربا می‌دانند.^۲ با این همه، دارنده سهام ممتاز، چه از نوع جمع‌شونده باشد یا نباشد، ریسک و ضرر احتمالی شرکت را متحمل می‌شود و آن در حالی است که میزان کل سود شرکت ممکن بود کمتر یا بیشتر از میزان سود به دست آمده باشد؛ لذا از این نظر نمی‌توان آن را نامعتبر دانست.

سود سهام جمع‌شونده معمولاً در صورت تصویب هیئت‌مدیره در زمان انحلال شرکت یا زمان بازخرید سهام پرداخت می‌گردد.^۳ برای نمونه، اگر شرکت B در سال اول به علت کمبود نقدینگی قادر به انجام تعهد خود در برابر سهام‌داران ممتاز برای تقسیم سود از قرار هر سهم ۶ دلار نباشد، پرداخت سود سهام جمع‌شونده به تعویق می‌افتد. در پایان سال دوم شرکت مذکور ۸ دلار سود برای هر سهم دارد که می‌تواند نقداً پرداخت کند. از این رو، این مبلغ تماماً به سهام‌داران ممتاز تعلق می‌گیرد و باقی‌مانده سود هر سهم ممتاز ۶ دلار است که باید در اولین تقسیم سود پرداخت شود.^۴

۲.۱.۲ سهام ممتاز غیر جمع‌شونده

غیر جمع‌شوندگی بدین معناست که اگر پرداخت سود سهام ممتاز در هر زمانی و به هر دلیلی متوقف گردد و هیئت‌مدیره تصمیم به عدم پرداخت آن بگیرد، این سود نه انباشته می‌شود و نه در سال‌های آتی قابل پرداخت است. در این نوع سهام نیز سهام‌داران ممتاز نسبت به سهام‌داران عادی در دریافت سود سهام اولویت دارند؛ هر چند سودهای انباشته‌شده در سال‌های قبل قابل پرداخت به آنها نباشد.^۵ از آنجا که امکان نپرداختن سود سهام برای مدتی نامعلوم می‌تواند

1. Bratton, William W. and Micheal Wachter. "A Theory of Preferred Stock" *University of Pennsylvania*, Vol. 161:1815(2013):1825.

۲. اصولاً فقها ماهیت سهام ممتاز را تابع عقد شرکت می‌دانند و معتقدند که قراردادن ویژگی جمع‌شوندگی برای آن منجر به انقلاب ماهیت عقد از شرکت به قرض ربوی می‌گردد. از دیدگاه‌هایشان تعهد به پرداخت سود سال‌های قبل در واقع تضمین اصل و سود است که جایز نیست. در این زمینه، نک: طباطبایی، سیدصادق، پیشین؛ موسویان، سیدعباس، *ابزارهای مالی اسلامی*، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی تهران، ۱۳۸۶.

3. Bof Merrill lynch global research, 2015.

4. Francis, Jack, op. cit., 133.

5. Lattin, N. "Is Non-Cumulative Preferred Stock in fact Preferred?" *Illinois Law Review*, vol. 25 (1931):148.

انگیزش سرمایه‌گذاران را کاهش دهد، در عملکرد شرکت‌ها به دارندگان این نوع سهام حق رأی اعطا می‌کردند.^۱ سهام ممتاز جمع‌شونده نسبت به سهام ممتاز غیرجمع‌شونده ارزش بسیار بالاتری دارد و به این دلیل قیمت آن بالا می‌رود.

۲.۲. سهام ممتاز مشارکتی^۲

از دیگر انواع سهام ممتاز سهم ممتازی است که به دارندگان خود این مزیت را می‌دهد که علاوه بر سود سهامی که به آنها اختصاص داده شده است، با سهام‌داران عادی در باقی‌مانده سود شرکت سهیم می‌شوند.^۳ به دیگر سخن، آنان یک بار از سود سهام بر مبنای نرخ از پیش تعیین شده در اساسنامه و درج شده در برگه سهام بهره‌مند می‌شوند و یک بار از باقی‌مانده سود سهام.^۴ این گونه سهام نیز ممکن است دارای حق انباشت سود یا فاقد آن باشد. هرچند انتشار سهام ممتاز مشارکتی روش چندان جالبی نیست، شرکت‌هایی که با مشکل مالی مواجه هستند، گاه از این راهکار برای جذب سرمایه و فروش سهام به منظور تأمین سرمایه استفاده می‌کنند.^۵ مشارکت سهام‌داران ممتاز با سهام‌داران عادی در سود باقی‌مانده شرکت ممکن است به صورت کامل و در کل سود باشد یا محدود به درصد معینی گردد.

