



جمهوری اسلامی ایران
وزارت تعاون، کار و رفاه اجتماعی

جمهوری اسلامی ایران
وزارت تعاون، کار و رفاه اجتماعی

ماهیت سهام ممتاز و انواع آن

با نگاهی به نظام حقوقی ایران، فرانسه و انگلیس

تهران، خیابان مطهری نرسیده به تقاطع
سهروردی، پلاک ۱۰۰، واحد ۱



۰۲۱-۸۶۰۷۴۳۹۰



www.cooptt.com
info@cooptt.com



گزارش شماره ۲
تابستان ۱۴۰۰
تهیه شده در دپارتمان حقوقی

بسم الله الرحمن الرحيم

به نظر من، یکی از راه حل‌ها و اساسی‌ترین و منطقی‌ترین و بنیادی‌ترین کارهایی که می‌تواند در این کشور برای استقرار عدالت انجام بگیرد، **تعاون** است.

«مقام معظم رهبری»



شناسنامه

عنوان: ماهیت سهام ممتاز و انواع آن با نگاهی به نظام حقوقی

ایران، فرانسه و انگلیس

گزارش: شماره ۲

تهیه شده در دپارتمان: حقوقی

نویسنده: سینا عبائی

ناظر علمی: حنیف عموزاده

طراح جلد و صفحه آرایی: سعید رسته مقدم

تاریخ انتشار: تابستان ۱۴۰۰

تمام حقوق مادی و معنوی این اثر متعلق به اندیشکده تعاون و توسعه است.

فهرست مطالب

۴	مقدمه
۵	امتیازات متصوره سهام ممتاز به طور کلی
۱۳	حقوق مربوط به سهام ممتاز در نظام حقوقی انگلستان
۹۱	پیشنهاد تحت عنوان ماده:
۲۰	منابع

مقدمه

در لایحه قانون تجارت، قانون‌گذار تعریف دقیقی از سهام ممتاز ارائه نکرده است، تنها اشاره قانون‌گذار به این نوع سهام در تبصره ۲ ماده ۲۴ لایحه اصلاحیه قانون تجارت^۱ می‌باشد که مقرر می‌دارد: در صورتی که برای بعضی از سهام شرکت با رعایت مقررات این قانون مزایایی قائل شوند، این سهم ممتاز نامیده می‌شوند بدین ترتیب سهام ممتاز را می‌توان در مقایسه با سهام عادی بهتر شناخت و از این طریق می‌توان ویژگی‌ها و مزایای مثبت و منفی که برای سهام ممتاز در نظر گرفته شده است را از سهام عادی متمایز نمود. پاره‌ای از حقوق‌دانان در تعریف سهام ممتاز نوشته‌اند: سهامی است که به موجب اساسنامه یا طبق تصویب مجمع عمومی فوق‌العاده شرکت امتیاز یا امتیازات خاصی نسبت به سایر سهام همان شرکت به دارنده خود اعطا می‌کند (اسکینی، ۱۳۸۵، ص. ۷۶ و ستوده تهرانی، ۱۳۸۰، ص. ۷۴). به عبارت دیگر می‌توان گفت سهام ممتاز، سهامی است که هنگام صدور، بر اساس اظهارنامه یا اساسنامه، نسبت به دیگر سهام شرکت امتیاز اضافی مثل پرداخت سود سهام به صورت ثابت، اولویت در بازپرداخت سرمایه هنگام انحلال شرکت، حق رأی بیشتر نسبت به دیگر سهام‌داران را برای سهام‌دار ایجاد می‌کند.

قانون‌گذار ایران، با توجه به این که قانون ایران متأثر از فرانسه است، در تعریف سهم ممتاز و پذیرش اختیار سهام‌داران به ایجاد آن، از همتای فرانسوی خود پیروی کرده است و تعیین تعداد، خصوصیات و امتیازات این گونه سهام در اظهارنامه و اساسنامه شرکت را به سهام‌داران واگذار کرده است. اما در عمل نتوانسته است چهارچوبی گسترده و منسجم برای شناخت و به‌کارگیری سهم ممتاز فراهم کند. این مسأله در قبال تعاونی‌ها نمود بیشتری دارد. چراکه اساساً این سهام در قانون تعاون کشور به رسمیت شناخته نشده است. رویه قضایی نیز نتوانسته است گستره امتیازات سهام ممتاز را تعریف کند اما کشورهای دارای نظام حقوقی غیرمدون^۲ بیشتر از دیگر کشورها

