

## Designing Hybrid Bonds with Company Control Authority in Iran's Capital Market with an Islamic Financial Approach

Hamed Tajmirriahi\*

### Abstract

Designing new securities based on the needs of issuers and capital market investors has been one of the most important factors in the development of capital markets. Hybrid bonds have been created as a financial innovation to meet the different needs of issuers and investors based on the combination of different features of debt bonds and ownership bonds. Hybrid bonds can be considered as one of the few hybrid bonds in the world that are designed based on the legal nature of ordinary shares and not based on the legal nature of bonds. Considering the various features in the combined bonds, all of which have been derived from the existing needs in the capital markets, has led to the creation of various types of these stocks. Combined bonds with the option to control the company can be considered as bonds to solve the concerns of the issuers about losing control of the company after its shares are offered in the capital market.

In this article, firstly, the characteristics of public stock companies and their control methods have been examined, and then, based on different types of control, three combined bonds with the control authority to determine the amount of dividend, the right to change the rights of a certain type of shares, and combined bonds with other powers designed. Based on financial and jurisprudential analysis, two combined sheets with the authority to determine the amount of profit and the authority to appoint the board of directors have been approved. According to the most respected authorities, the use of current imitation is one of the characteristics of the present research.

**Keywords:** Hybrid bonds, preferred shares, corporate control, Islamic finance, capital market.

**Classification JEL:** H54, R53, P40, P51.

---

\* Assistant Professor, Department of Economics and Islamic Banking, Faculty of Economics, Kharazmi University, Tehran, Iran, h.tajmir@khu.ac.ir.

## طراحی اوراق ترکیبی با اختیار کنترل شرکت در بازار سرمایه ایران با رویکرد مالی اسلامی

حامد تاجمیری یاحی\*

### چکیده

طراحی اوراق بهادار جدید براساس نیازهای ناشران و سرمایه‌گذاران بازار سرمایه از جمله مهم‌ترین عوامل توسعه بازارهای سرمایه بوده است. اوراق ترکیبی به عنوان نوآوری مالی در جهت رفع نیازهای مختلف ناشران و سرمایه‌گذاران براساس تلفیق ویژگی‌های مختلف اوراق بدهی و اوراق مالکیت به وجود آمده است. اوراق ترکیبی را می‌توان از جمله معدود اوراق ترکیبی در سطح دنیا دانست که براساس ماهیت حقوقی سهام عادی طراحی شده است و مبتنی بر ماهیت حقوقی اوراق قرضه نیست. لحاظ ویژگی‌های مختلف در اوراق ترکیبی که همگی برگرفته از نیازهای موجود در بازارهای سرمایه بوده است، باعث به وجود آمدن انواع مختلفی از این سهام شده است. اوراق ترکیبی با اختیار کنترل شرکت را می‌توان اوراقی در جهت رفع نگرانی‌های ناشران جهت از دست دادن کنترل شرکت بعد از عرضه سهام آن در بازار سرمایه دانست.

در این مقاله ابتدا، به بررسی خصوصیات شرکت‌های سهامی عام و نحوه کنترل آن پرداخته شده است و در ادامه براساس انواع مختلف کنترل، سه ورقه ترکیبی با اختیار کنترل تعیین میزان سود تقسیمی، اختیار تغییر حقوق نوع خاصی از سهام و اوراق ترکیبی با دیگر اختیارات طراحی شده است. براساس تحلیل‌های مالی و فقهی دو ورقه ترکیبی با اختیار تعیین میزان سود و اختیار تعیین هیئت مدیره به تأیید رسیده است. استفاده از نظر مراجع معظم تقلید کنونی از خصوصیات پژوهش حاضر است.

واژگان کلیدی: اوراق ترکیبی، سهام ممتاز، کنترل شرکت، مالی اسلامی، بازار سرمایه.

طبقه‌بندی JEL: H54، R53، P40، P51.

## مقدمه

بازار سرمایه را می‌توان در حالت کلی مجموعه‌ای از نهادها، ابزارها و سازوکارهای اقتصادی دانست که در طول زمان باید از پایداری و پویایی خاص خود برخوردار باشد (فیوزی، ۲۰۰۳، ص ۱۵۱). یکی از عوامل تأثیرگذار بر توسعه اقتصادی، ارائه روش‌های متنوع تأمین مالی در بازارهای مالی کشور است. بازار سرمایه در دنیا به‌عنوان مهم‌ترین بازار جهت تأمین مالی به‌ویژه تأمین مالی بلندمدت و تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام شناخته می‌شود. توسعه بازار سرمایه به توسعه اقتصادی منجر می‌شود و توسعه اقتصادی نیز آرمان چشم‌انداز بیست‌ساله است. ماهیت رفتار بخش مالی اقتصاد تا حدود زیادی به نهادها، ابزارها و واسطه‌های مالی فعال در آن بستگی دارد که وظیفه انتقال و تخصیص منابع را برعهده دارند (همان، ص ۱۵۸).