۲.۲.۱ سهام ممتاز با حق مشارکت کامل در سود^۶

این ویژگی سبب می‌شود که سهام‌داران ممتاز پس از دریافت سود معوق (در صورت داشتن حق انباشت سود) و سود سال جاری، در هرگونه سود باقی‌مانده، پس از پرداخت سود سهام‌داران عادی با آنها به نسبت مبلغ اسمی سرمایه سهیم باشند.^۷ گفتنی است، در صورتی که سهام ممتاز دارای حق مشارکت در سود (کامل یا محدود) باشد، نرخ سود سهام عادی نیز براساس نرخ سهام ممتاز محاسبه می‌شود.^۸ برای نمونه، اگر سود ثابت سهام ممتاز ۱۰ درصد و دارای حق مشارکت

1. Horan, "The ABCs of U.S Preferreds", 2.

2. "Participating Preferred Stock".

3. Arcot, S. " Participating Convertible Preferred Stock in Venture Capital Exist", *Journal of Business Venturing* (2013) 2 and 5.

4. Harris, T., " Modeling the Conversion Decisions of Preferred Stock", op. cit., 589.

5. Francis, and Richard w, Taylor *Theory and Problems of Investment*, 124.

6. "Fully participating preferred stock".

7. Harris, T., Ibid.

8. Lawson, J. " Preferred Stpck", *The American law register*, Vol.29, No.10(1891):647.

در سود باشد، ابتدا سود سهام ممتاز معادل ۱۰ درصد مبلغ اسمی و سپس، سود سهام عادی نیز معادل ۱۰ درصد مبلغ اسمی سرمایه پرداخت می‌گردد و باقی‌مانده سود در صورت وجود، به نسبت مبلغ اسمی سرمایه میان سهام‌داران عادی و ممتاز تقسیم می‌شود.

۲.۲.۲ سهام ممتاز با حق مشارکت محدود در سود^۱

در این نوع سهام ممتاز مشارکت در سود تا میزان محدود و مشخصی از دارایی‌های حاصله شرکت می‌باشد، نه در تمام سود به‌دست آمده. در صورت وجود سهام ممتاز با حق مشارکت محدود در سود، مبلغ اسمی سهام ممتاز مبنای محاسبه نرخ مشارکت قرار می‌گیرد نه سود قابل تقسیم.^۲ برای نمونه، چنانچه سود سهام ممتاز ۹ درصد و دارای حق مشارکت محدود تا ۱۴ درصد باشد، ابتدا سود سهام ممتاز معادل ۹ درصد مبلغ اسمی پرداخت می‌شود و سپس سود سهام عادی نیز معادل سود سهام ممتاز یعنی ۹ درصد مبلغ اسمی سرمایه. سپس به سهام‌داران ممتاز به میزان درصد باقی‌مانده از سود سهام اضافی تا میزان ۱۴ درصد پرداخت می‌گردد که در این جا ۵ درصد است و باقی‌مانده سود سهام در صورت وجود، به سهام‌داران عادی تعلق می‌گیرد.

۲.۳ سهام ممتاز قابل تبدیل^۳

سهام ممتاز قابل تبدیل اصولاً به سهامی گفته می‌شود که دارای سود معین و ثابت است، ولی دارنده آن فاقد حق مشارکت در دارایی‌ها با دیگر سهام‌داران است. چنین امتیازی (سود ثابت)، هنگامی که شرکت هنوز به وضع پایداری نرسیده است، برای سهام‌دار اهمیت دارد. اما روی دیگر سکه این امتیاز، محدود بودن آن به مبلغی ثابت است و در شرایط خوب، این سهام‌داران عادی هستند که سود بیشتری دریافت می‌کنند. بدین ترتیب، هنگامی که ارزش شرکت به سطح بالایی برسد، این امتیاز ممکن است اثر منفی داشته باشد. ارزش سهام یک شرکت تا حدود زیادی به عملکردهای آینده و موفقیت شرکت بستگی دارد.^۴ تبدیل چنین سهام ممتازی به سهام عادی زمانی موردپسند سرمایه‌گذاران است که شرکت در وضعیت مطلوب و

1. "Partially Participating Preferred Stock".