۱. لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت مصوب ۱۳۴۷

2. Common Law

به این امر اهتمام ورزیده و پا به پای پیشرفت تجارت خود نظام حقوق تجارت خود را متحول نموده‌اند. حال در این مطلب به دنبال آن هستیم تا بدانیم که آیا سهام ممتاز، امکانی است قابل تحقق برای تعاونی‌ها در کشور؟ آیا اساساً این نوع سهام در تعاونی‌های سایر کشورها به رسمیت شناخته شده است؟ چه سازوکاری را می‌توان در قانون برای استفاده از این نوع سهام دنبال نمود؟

امتیازات متصوره سهام ممتاز به طور کلی

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- 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 طریق انتشار این نوع سهام، آسان‌تر دست‌یابند. از میان امتیازات شناخته شده می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

۱-۱- سود ثابت سهام

در اکثر موارد سود سهام ممتاز مقدار ثابتی از سود تحقق یافته شرکت یا درصد ثابتی از ارزش اسمی اوراق سهام ممتاز است. برخی شرکا با توجه به شرایط خاص شرکت 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 باقی مانده سود، در صورت وجود، به طور مساوی بین سایر

سهام‌داران تقسیم می‌شود. با این وجود، 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 دارندهٔ چنین سهام ممتازی مبلغی پرداخت نخواهد شد، مگر اینکه سهام ممتاز از نوع جمع‌شونده باشد. قانون‌گذار فرانسه امکان تعیین سود به نرخ ثابت را به شدت محدود کرده است و چنین شرطی فقط زمانی معتبر است که موافقت دولت در آن مورد خاص جلب شود.^۱ در حقوق ایران، بسیاری از حقوق‌دانان و فقها به استناد برخی قواعد فقهی چنین امتیازی را نامعتبر می‌پندارند؛^۲ زیرا با تساوی سرمایهٔ شرکا، تقسیم سود به صورت تفاضل‌هنگامی جایز است که عمل یا کار از سوی دو شریک یا یکی از آن‌ها انجام شود، چون گرفتن سود بیشتر در مقابل انجام عمل است. البته فقهای معاصر بر اساس اصولی چون اصل صحت، اوفوا بالعقود، المؤمنون عند شروطهم و نیز استدلال‌های نوین حقوقی قائل به صحت این امر شده‌اند.

۲-۱- اولویت در دریافت سود

برتری صاحبان سهام ممتاز در دریافت سود به دست آمده، زمانی امتیاز شمرده می‌شود که به سبب کافی نبودن سود، هیئت مدیره 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 اعلام شده نسبت به سهام‌داران عادی در اولویت قرار دارند و تا زمانی که سود آن‌ها پرداخت نشود، پرداخت هرگونه سود به سهام‌داران عادی ممنوع است. در حقوق ایران نیز انتشار چنین سهمی با مانعی مواجه نیست. با این حال، پرداخت سود در شرکت‌هایی که در پی افزایش هر چه بیشتر سهم بازار و ارزش سهام شرکت

1. Code de commerce, Article L232-15

۲. در این زمینه برای مطالعه بیشتر ر.ک. به:

۱) علم الهدی، سید مرتضی، الانتصار، قم: مؤسسه نشر اسلامی، ۱۴۱۵؛ طباطبایی یزدی، سید محمد کاظم، عروه الوثقی، جلد ۵، مؤسسه نشر اسلامی، چاپ اول، ۱۴۱۷؛

۲) پارساپور، محمدباقر و محمدعیسائی تفرشی، مبانی فقهی سهام ممتاز، فصلنامهٔ مدرس علوم انسانی، دوره ۹، ۱۳۸۴، شماره ۳، صص ۳۵-۲۱؛

۳) طباطبایی، سیدصادق، تحلیل فقهی اقتصادی سهام ممتاز، مجلهٔ جستارهای اقتصادی ایران، ۱۳۹۴، شماره ۲۴، صص ۲۳-۱.

هستند، رایج نیست. لذا این مزیت فقط زمانی مطلوبیت دارد که سود سهام ممتاز از نوع جمع شونده باشد تا دارنده سهام ممتاز بتواند بعداً سودهای پرداخت نشده پیشین خود را پیش از سایرین دریافت کند.