به‌وجودآمدن ابزار مالی و توسعه آن منوط به وجود نیاز در ناشر ابزار و سرمایه‌گذار است. بدیهی است هیچ ابزار مالی توسعه پیدا نمی‌کند، مگر اینکه انگیزه ناشر و خریدار در آن لحاظ شده باشد. هر ابزاری دارای ویژگی‌هایی مختص به خود است که این ویژگی‌ها نشئت گرفته از نیاز ناشر و خریداران در بازار انتشار ابزار می‌باشد. ویژگی‌های مختلف موجود در ابزارهای مالی در دهه‌های گذشته باعث شد، متخصصان مالی و مهندسی مالی به فکر ترکیب این ویژگی‌ها و ارائه ابزارهایی به‌صورت بسته‌ای از ویژگی‌های موردنظر بیفتند. این نوآوری باعث ایجاد انواع متنوعی از ابزارهای مختلف شد که بعضی به‌صورت محلی و بعضی به‌صورت منطقه‌ای و بین‌المللی مورد دادوستد واقع می‌شود. توسعه این نوع نگرش طبقه‌بندی خصیصه‌ها و ویژگی‌های موردنیاز سرمایه‌گذاران و ناشران باعث ایجاد دسته‌ای جدید از ابزارهای مالی با عنوان اوراق ترکیبی شد. اوراق ترکیبی یا هیبریدی<sup>۱</sup> را می‌توان اوراقی دانست که عمده ویژگی‌های خود را وام‌دار ترکیب ویژگی‌های دیگر ابزارهاست. یکی از اصلی‌ترین انواع اوراق ترکیبی سهام ممتاز است که با افزودن انواع مختلف شروط و ویژگی‌ها براساس نیازهای بازار سرمایه به سهام عادی به وجود می‌آید.

یکی از ملاحظات ناشران در عرضه شرکت‌های خود به بازار سرمایه، بیم از دست دادن کنترل شرکت می‌باشد. ازسوی دیگر، بعضی از سرمایه‌گذاران به‌ویژه سرمایه‌گذاران نهادی (اشخاص حقوقی که طبق اساسنامه و مجوز گرفته‌شده از سازمان بورس قادر به خریدوفروش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار هستند) درصدد هستند تا کنترل شرکتی را در راستای تکمیل زنجیره ارزش خود به دست بگیرند. این نیازها، طراحی اوراق ترکیبی با اختیار کنترل شرکت را ابزاری مناسب برای

---

1. Hybrid Instruments

بازار سرمایه تداعی می‌کند. مقاله پیش رو درصدد است براساس تحلیلی از ماهیت کنترل در شرکت‌های سهامی عام و همچنین، بررسی جوانب مالی و اقتصادی انواع کنترل ممکن در شرکت‌های سهامی عام را تبیین نماید و براساس دسته‌بندی آنها ورقه ترکیبی طراحی کند. بررسی فقهی ابزارهای طراحی شده آخرین مرحله پژوهش حاضر را تشکیل می‌دهد. گفتنی است چنین ابزاری در بازار سرمایه کشور موجود نیست و سهام ممتاز مورد اشاره در قانون تجارت نیز صرفاً ناظر به پرداخت سود است؛ درحالی‌که اوراق یادشده از جنبه پرداخت سود دقیقاً مانند سهام عادی است.

### پیشینه تحقیق

اوراق ترکیبی به‌عنوان نوآوری جدید مالی ازجمله موضوعات تحقیق جذاب در چند سال اخیر بوده است؛ در دنیا تحقیقات زیادی در زمینه این اوراق و مسائل جانبی آن انجام گردیده است؛ ازجمله این تحقیقات می‌توان به اسپیگر و همکاران (۲۰۱۴) اشاره کرد که در کتابی با عنوان «دایره المعارف اوراق هیبریدی» به بررسی مبسوط این اوراق پرداخته است و جوانب مختلف آن را مدنظر قرار داده است. وی در این کتاب به معرفی انواع دارایی‌های هیبریدی ازجمله اوراق قرضه قابل تبدیل<sup>۱</sup> و اوراق قرضه قابل تبدیل اقتضایی<sup>۲</sup> پرداخته است. انواع اوراق قرضه‌های قابل تبدیل چه حالت ساده و چه حالت اقتضایی ازجمله اوراق هیبریدی شناخته شده است و به موارد قیمت‌گذاری و تفصیل جزئیات آنها پرداخته شده است.