2. Harris, T., "Modeling the Conversion Decisions of Preferred Stock", op. cit., 589.

3. "Convertible Preferred Stock".

4. George W. Dent, "Venture Capital and the Future of Corporate Finance", *Washington University Law Quarterly*, Vol. 70:1029(1992): 1056.

مناسبی قرار گرفته است و سرمایه‌گذار با تبدیل سهام خود به سهام عادی می‌تواند از پتانسیل و مزایای بالای ارزش شرکت استفاده کند.^۱ در واقع، تبدیل سهام ممتاز به عادی معمولاً زمانی برای سهام‌دار ممتاز مطلوبیت دارد که شرکت سهم قابل توجهی از بازار را در اختیار خود گرفته است و ارزش بازاری و بازده بالایی دارد.^۲ در این شرایط اصولاً سود ثابت سهام ممتاز کمتر از سود تحقق‌یافته شرکت است که به دارندگان سهام عادی تعلق می‌گیرد و بنابراین تبدیل سهام ممتاز به عادی برای سهام‌دار ممتاز سودآورتر خواهد بود.^۳ نرخ تبدیل این نوع سهام در اساسنامه یا بنا به تصمیم مجمع عمومی فوق‌العاده تعیین می‌شود. قیمت تبدیل متأثر از رشد بالقوه شرکت است، لذا هرچه رشد بالقوه بیشتر باشد، قیمت تبدیل نیز بالاتر خواهد بود. برای نمونه، اگر نرخ تبدیل سهام ممتاز به عادی ۲ باشد، هر سهم ممتاز به ۲ سهم عادی می‌تواند تبدیل شود. حال، چنانچه قیمت سهم عادی ۲۰۰۰ ریال و قیمت سهم ممتاز ۳۵۰۰ ریال باشد، تبدیل سهم ممتاز به عادی می‌تواند برای سهام‌دار ممتاز جذابیت داشته باشد. بدین ترتیب، زمانی که قیمت سهم عادی در بازار افزایش می‌یابد، دارندگان سهم ممتاز این اختیار را دارند که با تبدیل سهام خود به سهام عادی سود قابل توجهی را به دست آورند.^۴ نرخ تبدیل تا حد زیادی وابسته به موفقیت شرکت در پروژه‌های خود است؛ بدین معنا که هر چقدر عملکرد شرکت مطلوب‌تر باشد و موفقیت‌های بیشتری کسب کند، نرخ تبدیل بالاتر است و زمانی که شرکت وضعیت مطلوبی نداشته باشد، نرخ تبدیل کاهش می‌یابد.^۵

الزامی یا اختیاری بودن و نیز بازه زمانی ویژه (معمولاً کمتر از ۴ سال) برای تبدیل سهام ممتاز به سهام عادی براساس مذاکرات صورت‌گرفته بین سرمایه‌گذار و صادرکننده تعیین

1. Leitner, Y, "Convertible Securities and Venture Capital Finance", *Business Review*, Q3 (2009): 19.

2. Ibid, 19.

3. Elsaid, H. "The Function of Preferred Stock in the Corporate Financial Plan," *Financial Analysts Journal*, Vol. 25, No. 4 (Jul. - Aug., 1969)115.

4. Kallberg, J., "Preferred Stock: Some Insights into Capital Structure", *Thunderbird School of Global Management*, (2013):9.

5. Warren, Dana, "Venture Capital Investment: Status and Trends," *Business Law Journal*, Vol.6:2(2011)518; Bill Cox, "Preferred Stock: Usage and Characteristics", *Journal of Applied Business Research*, vol. 9, no. 4(1990)37; George W. Dent, "Venture Capital and the Future of Corporate Finance," op. cit., 1056.