۳-۱- حق تقدم در زمان انحلال

صاحبان سهام ممتاز به هنگام انحلال شرکت نسبت به دارایی‌های آن حق تقدم دارند. 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. 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 دانش بنیان با شرکت بزرگ دیگری ادغام می‌شود، اولویت در تسویه کارایی بیشتری خواهد داشت و حقوق سهام‌داران ممتاز و حق اولویت آن‌ها ثمره عملی دارد. 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 می‌باشد. 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. 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 دو یا سه 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، دو برابر آن، یعنی ۲۰۰ ریال خواهد بود. امتیاز

انحلال ممکن است مشارکتی یا غیرمشارکتی باشد. اولویت انحلال مشارکتی بدین معناست که سرمایه‌گذار ابتدا مقدار مشخص شده برای تسویه خود را دریافت می‌کند، سپس نسبت به مبلغ باقی مانده 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 باقی مانده درآمد شرکت سهمی نخواهد داشت. 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 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. 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 که 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 صورت گرفته 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 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.

۴-۱- حق تقدم در روابط تجاری

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

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 پرداخته خواهد شد:

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. قانون تجارت فرانسه، حق رأی سهام‌داران را محدود کرده است^۲؛ بدین ترتیب که صدور سهام ممتاز با حق رأی متعدد برای صاحبان سهم ممنوع است^۳. تنها استثنای این قاعده زمانی است

۱. تبصره ماده ۷۵ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت ۱۳۴۷.

2. Code de commerce, Article L225-123,

3. Code de commerce, Article L225-122

که سهام‌داران دست کم دو سال مالک سهام ممتاز باشند و اساسنامه یا مجمع عمومی فوق العاده دادن حق رأی دو برابر را تصویب نموده باشد.^۱ البته این حق مربوط به دارنده سهم است نه خود سهم؛ یعنی با انتقال آن به دیگری، امتیاز آن از میان خواهد رفت در حالی که 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 سهم 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 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 این گونه 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، 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 سه یا چهار سال، سود سهام آن‌ها پرداخت نشد، حق رأی به آن‌ها باز می‌گردد.^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 حق رأی خود را از دست بدهند. می‌توان داشتن حق رأی را به گونه‌ای طراحی کرد که سهام‌داران فقط برای برخی جلسات صاحبان سهام، مانند مجمع عمومی عادی یا فوق العاده، یا در خصوص تصمیمات

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

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

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. در حقوق ایران، قاعده تناسب میان سهم و حق رأی (در مجمع عمومی ... هر سهم دارای یک رأی خواهد بود)^۱ شناخته شده است. اگر بتوان با استفاده از وحدت ملاک این تناسب را به مجامع دیگر نیز گسترش داد، آیا می توان برای سهام ممتاز در مجامع عمومی یا هیئت مدیره رأی بالاتری قائل شد؟ در نگاه نخست، شاید با ملاحظه ماده ۴۲ لایحه قانونی تجارت بگوییم هر مزیتی را که قانون گذار برای سهام ممتاز منع نکرده باشد، می توان مجاز به شمار آورد و اعطای امتیاز نیاز به هیچ نوع توجیه و قیدی ندارد. اما این نظریه با انتقادات بسیاری از سوی حقوق دانان مواجه شده است. برخی حقوق دانان معتقدند چنین تفسیری راه گشای تجاوز به حقوق بنیادین دیگر سهام داران است و داشتن حق رأی بالاتر در مجامع عمومی و هیئت مدیره، جایگاه سهام داران کوچک را کم اهمیت می کند. این امر مخالف با خواست واقعی مقنن و عدالت است. هر چند این نظریه از برخی نظرها قابل تأمل است، باین حال نمی توان منکر این امر شد که وجود حق رأی چند برابر می تواند 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 سرمایه گذاری شرکتها و توسعه آنان خواهد بود لذا با توجه به نقش مدیران، به نظر می رسد که منظور از عبارت «تعداد آرا» مندرج در ماده ۸۸ لایحه اصلاحی قانون تجارت همان تعداد سهام هر یک از رأی دهندگان است که در عدد مدیرانی که باید انتخاب شوند، ضرب می شود و حق رأی هر رأی دهنده معادل با حاصل ضرب مذکور می باشد.