ساندرز (۲۰۰۰) در کتاب خود به بررسی تأثیر انتشار اوراق هیبریدی بر هزینه سرمایه شرکت‌ها پرداخته‌اند و به این نتیجه رسیده‌اند که این اوراق تأثیر بسزایی در کاهش هزینه سرمایه خواهد داشت. تحقیقات داخلی در زمینه ابزارهای ترکیبی صرفاً به بخشی از این ابزارها پرداخته است. در سطح داخلی نیز تحقیقاتی به‌صورت پراکنده بر روی ابزارهای ترکیبی انجام شده است. طباطبایی (۱۳۹۴) در مقاله خود به تحلیل فقهی و اقتصادی سهام ممتاز پرداخته و بعضی از شقوق آن را بدون اشکال دانسته است و در بعضی از شقوق فساد شرط را به فساد عقد منجر ندانسته و ماهیت سهام ممتاز با هر ویژگی و شرطی همان ماهیت سهام عادی قلمداد شده است.

1. Convertible Bond

2. Contingent Convertible Bonds

عیوض لو و آقامحمد سمسار (۱۳۹۲) در مقاله خود به بررسی اوراق مشارکت قابل تبدیل پرداخته است و آن را روشی مناسب جهت تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی برمی‌شمارد. موسویان (۱۳۹۱) در کتاب خود به بررسی انواع سهام ممتاز از نظر فقهی پرداخته و شقوقی از آن را از نظر فقهی دچار اشکال دانسته است. قبولی درافشان و محسنی (۱۳۹۰) در مقاله خود به یکی از انواع سهام ممتاز یعنی سهام ممتاز با حق دریافت سود بیشتر پرداخته‌اند. آنها به بررسی ماده ۵۷۵ قانون مدنی پرداخته‌اند که در مورد صحت پرداخت سود بیشتر نسبت به آورده فرد در عقد شرکت است و آن را براساس استنباط فقهی که انجام داده‌اند، بدون اشکال دانسته‌اند.

در رابطه با جنبه نوآوری مقاله پیش رو نسبت به تحقیقات انجام شده می‌توان بیان داشت که نوآوری این تحقیق نسبت به آنها اولاً، بررسی فقهی این ابزارها خواهد بود و ثانیاً، بومی‌سازی این ابزارهاست. در تحقیقات انجام شده به سهام ممتاز به صورت کلی و یا سهام ممتاز با سود بیشتر پرداخته شده است. این مقاله درصدد بررسی ورقه بهادار ترکیبی از نوع کنترلی است که ماهیتاً با سهام ممتاز با پرداخت سود ثابت یا متغیر اعم از وابسته به سود شرکت یا عدم وابسته، تجمعی یا غیر تجمعی متفاوت است. اشاره به سهام ممتاز و بررسی اجمالی آن صرفاً به دلیل این مورد است که سهام ممتاز مشهورترین ورقه ترکیبی بررسی شده در ادبیات علمی کشور است.

### ابزارهای مالی

ابزارهای بازار سرمایه را می‌توان به چهار دسته اساسی تقسیم نمود (راعی و سعیدی، ۱۳۸۵، ص ۱۷۱):

- ✓ ابزارهای دارایی (حقوق صاحبان سهام)<sup>۱</sup>؛
- ✓ ابزارهای بدهی<sup>۲</sup>؛
- ✓ ابزارهای مشتقه<sup>۳</sup>؛
- ✓ ابزارهای ترکیبی<sup>۴</sup>.

---

1. Equity instruments  
2. Debt instruments  
3. Derivatives  
4. Hybrid instruments

### ابزارهای حقوق صاحبان سهام (دارایی)

طبق استاندارد حسابداری بین‌المللی<sup>۱</sup> شماره ۳۲ (IAS32) ابزار حقوق صاحبان سهام عبارت است از: «هر قراردادی که دلالت بر حق انتفاع نهایی از دارایی‌های شخص حقوقی بعد از تسویه تمامی بدهی‌های آن کند». همان‌گونه که از تعریف برمی‌آید و در متن استاندارد نیز به صراحت بدان اشاره شده است، ابزارهای حقوق صاحبان سهام نباید متضمن تعهد قراردادی مبتنی بر پرداخت وجه نقد یا دیگر دارایی مالی باشد. از منظر تاریخی نخستین و مهم‌ترین ابزار حقوق صاحبان سهام، سهام عادی می‌باشد (فیوزی، ۲۰۱۲، ص ۳۵۱).