می‌شوند. با این حال، اگر قیمت سهام عادی به بیشتر از قیمت تبدیل افزایش یابد، شرکت می‌تواند دارندگان سهام ممتاز را مجبور به تبدیل کردن اوراق به سهام عادی کند.^۱

گاهی مواقع تبدیل سهام ممتاز به عادی ممکن است به صورت خودکار انجام شود^۲ و این بستگی به وقوع حوادث خاصی دارد؛ مانند زمان عرضه عمومی سهام^۳ یا زمانی که سهام‌داران ممتاز اکثریت سهام شرکت را در دست گیرند. همچنین این تبدیل ممکن است زمانی صورت پذیرد که امتیازات سهام برای مدت زمان خاصی در نظر گرفته شود و آن زمان سپری گردد.^۴ البته لازم به ذکر است که برای اعتبار این نوع تبدیل باید علاوه بر اصلاح اساسنامه تشریفات ثبتی آن نیز انجام گیرد. این نوع از سهام غالباً در سرمایه‌گذاری خطرپذیر کاربرد دارد.^۵

۲.۴. سهام ممتاز با نرخ سود شناور^۶

سهام ممتاز با نرخ سود شناور سهامی است که نرخ سود ثابتی ندارد و نرخ سود آن متناسب با وضعیت اقتصادی، نرخ تورم و یا نرخ سود بانکی در حال نوسان است.^۷ به عبارت دیگر، برای توسعه دادن نرخ سود سهام ممتاز، سود آن را به صورت شناور برپایه شرایط بازار آینده قرار می‌دهند.^۸ معمولاً برای اینکه ریسک بازار در پایین‌ترین حد باقی بماند، شرکت انشماردهنده این اوراق باید نرخ بازده آن را به گونه‌ای تعیین کند که در بازار به قیمتی معادل یا حدود ارزش اسمی مورد معامله قرار گیرد.^۹

در انتشار سهام ممتاز با نرخ سود شناور معمولاً پایین‌ترین نرخ بهره و بالاترین میزان سود پرداختی تعیین می‌شوند. از آنجا که ثابت بودن سود قابل پرداخت ویژگی مشترک اوراق قرضه و سهام ممتاز با نرخ شناور است، پیش‌بینی تغییر نرخ سود نقدی سهام ممتاز با شرایط جاری بازار دلیلی است بر تفاوت میان این دو ابزار سرمایه‌گذاری برای ایجاد انگیزش در سرمایه‌گذاران.

1. Kallberg, J., *ibid.*

2. "Automatic conversion".

۳. Initial Public Offering (IPO) یا نشان داده می‌شود، عبارت است از اولین فروش سهام توسط یک شرکت خصوصی که طی آن به یک شرکت عمومی تبدیل می‌شود.

4. Conac, P., "The New French Preferred Shares", *op. cit.*, 506.

5. Harris, T., "Modeling the Conversion Decisions of Preferred Stock", *op. cit.*, 591.

6. "Floating Rate Preferred Stock".

7. Horan, "The ABCs of U.S. preferreds", 2.

8. Everette L. J., "Issuance of floating rate preferred stock", *op. cit.*, 519.

9. *Ibid.*

علاوه بر این، نوسان نرخ سود سهام نقدی به سهولت از نوسانات قیمت بازار سهام ممتاز با نرخ شناور می‌کاهد،^۱ زیرا در مقایسه با دارندگان اوراق قرضه، معمولاً به دلیل نبود سررسید مشخص در پرداخت سود سهام‌داران ممتاز، نوسانات قیمت سهام ممتاز از اوراق قرضه بیشتر خواهد بود.^۲ گروهی از حقوق‌دانان ایرانی براساس برخی نظریات فقهی، نظر به عدم جواز سهم ممتاز با نرخ شناور داده‌اند. بدین دلیل که سهم ممتاز با نرخ سود شناور مشکل غرر دارد.^۳ باین‌حال، غرر در این نوع تعهد جایی ندارد؛ زیرا افراد با توجه به موقعیت اقتصادی شرکت و آمارهای مرتبط به بازار سهام ممتاز اقدام به خرید این نوع از سهام می‌کنند و عرف، مخاطره و نزاعی را در این نوع معامله تصور نمی‌کند. از سوی دیگر، تناسب و تغییر مقدار سود در دامنه نرخ بهره بازار با توجه به بیان شهید اول که معتقد است غرر، احتمال خسارتی است که عرف از آن اجتناب می‌کند و اگر احتیاط نکند، بر آن توبیخ می‌شود،^۴ سبب غرر و خسارتی که عقلاً از آن اجتناب می‌کنند، نمی‌شود. لذا انتشار سهام ممتاز با نرخ سود شناور هماهنگ با وضعیت اقتصادی یا نرخ تورم یا نرخ سپرده بانکی، خالی از اشکال است.^۵