البته به نظر نگارنده این دیدگاه یعنی تعبیر «تعداد آرا» به «تعداد سهام» برخلاف ظاهر و مقرر مندرج در ماده ۸۸ است و با فرض پذیرش نیز مشکلی که در خصوص رأی بالاتر دارندگان سهام ممتاز در مجامع عمومی مطرح می شود، همچنان باقی می ماند. این امر در پیش نویس

۱. تبصره ماده ۷۵ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت.

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 این گونه سهام حق رأی بالاتری مقرر شده باشد».

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 هیئت مدیره و تصمیمات شرکت داشته باشند و از این راه منافع مالی خود را محفوظ نگه دارند، 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. این امر دو منفعت برای سرمایه‌گذار در پی دارد: نخست آنکه سرمایه‌گذار ریسک کمتری می‌کند و اگر کسب و کار با شکست مواجه شود، زیان کمتری می‌بیند؛ دیگر آنکه کارآفرینان همچنان انگیزه کافی برای توسعه کسب و کار خواهند داشت، زیرا قسمت عمده سهام شرکت را همچنان در اختیار دارند. این وضعیت منجر به آن می‌شود که سرمایه‌گذار بار تأمین مالی کسب و کار را تحمل کند، اما از سهام و حق رأی کافی برای نظارت بر نحوه هزینه کردن این مبالغ و تأثیرگذاری بر تصمیمات شرکت برخوردار نباشد. بدین ترتیب، داشتن حق رأی چند برابر 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.

۲-۲- انتخاب هیئت مدیره از میان صاحبان سهام ممتاز

برای سهام‌داران ممتاز مهم‌ترین راه کنترل تصمیمات شرکت، بودن در هیئت مدیره یا توانایی تعیین تعدادی از اعضای آن است. در واقع یک راه غیرمستقیم برای کنترل هیئت مدیره، افزایش اکثریت توسط نمایندگان سهام‌داران ممتاز است که در این صورت بدون آنان اکثریت حاصل نمی‌شود. براساس ماده ۸۸ لایحه اصلاحی قانون تجارت، انتخاب اعضای هیئت مدیره 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 هیئت مدیره به این سرمایه‌گذاران است (شجاعی ارانی و گهرسودفرد، ۱۳۹۷، صص. ۳۱۸-۳۰۹).

حقوق مربوط به سهام ممتاز در نظام حقوقی انگلستان

این حقوق در دو حالت قابل بررسی است. حالت اول زمانی که شرکت در حال فعالیت باشد و حالت دوم هنگام تصفیه یا انحلال شرکت.

۱- حقوق مربوط به سهام ممتاز، زمانی که شرکت در حال فعالیت است:

الف) وقتی تنها یک حق، مثلاً ۵ درصد سود به عنوان سود سهام ممتاز از سوی شرکت ارائه می‌شود، این حق موسوم به سود سهام اضافی است که باید به صاحبان سهام ممتاز از این نوع پرداخت شود. به عبارت دیگر حتی اگر سود سهام ممتاز در هیچ سال مالی اعلام نشده باشد، باز قبل از این که سود دیگر سهام پرداخته شود باید وجوه معوقه سود سهام پرداخت نشده، پرداخته شود. به عنوان مثال اگر شرکت سهام ممتاز دارای سود ۵ درصد را در اساسنامه مدنظر قرار داده باشد و با گذشت سال مالی، این نوع سود را به سهام‌داران ممتاز پرداخت نکرده باشد، قبل از

پرداخت سود دیگر سهام‌داران، باید سود سهام ممتاز مذکور را بپردازد. با وجود این، در حقوق انگلستان اگر این نوع سهام از سوی شرکت، به عنوان سهام ممتاز فاقد حقوقی اضافی اعلام شوند، بدین نحو که پرداخت سود این نوع سهام ممتاز از منافع سالیانه یا خارج از سود خالص سالیانه باشد، این نوع سود را نمی‌توان به عنوان سود سهام اضافی قلمداد نمود.