۲.۵. سهام ممتاز قابل بازخرید^۶

سهام ممتاز قابل بازخرید به سهامی گفته می‌شود که بازخرید آن تضمین شده است و دارنده آن تا حد زیادی به بازگشت مبلغ اسمی سهام خود اطمینان دارد. شرکتی که این نوع سهام را منتشر می‌کند، می‌تواند هر زمان بخواهد براساس قیمت تعیین شده، آن را بازخرید کند. معمولاً قیمت بازخرید این سهام از قیمت فروش یا ارزش اسمی آنها بیشتر است. با گذشت زمان، قیمت بازخرید کاهش می‌یابد و به قیمت فروش و ارزش اسمی آن نزدیک‌تر می‌شود. غالباً قیمت

1. Francis, Jack and Richard Taylor, "Theory and problems of investment", 133.

2. Karmazin V., and A.O. Bondar, "The Advantage and Disadvantage of Financing with Preferred and Common Stock", *Економічний вісник Національного*, Vol.300 (2013): 303.

۳. موسویان، سیدعباس، پیشین، ص ۳۴۰.

۴. فان الغرر احتمال مجتنب عنه فی العرف، بحیث لو ترک و بیخ علیه (عاملی، ۱۴۱۴ق، جلد ۲، ص ۷۵).

۵. طباطبایی، سیدصادق، همان، ص ۱۹.

6. "Callable Preferred Stock".

سهامی که باز خرید می‌شود، ارزش بازاری سهام یا ارزش واقعی سهام به علاوه ارزش سود سهام‌های پرداخت نشده است.^۱

هدف از انتشار این نوع سهام، از یک سو ایجاد برابری حقوق میان سهام‌داران است و از سوی دیگر این امکان را به شرکت‌ها می‌دهد تا بدین وسیله مشکل پرداخت سود ثابت سهام را حل کنند؛ زیرا در این صورت، حذف تعهد شرکت نسبت به سود سهام ممتاز موجب بالا رفتن منابع شرکت می‌گردد. در واقع، مقررات باز خرید سهام زمانی برای شرکت‌ها مزیت محسوب می‌شود که نرخ سود شرکت کاهش یابد. در این صورت، شرکت این اختیار را خواهد داشت که با باز خرید سهام از پرداخت سود جلوگیری کند^۲ و در نهایت، سهام عادی را به دست مردم بدهد. باز خرید سهام از سوی شرکت ممکن است اختیاری یا الزامی باشد؛ هم‌چنان که سهام مزبور ممکن است دارای سررسید یا بدون سررسید باشد^۳ و شرکت می‌تواند حق باز خرید پیش از موعد آن را نیز برای خود حفظ کند و حتی می‌تواند قیمت باز خرید سهام را بیش از مبلغ اسمی تعیین کند. ویژگی قابل باز خرید بودن بیشتر مزیتی برای صادرکنندگان سهام است تا مالکان آنها. اگر نرخ بهره بالا رود، صادرکننده از اینکه این نوع سهام را منتشر کرده است، خوشحال می‌شود؛ زیرا صدور سهام جدید نیاز به پرداخت سود بالاتری دارد. اما این برای سرمایه‌گذار خوشایند نیست؛ زیرا در این حال باید آن را به قیمتی کمتر از آنچه بابت آن پرداخت کرده است، بفروشد و بنابراین از فرصت سود بردن نرخ بالاتر کنونی محروم می‌شود. اگر نرخ بهره پایین آید، نیز ممکن است صادرکنندگان مبادرت به باز خرید سهام نمایند تا با بهره‌های کمتری که به وجود آمده است، مجدداً اقدام به سرمایه‌گذاری کنند.

در حقوق ایران بر پایه ماده ۶۵ لایحه قانون تجارت «از تاریخ مذکور در ماده ۶۱ تا انقضای موعد یا مواعد اوراق قرضه، شرکت نمی‌تواند اوراق قرضه جدید قابل تعویض یا قابل تبدیل به سهام منتشر کند یا سرمایه خود را مستهلک سازد یا آن را از طریق باز خرید سهام کاهش دهد...». از مفهوم مخالف این ماده بدو چنین استنباط می‌شود که شرکت‌های سهامی در سایر موارد حق دارند سهام خود را باز خرید کنند؛ در حالی که ماده ۱۹۸ همان قانون خریداری سهام

1. Darden Business Publishing, "The early stage term sheet", 10.

2. Karmazin V. and A.O, Bondar, "The Advantage and Disadvantage of Financing with Preferred and Common Stock", 301.

3. Bill Cox, "Preferred Stock: Usage And Characteristics", op. cit., 34.

شرکت توسط خود آن شرکت را ممنوع اعلام داشته است. راه حل مسئله این است که بین خرید سهام توسط شرکت و خرید توسط اشخاص ثالث قائل به تفکیک شویم. گرچه خرید سهام شرکت توسط همان شرکت مورد پذیرش قانون گذار نیست، در خصوص باز خرید سهام توسط اشخاص ثالث منعی وجود ندارد و شرکتها می توانند براساس قرارداد خصوصی با سایر اشخاص، از جمله بانکها و مؤسسات اعتباری، سهام قابل باز خرید صادر کنند.^۱

۱. مشکی، سیروس، پیشین، ص ۱۶۲.

نتیجه گیری

شرکت‌ها زمانی که با بحران مالی مواجه می‌شوند، ناچارند به منظور جذب سرمایه‌گذاران از شیوه‌هایی انگیزشی استفاده کنند. یکی از شیوه‌های بسیار کارآمد، انتشار سهام ممتاز است که بسته به امتیازات داده شده به سهام‌داران می‌تواند به کاهش ریسک سرمایه‌گذاری بینجامد. آنچه در این راستا اهمیت می‌یابد و باید در اساسنامه شرکت یا در تصمیم مجمع عمومی فوق‌العاده معین شود، نوع سهام و گستره امتیازاتی است که به سهام‌داران ممتاز داده خواهند شد، زیرا بسته به این دو ویژگی تعهدات شرکت برابر سرمایه‌گذاران متفاوت خواهد بود.

امتیازات سهام ممتاز در طیف گسترده‌ای از امتیازات مالی و غیرمالی قرار می‌گیرند. با بررسی دقیق این امتیازات مشخص می‌گردد که امتیازات غیرمالی نیز در نهایت منجر به مزایای مالی برای دارندگان سهام ممتاز می‌شود. قانون‌گذار ایران برای امتیازات هیچ محدودیتی قائل نشده است. با وجود این، به نظر می‌رسد که نمی‌توان برای آن امتیازاتی برخلاف قوانین آمره قانون تجارت و سایر قوانین آمره مانند قوانین مالیاتی و... قائل شد و پیش‌بینی چنین امتیازاتی در اساسنامه یا تصویب مجمع عمومی قابل ابطال در مراجع قضایی خواهد بود. با این حال، معمولاً آنچه بیش از هر چیز دیگر مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد، امتیازاتی است که آنان را در اولویت نسبت به سایر سهام‌داران قرار می‌دهد؛ مانند اولویت در دریافت سود، مبلغ اسمی در زمان انحلال شرکت یا نمونه‌هایی از این دست. اما آنچه بیش از این اهمیت دارد، امتیازاتی است که کنترل شرکت را به سهام‌داران ممتاز می‌دهد؛ مانند اعطای حق رأی چند برابر نسبت به سهام آنان و انتخاب اعضای هیئت‌مدیره از میان صاحبان سهام ممتاز که چه بسا بیش از امتیازات مالی برای سهام‌داران اهمیت خواهند داشت.

با توجه به اینکه سهام ممتاز منتشره از چه نوعی باشند، شیوه دریافت سود و استفاده از مزایا برای صاحبان سهام ممتاز متفاوت خواهد بود. با این حال، بهترین نوع سهام ممتاز که به دارنده حق استفاده کامل از مزایا و اولویت‌های در نظر گرفته شده را می‌دهد، سهام ممتاز جمع‌شونده با حق مشارکت در سود (کامل یا محدود) با قابلیت تبدیل به سهام عادی است؛ زیرا باعث می‌شود سهام‌دار در زمان رونق شرکت سود سال‌های اولیه شرکت (زمانی که فاقد دارایی کافی بوده است) در دریافت نماید که تا قبل از دریافت آن سهام‌داران عادی حقی در دریافت سود نخواهند داشت.