به طور کلی می‌توان گفت اگر شرکت در اثر فعالیت‌های خود به سود دسترسی پیدا کند و برای سهام ممتاز نسبت به دیگر سهام‌داران اولویتی برای پرداخت سود مدنظر قرار دهد، دارندگان این نوع سهام برای دریافت سود، اعم از این که سود خارج از سود سالیانه یا سود خالص سالیانه باشد، نسبت به دیگر سهام‌داران مقدم خواهند بود.

ب) چنانچه در اساسنامه تصریح شده باشد که دارندگان سهام ممتاز حق سهام شدن در منافع را ندارند، آن‌ها بعد از پرداخت سود سهام به سهام‌داران عادی، مستحق هیچ حقی نسبت به مازاد منافع شرکت نیستند. مثلاً اگر در اساسنامه تصریح شده باشد که سهام‌داران ممتاز تنها مستحق ۱۰ درصد سود سهام اضافی باشند، سالیانه چنین سهام‌دارانی، که هم از نظر سرمایه و هم از نظر منفعت نسبت به دیگر سهام‌داران حق تقدم دارند، باید طبقه‌بندی شوند، این نوع سهام‌داران هنگام توزیع سود تنها مستحق ۱۰ درصد سود سهام می‌باشند. این مقررات تمام شرایط معامله را بین سهام‌داران و شرکت معین می‌نماید. با وجود این، گاهی سهام شدن سهام‌داران ممتاز، با اعطای حق شرکت در مازاد منافع با درصد ثابت، مثلاً حق سهام شدن ۷ درصدی سود سهام، مشخص می‌شود. ممکن است بعد از اینکه ۷ درصد سود سهام سهام‌داران عادی پرداخته شد، تا زمانی که ۷ درصد سود سهام پرداخته می‌شود، به سهام‌داران ممتاز حق سهام شدن در مازاد منافع، به صورت همسان با سهام‌داران عادی داده شود. مثلاً اگر اساسنامه شرکت مقرر نموده باشد که به سهام‌داران ممتاز ۷۰ درصد سود سهام پرداخته شود، بعد از توزیع سود چنین سهام‌دارانی، اگر شرکت سود بیشتری کسب کرده باشد، همزمان با پرداخت سود سهام به سهام‌داران عادی، ممکن است به سهام‌داران ممتاز هم اجازه اخذ سود داده شود.

ج) دارندگان سهام ممتاز، همچون دیگر سهام‌داران، هنگام شرکت در مجامع عمومی دارای حق رأی مساوی هستند، مگر این که اساسنامه به نحو دیگری حقوق مربوط به آن‌ها را تعیین کرده باشد. با این اوصاف، چنان که رایج است، اگر به سهام‌داران ممتاز صریحاً حق رأی در اوضاع و احوال خاص اعطا شود مثلاً وقتی که سود سهام ممتاز با تأخیر پرداخته شود یا حقوق مربوط به سهام ممتاز تغییر یابد، ظاهر این است که آن‌ها فقط در چنین مواردی حق رأی اضافی نسبت به تغییر اوضاع و احوال شرکت را دارند و در دیگر اوضاع و احوال شرکت هیچ حق رأی اضافی ندارند. به عبارت دیگر اصل، برابری حق رأی سهام‌داران هنگام شرکت در مجامع عمومی است، مگر این که اساسنامه به سهام‌داران ممتاز در صورت تغییر حقوق آن‌ها، مانند موارد مذکور، حق رأی بیشتری اعطاء نماید که در این صورت فقط در چنین مواردی آن‌ها می‌توانند حق رأی اضافی خود را اعمال نمایند.

۲- حقوق مربوط به سهام ممتاز در صورت تصفیه یا انحلال شرکت

پرسشی که به ذهن می‌رسد این است که آیا سهام‌داران ممتاز هنگام انحلال شرکت مستحق دریافت سود هستند یا خیر؟ در صورت دریافت سود چه مقرراتی باید مدنظر قرار گیرد؟ ابتدا قانونی را که حقوق انگلستان در فرض انحلال شرکت، برای چنین سهامی در نظر گرفته، بررسی شده و سپس به دعوی که در سال ۱۹۴۶ بین معدن‌چیان ذغال سنگ علیه شرکت ملی زغال سنگ اقامه گردیده، پرداخته می‌شود. در حقوق انگلستان، قانون‌گذار در فرض انحلال شرکت برای دارندگان سهام ممتاز چنین قوانینی را وضع نموده است:

الف) هنگام تصفیه یا انحلال شرکت، در صورت فقدان مقرراتی در اساسنامه، وجوه معوقه سود سهام ممتاز را نباید از دارایی شرکت پرداخت نمود مگر اینکه سود سهام از قبل در اساسنامه تعیین شده باشد. با وجود این، چنان که معمول است، اساسنامه می‌تواند برای پرداخت وجوه معوقه، وجوه معوقه‌ای که بعد از پرداخت بدهی‌های شرکت از مازاد دارایی به وجود آمده است، خواه این که منافع توزیع نشده مشمول دارایی گردد یا نگردد، از سوی دیگر، اگر اساسنامه فقط

بابت پرداخت همه وجوه معوقه حال شده در تاریخ انحلال شرکت تصمیم‌گیری نماید، تا زمانی که سود معین نشده، هیچ مبلغی بابت وجوه معوقه پرداخت نمی‌شود، زیرا سود سهام تا زمانی که اعلان نشده باشد حال نمی‌شود.

ب) ظاهراً سهام‌داران ممتاز در استرداد سرمایه خود هنگام انحلال شرکت از هیچ نوع اولویتی برخوردار نیستند. با وجود این، احتمال دارد که در اساسنامه، بعد از پرداخت طلب و مسئولیت‌های شرکت و هر نوع وجوه معوقه سود سهام ممتاز که قابل پرداخت است، به سهام‌داران ممتاز حق اولویت در استرداد سرمایه داده شود. در چنین صورتی سهام‌داران ممتاز در استرداد سرمایه خود، نسبت به سهام‌داران عادی در اولویت خواهند بود. به عبارت دیگر ابتدا اصل سرمایه سپس وجوه معوقه به آن‌ها مسترد گردد.

ج) بعد از بری‌الذمه شدن شرکت از همه مسئولیت‌ها و بازپرداخت سرمایه به سرمایه‌گذاران، چنانچه مبلغی مازاد بر دارایی شرکت موجود باشد، چنین مبلغی در صورت فقدان مقرراتی در اساسنامه باید به نسبت در میان سهام‌داران پرداخت شود. هر چند که مغایر این عمل هم ممکن است. اما هم چنان که معمول است، اگر اساسنامه حقوق مربوط به انواع سهام را برای سهام‌داران در منافع تا زمانی که شرکت در حال فعالیت است یا برای سهامی که در مالکیت شرکت در حال تصفیه است، وضع نماید، ظاهراً این نوع حقوق عام و فراگیرنده می‌باشند. به عبارت دیگر این نوع حقوق شامل انواع سهام می‌شود. بنابراین، اساسنامه به سهام‌داران ممتاز حق اولویت در بازپرداخت سرمایه هنگام تصفیه را می‌دهد. اما حقوق دیگری، در رابطه با سرمایه، به سهام‌داران ممتاز نسبت به سهام‌داران در چنین مازاد دارایی که مستحق نیستند، تعلق نمی‌گیرد (جنیدی و دشتی، ۱۳۸۸، صص ۹۵-۹۱).

به عنوان مثال می‌توان به دعوای معدن‌چیان ذغال سنگ علیه شرکت ملی زغال‌سنگ^۱ اشاره نمود. در سال ۱۹۴۶ دارایی معدن‌چیان شرکت زغال سنگ، براساس قانون ملی شدن صنعت

1. *Wilson and Clyde Coal Co Ltd V. Scottish Insurance Corp. Ltd* 1999 S. C. (H. L)1919, 90 A. C. 462