جدای از این، با داشتن حق مشارکت، پس از دریافت سود خود، در مابقی سود حاصل شده با سهام‌داران عادی شریک می‌شود. همچنین، وی می‌تواند در زمان توسعه و سودآوری شرکت با داشتن قابلیت تبدیل سهام به منظور بهره‌مندی بیشتر از ارزش شرکت، سهام ممتاز خود را به سهام عادی تبدیل نماید.

متأسفانه، در سیستم حقوقی ایران، نه تعریف قانون‌گذار از سهام ممتاز و نه اندک آرای قضایی نتوانسته‌اند جایگاه و چهارچوب این ابزار مهم سرمایه‌گذاری را مشخص کنند. این کاستی امروز بیش از پیش آشکار شده است. از یک سو، شرکت‌های نوپا به سرعت در حال گسترش هستند؛ شرکت‌هایی که جز فناوری و ایده خود چیزی ندارند و به شدت نیازمند حمایت مالی برای رونق فعالیت خود هستند و از سوی دیگر، سرمایه‌گذاران نیاز به تضمین کافی و مناسبی دارند تا ریسک بالای سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها را بپذیرند. چنان‌که بیان شد، اختصاص سهام ممتازی که امتیازات و نحوه به‌کارگیری آن مشخص است، از بهترین راه‌های جذب سرمایه‌گذاران است. از این رو، پیشنهاد می‌شود قانون‌گذار در قانون جدید تجارت با تعیین دقیق امتیازات سهام ممتاز کاری را که رویه تجاری نتوانسته است تاکنون انجام دهد، به پایان برساند؛ زیرا هنوز میان حقوق‌دانان و فقها درباره اعتبار یا عدم اعتبار انواع سهام ممتاز و امتیازات آن، به‌ویژه جایی که در مقابل عمل اضافی نباشد، اختلاف وجود دارد و بهتر است قانون‌گذار با تعیین موضع خود در این راستا به این اختلافات پایان دهد.

فهرست منابع

الف) منابع فارسی

کتاب

۱. اسکینی، ربیعا، **حقوق تجارت (شرکت‌های سهامی)**، جلد ۱، تهران: انتشارات سمت، چاپ دهم، ۱۳۸۸.
۲. پاسبان، محمدرضا، **حقوق شرکت‌های تجاری**، تهران: سمت، ۱۳۸۵.
۳. عبادی، محمدعلی، **حقوق تجارت**، تهران: کتابخانه گنج دانش، چاپ دوازدهم، ۱۳۷۳.
۴. عرفانی، محمود، **حقوق تجارت**، تهران: میزان، چاپ نهم، ۱۳۸۷.
۵. موسویان، سیدعباس، **ابزارهای مالی اسلامی**، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، چاپ اول، ۱۳۸۶.

مقاله

۶. جنیدی، لعیا، رحمت دشتی، **حقوق حاکم بر سهام ممتاز در حقوق ایران و انگلیس**، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال دوم، ۱۳۸۸، شماره ۷.
۷. طباطبایی، سیدصادق، **تحلیل فقهی اقتصادی سهام ممتاز**، مجله جستارهای اقتصادی ایران، ۱۳۹۴، شماره ۲۴.

پایان‌نامه

۸. مشکی، سیروس، «**سهام ممتاز**»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، تهران: دانشگاه تهران، ۱۳۵۳.

قوانین و آرای دادگاه‌ها

۹. قانون مدنی.
۱۰. قانون تجارت ۱۳۱۳.
۱۱. لایحه قانون تجارت ۱۳۴۷.
۱۲. پیش‌نویس قانون تجارت ۱۳۹۳.

دادنامه

۱۳. دادنامه شماره ۹۰۰۹۹۷۰۲۲۷۹۰۰۴۱۲ صادره از شعبه ۱۹ مجتمع قضایی شهید بهشتی تهران، ۱۳۹۰.

ب) منابع انگلیسی

Books

14. Francis, Jack Clark, and Richard Taylor, *Theory and Problems of Investment*, U.S.A, Engelska, 1992.
15. Guerard, John and Eli Schwartz, *Quantitative Corporate Finance*, U.S.A, Springer, 2007.
16. Terry D. Warfield, Donald E. Kieso & Jerry J. Weyga, *Intermediate Accounting*, U.S.A, New York, 2007.
17. Walker, S., *Beware the Trappings of Liquidation Preference*, U.S.A, Venture Beat, 2010.

Articles

18. Arcot, S. "Participating convertible preferred Stock in Venture Capital Exist", *Journal of Business Venturing* (2013).
19. Bengtsson, O., "Covenants in Venture Capital Contracts", *Management Science*, Vol. 57, No.11 (November 2011).
20. Bratton, W. and M. Wachter, "A theory of Preferred Stock", *University of Pennsylvania*, Vol. 161:1815(2013).
21. Bratton, W., "Venture Capital on the Downside: Preferred Stock and Corporate Control", *Georgetown University Law Center*, Vol. 100, No.05 (2002).
22. Conac, P., "The New French Preferred Shares: Moving towards a More Liberal Approach", *European Company and Financial Law Review*, Vol. 2, No.4 (2005).
23. Cox, B., "Preferred Stock: Usage and Characteristics", *Journal of Applied Business Research*, Vol. 9, No.4(1990).
24. Cumming, D. J. and S. A. Johan. (2007). "Advice and Monitoring in Venture Capital Finance", *Finance Market and Portfolio Management*, Vol.21, No.1.
25. Darden Business Publishing, "The Early Stage Term Sheet", *University of Virginia Review*, No.121(2009).
26. Dent, G. W., "Venture Capital and the Future of Corporate Finance", *Washington University Law Quarterly*, Vol. 70:1029(1992).
27. Elsaid, H., "The Function of Preferred Stock in the Corporate Financial Plan", *Financial Analysts Journal*, Vol. 25, No. 4 (Jul. - Aug., 1969).
28. Gilson, R. and D. Schizer, "Understanding Venture Capital Structure: A Tax Explanation for Convertible Preferred Stock", *Harvard Law Review*, Vol. 116, No.3 (Jan., 2003).
29. Harris, T. "Modeling the Conversion Decisions of Preferred Stock", *The Business Lawyer*, Vol. 58, No. 2 (February 2003).

30. Herbert, O., A. Bekaert and P. van den Bossche. "Venture Capital in the U.S.A., Europe and Japan", *Management International Review*, Vol. 29, No. 1 (1st Quarter, 1989)
31. Houston. L. and C. O. Houston, "Financing with Preferred Stock", *Financial Management*, Vol. 19, No. 3 (Autumn, 1990).
32. Horan, K., "The ABCs of U.S Preferreds", *S&P Global*, (2016):.
33. Everette L. J., "Issuance of Floating Rate Preferred Stock", *Tax Lawyer*, Vol.39, No.3 (1986).
34. Karmazin. V. A., and A. O. Bondar. "The Advantage and Disadvantage of Financing with Preferred and Common Stock", *Економічний вісник Національного*, Vol.300 (2013).
35. Kallberg, J., "Preferred Stock: Some Insights into Capital Structure", *Thunderbird School of Global Management*, Code. G14(2013).
36. Schmidt, K M. "Convertible Securities and Venture Capital Finance", *The Journal of Finance*, Vol. 58, No. 3 (Jun. 2003).
37. Lattin, N., "Is Non-Cumulative Preferred Stock in Fact Preferred?", *Illinois Law Review*, vol.25(1931).
38. Lawson, J., "Preferred Stocks", *The American Law Register*, Vol.29, No.10(1891).
39. Leitner, Y., "Convertible Securities and Venture Capital Finance", *Business Review*, Q3(2009).
40. Thompson, G., "Respective Right of Preferred and Common Stock Holders in Surplus Profited", *Michigan Law Review*, Vol. 19, No.5 (1921).
41. Walther, B., "The Peril and Promise of Preferred Stock", *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol.39 (2014).
42. Warren, D. M., "Venture Capital Investment: Status and Trends", *Business Law Journal*, Vol.6:2(2011).

Laws

43. Code de commerce de la République française.