زغال سنگ، به شرکت ملی زغال سنگ، انتقال یافت و شرکت داوطلبانه تصفیه شد. در همین حال شرکت پیشنهاد کاهش سرمایه از طریق بازپرداخت به دارندگان سهم ممتاز را داد. اساسنامه تصریح کرده بود در صورت انحلال شرکت دارندگان سهام ممتاز قبل از سهامداران عادی به میزان مبلغ پرداخت شده فراخوانده می‌شوند و سرمایه آن‌ها پرداخت می‌گردد. تصمیم دادگاه این بود که پیشنهاد کاهش سرمایه غیرمنصفانه و ناعادلانه نبود زیرا بدون آن پیشنهاد، در فرض انحلال شرکت دارندگان سهام ممتاز استحقاق سهم شدن در مازاد دارایی را نداشتند به علاوه این سهامداران نمی‌توانستند بیش از آن سرمایه‌ای که پرداخت کرده بودند مسترد نمایند. بنابراین آن‌ها نمی‌توانستند به مبلغی که در فرض پیشنهاد انحلال شرکت به عنوان کاهش سرمایه دریافت می‌کردند، اعتراض نمایند. از این تصمیم بر می‌آید که چنانچه سهامداران ممتاز حق تقدم نسبت به بازپرداخت سرمایه هنگام انحلال شرکت را داشته باشند، باید ابتدا کاهش سرمایه حال شده نسبت به برآورد بیش از حد سرمایه، به آن‌ها پرداخته شود، و این نوع سهامداران حق اعتراض نسبت به تغییر انواع حقوق خود را ندارند. زیرا چنین تصمیمی موافق با حقوق آن‌ها بوده مگر این که اساسنامه صریحاً کاهش انواع حقوق چنین سهامدارانی را پیش‌بینی نموده باشد، که در این صورت تشریفات تغییر انواع حقوق باید به کار گرفته شود. در هر صورت اگر اساسنامه صریحاً حقی را نسبت به سهامداران سهام ممتاز در مازاد دارایی بعد از پرداخت سرمایه بدهد، آن‌ها در صورت تصفیه شرکت مستحق منافع جمع‌آوری شده به نسبت سهام خواهند بود. حتی اگر اساسنامه به سهامداران عادی حق بهره‌مندی انحصاری از منافع گردآوری شده را بدهد و برای سود سهام ممتاز این حق درخواست نشده باشد، البته این نوع حق برای سهامداران عادی در برابر سهامداران ممتاز وابسته به تصمیمات خاصی است که قبل از انحلال شرکت برای آن‌ها گرفته شده است (جنیدی و دشتی، ۱۳۸۸، صص. ۹۷-۹۱).

امکان پیش‌بینی سهام ممتاز در شرکت‌های تعاونی

هدف شرکت‌ها از انتشار سهام ممتاز از یک طرف افزایش سرمایه جهت توسعه فعالیت

شرکت و از سوی دیگر ایجاد جذابیت بیشتر برای دارندگان آن‌ها، جهت مداومت در فعالیت شرکت و اعطای سود معین نسبت به دیگر سهام می‌باشد. شرکت‌های تعاونی نیز مانند شرکت‌های دیگر همواره در معرض بحران‌های مالی و نیاز به جذب سرمایه بیشتر از سوی سرمایه‌گذاران هستند چه بسا در نگاه عده‌ای از سرمایه‌گذاران این قالب از شرکت‌ها به جهت حق کنترل برابر سهام‌داران در اداره شرکت جذابیت، آن‌چنانی برای سرمایه‌گذاری‌های کلان نداشته باشد. بنابراین اهمیت پیش‌بینی سهام ممتاز در این نوع از شرکت‌ها به مراتب بیشتر است.

به نظر می‌رسد آنچه که سبب می‌شود عده‌ای پیش‌بینی سهام ممتاز در تعاونی‌ها را خلاف اصول شرکت‌های تعاونی قلمداد کنند، برخی از امتیازات این نوع سهام مثل حق رأی متعدد است، حال آنکه در پاسخ باید گفت امتیازات متصوره برای سهام ممتاز موردی و بنا به تصویب مجمع عمومی است. اگر حق رأی متعدد خلاف اصول شرکت‌های تعاونی است می‌توان در قانون این نوع امتیاز خاص را از شمول امتیازات سهام ممتاز استثنا کرد و صرفاً به دلیل یک مصداق از مصادیق سهام ممتاز محاسن دیگر این نوع از سهم را نادیده نگرفت. ضمناً همان‌طور که ذکر آن رفت کشورهای فرانسه و انگلیس نیز در کلیه شرکت‌های خود در خصوص اعطای حق رأی بیشتر در سهام ممتاز محتاطانه عمل می‌کنند. در حقوق ایران نیز علیرغم امکان چنین امتیازی، اعطای حق رأی چند برابر مورد انتقاد پاره‌ای از حقوق‌دانان قرار گرفته است.^۱

از طرف دیگر امروزه شاهد رشد روزافزون شرکت‌های نوپا در بخش تعاون و مشوقات و حمایت‌های دولتی از این نوع شرکت‌ها هستیم. در شرکت‌های نوپا باید همواره به دنبال راهی بود که منافع و انگیزه سرمایه‌گذاران و کارآفرینان را همسو نماید. از جمله بهترین راه‌حل‌هایی که در این زمینه ارائه گردیده است استفاده از سهام ممتاز است که با امتیازات مختلف و کارکردی که در سرمایه‌گذاری خطرپذیر ایفا می‌نماید تا حدود زیادی در رفع مشکلات ناشی از ریسک

۱. برای نمونه می‌توان به موارد زیر مراجعه کرد:

(۱) یاسبان، محمدرضا (۱۳۸۵) حقوق شرکت‌های تجاری، تهران: سمت، صص. ۲۸۱-۲۸۲.

(۲) عرفانی، محمود (۱۳۸۷) حقوق تجارت، جلد نهم، تهران: بنیاد حقوقی میزان، ص. ۲۸۵.

بالای سرمایه‌گذاری مؤثر است لذا اصولاً سرمایه‌گذاری در شرکت‌های نوپا همراه با توافق بر سر اعطای سهام ممتاز به سرمایه‌گذاران است. از این رو، با پیش‌بینی در اساسنامه و یا موافقت مجمع عمومی فوق‌العاده، اولویت‌هایی برای سرمایه‌گذاران قرار داده می‌شود تا این اشخاص ضمن پذیرش ریسک سرمایه‌گذاری، به تأمین مالی شرکت ترغیب شوند (سعید شجاعی آرانی و نسیم گهرسود فرد، ۱۳۹۶، ص. ۱۳۴).

هم‌چنین می‌دانیم در شرکت‌های تعاونی سهامی عام اصل حق رأی برابر وجود ندارد و حق رأی اعضا به میزان سهم آن‌هاست. مخالفین سهام ممتاز در شرکت‌های تعاونی باید به این پرسش پاسخ دهند که حتی در صورت وجود امتیاز حق رأی بیشتر در شرکت‌های تعاونی سهامی عام کدام اصل را نقض می‌شود؟ چرا در این نوع از شرکت‌ها به منظور جذب سرمایه (علی‌الخصوص در مواقع ضرورت و بحران‌های مالی) نمی‌توان برای سرمایه‌گذاران خطرپذیر حق رأی بیشتری اعطا کرد؟ و یا چرا نباید به شخصی که علی‌رغم سرمایه خرد، حضورش نقش تعیین‌کننده‌ای در شرکت دارد حق رأی بیشتر اعطا کرد؟

پیشنهاد تحت عنوان ماده:

پیشنهاد می‌شود صدر ماده ۱۲ لایحه اصلاحیه به نحو ذیل تغییر یابد:

در شرکت‌های تعاونی علی‌الاصول سهام از نوع عادی و با نام است لکن مجمع عمومی می‌تواند امتیازاتی را برای برخی سهام تصویب کند و در هر صورت این امتیازات شامل اعطای حق رأی متعدد برای سهام هیچ‌یک از اعضا نخواهد بود.

منابع

- ۱- اسکینی، ربیعا (۱۳۸۸)، حقوق تجارت (شرکت‌های سهامی)، جلد اول، چاپ دهم، تهران: انتشارات سمت.
- ۲- جنیدی، لعیا و دشتی، رحمت (۱۳۸۸)، حقوق حاکم بر سهام ممتاز در حقوق ایران و انگلیس، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال دوم، شماره ۷، صص. ۱۰۴-۸۱.
- ۳- شجاعی آرانی، سعید و گهرسودفرد، نسیم (۱۳۹۷)، امتیازات و انواع سهام ممتاز، نشریه تحقیقات حقوقی، شماره ۸۲، صص. ۳۳۲-۳۰۷.
- ۴- سلطانی، محمد و گهرسودفرد، نسیم (۱۳۹۶)، سرمایه‌گذاری خطرپذیر و سهام ممتاز، فصلنامه بورس و اوراق بهادار، شماره ۳۷، صص. ۱۴۹-۱۲۵.
- ۵- لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت (۱۳۴۷)، سایت مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، آخرین بازدید: ۱۴۰۰/۰۶/۰۱ قابل بازیابی در:

<https://rc.majlis.ir/fa/law/show96314/>