سهام عادی طبق تعریف قانون تجارت قسمتی از سرمایه شرکت سهامی است که مشخص‌کننده میزان مشارکت و تعهدات و منافع صاحب آن در شرکت سهامی می‌باشد؛ به‌دیگر سخن، سهام عادی سندی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع در دارایی‌های شرکت برای مالک سهام است که حداکثر مخاطرات ناشی از کسب‌وکار و فعالیت‌های تجاری شرکت را متحمل می‌شود (مهرانفر و همکاران، ۱۳۸۵، ص ۳۲). ابزارهای حقوق صاحبان سهام دیگر، همگی مشتق شده از این ابزار هستند. از جمله ابزارهای مشتقه مبتنی بر دارایی می‌توان به قراردادهای آتی تک سهم، قراردادهای آتی شاخصی، اختیار سهام، قرارداد آتی روی اختیار و انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، صندوق سرمایه‌گذاری قابل معامله و غیره اشاره کرد. این ابزارها هرکدام دارای مزیت‌های خاص خود هستند؛ ولی اساس همه آنها مبتنی بر ویژگی‌های سهام عادی می‌باشد.

### ابزارهای بدهی

ابزار بدهی قراردادی است که بیان‌کننده تعهد به پرداخت وجه نقد یا دارایی مالی دیگر به طرف دیگر قرارداد است. این ابزارها درحقیقت، نشان‌دهنده وامی است که سازمان می‌گیرد. وام‌هایی که سازمان‌ها از بانک‌ها یا مؤسسات مالی اعتباری دریافت می‌کنند یا اوراق قرضه‌ای که شرکت‌ها، شهرداری‌ها و نیز دولت‌ها به منظور تأمین بخشی از نیازهای نقدی خود منتشر می‌کنند، همگی از ابزارهای بدهی محسوب می‌شوند (راعی و سعیدی، ۱۳۸۵، ص ۱۲۳). ابزارهای بدهی در سطح دنیا در اغلب موارد به وسیله ایجاد تغییرات یا افزودن قیود، شروط و ویژگی‌هایی به اوراق قرضه<sup>۲</sup> به

1. International Accounting Standards

2. Bonds

وجود آمده است که منجر شده است اوراق قرضه انواع و اقسام گوناگونی پیدا کند (انسون و همکاران، ۲۰۱۰، ص ۲۷۱).

### اوراق ترکیبی

این ابزارها ترکیبی از ابزارهای مالکیت و بدهی هستند و به راحتی در یک گروه جا نمی گیرند (اسپیگر و همکاران، ۲۰۱۴، ص ۲۱). همان گونه که بیان شد، ابزارهای حقوق صاحبان سهام از یک سو دارای ویژگی های منحصر به فردی است که طیفی از سرمایه گذاران به دنبال آن هستند و افزودن ویژگی های خاص به این ابزار به توسعه این گروه منجر شده است. ماهیت این ابزارها به گونه ای است که با افزودن برخی ویژگی ها باعث خواهد شد این ابزارها از دسته ابزارهای حقوق صاحبان سهام خارج شود و به سمت ابزارهای بدهی متمایل شود (اسپیگر و همکاران، ۲۰۱۴، ص ۳۰).

از سوی دیگر، ابزارهای بدهی خود دارای انواع متعددی هستند؛ هر چند مبنای همه آنها عقد قرض با نرخ بهره است، ولی افزودن شرایط قراردادی متنوع باعث ایجاد دسته های متعددی از آنها شده است. تلفیق ویژگی های این دودسته باعث ایجاد و گسترش طیف وسیعی از ابزارهای ترکیبی شده است. این ابزارها در تلاشند به تبع نیازهای بازار سرمایه و ناشران و سرمایه گذاران خواسته ها و نیازهای آنها را پاسخگو باشند و هرگونه ترکیب مورد نظر متقاضی آن را پاسخگو باشند که باعث ایجاد انگیزه سرمایه گذاری و تأمین مالی می شود. از جمله مهم ترین این ابزارها می توان به این موارد اشاره کرد:

#### ۱. سهام ممتاز

مهم ترین ویژگی سهام ممتاز این است که مالک این نوع سهام نسبت به دریافت سود قابل تقسیم و یا مشارکت در سرمایه شرکت در هنگام تصفیه و انحلال، حق تقدم دارد (مهرانفر و همکاران، ۱۳۸۵، ص ۳۲). معمولاً دارندگان سهام ممتاز در مجامع عمومی شرکت حق رأی ندارند و در انتخاب هیئت مدیره دخالتی نمی کنند؛ ولی به اصطلاح از حق رأی اقتضایی برخوردارند؛ یعنی هنگامی که شرکت با بحران مالی روبه رو می شود، باید به صاحبان سهام ممتاز اجازه داده شود در انتخاب مدیران اعمال رأی نمایند. سهام ممتاز معمولاً سررسید معینی ندارد. سود سهام ممتاز برحسب درصدی از ارزش اسمی یا به صورت مبلغی معین تعیین می شود. اصولاً سهام ممتاز

غیرقابل تبدیل به سهام عادی است؛ ولی بعضی از آنها قابل تبدیل به سهام عادی اند (جهانخانی و پارساییان، ۱۳۷۴، ص ۲۳۱-۲۳۳).

## ۲. اوراق قرضه قابل تبدیل<sup>۱</sup>

اوراق قرضه‌ای است که دارنده آن اختیار دارد که آنها را به تعداد معینی از سهام عادی شرکت منتشرکننده اوراق قرضه، تبدیل کند (ارنت، ۲۰۱۱، ص ۱۴۷).

## ۳. اوراق قرضه سهام<sup>۲</sup>

این اوراق کاملاً عکس قرضه‌های تبدیل پذیر به سهام عمل می‌کنند و به همین دلیل به عنوان اوراق قرضه تبدیل پذیر معکوس<sup>۳</sup> نامیده می‌شوند. این قرضه‌ها حق خرید سهام را در اختیار سرمایه‌گذار قرار نمی‌دهند؛ بلکه تحت شرایطی، منتشرکننده مخیر است به جای بازخرید مبلغ اسمی قرضه، تعداد از پیش تعیین شده‌ای از سهام را تحویل سرمایه‌گذار نماید (بارچ، ۲۰۱۲، ص ۱۳۶).

## ۴. اوراق قرضه با اختیار خرید سهام عادی<sup>۴</sup>

این نوع اوراق قرضه، همراه با یک برگ خرید سهام عادی عرضه می‌شود. خریدار می‌تواند تا زمان مشخص (معمولاً پنج سال) با تحویل آن برگ به شرکت منتشرکننده، تعداد معینی از سهام عادی آن شرکت را به قیمت مشخصی بخرد. گاه این برگه‌های خرید نیز در بازار معامله می‌شوند (کامینس و همکاران، ۲۰۰۸، ص ۹۷).

## ۵. اوراق قرضه مرتبط با شاخص<sup>۵</sup>

برخلاف اوراق قرضه سهام، که پرداخت بهره ثابت را تضمین نموده و حاوی اختیار برای منتشرکننده آن است، سرمایه‌گذار قرضه مرتبط با شاخص، نرخ بهره متغیری را دریافت می‌کند که در سررسید به عملکرد شاخص بعلاوه یک مقدار مشخص بهره ثابت بستگی دارد. قرضه‌های

---

1. Convertible Bonds  
2. Equity Bonds  
3. Reverse Convertibles  
4. Bonds With Warrants  
5. Index-Linked Bonds



مرتبط با شاخص اوراق بهاداری با طول عمر ثابت هستند که بازده آن به یک شاخص بازار سرمایه وابسته است و اصولاً دارای کوپن ثابت بوده که نرخ آن معمولاً بالاتر از نرخ بهره بازار قرار دارد؛ ولی قرضه شاخص با بهره متغیر نیز امکان‌پذیر است (فوجیتا و همکاران، ۲۰۰۷، ص ۱۵۱).

### اوراق ترکیبی و نیازهای بازار سرمایه ایران

به‌وجود آمدن ابزار مالی و توسعه آن منوط به وجود نیاز در ناشر ابزار و سرمایه‌گذار است. بدیهی است هیچ ابزار مالی توسعه پیدا نمی‌کند، مگر اینکه انگیزه ناشر و خریدار در آن لحاظ شده باشد. هر ابزاری دارای ویژگی‌های مختص به خود است که این خصوصیات نشئت گرفته از نیاز ناشر و خریداران در بازار انتشار ابزار می‌باشد. ویژگی‌های مختلف موجود در ابزارهای مالی در دهه‌های گذشته باعث شد متخصصان مالی و مهندسی مالی به فکر ترکیب این ویژگی‌ها و ارائه ابزارهایی به‌صورت بسته‌ای از خصوصیات موردنظر بیفتند. این نوآوری باعث ایجاد انواع متنوعی از ابزارهای مختلف شد که بعضی به‌صورت محلی و بعضی به‌صورت منطقه‌ای و بین‌المللی مورد دادوستد واقع می‌شود. شاید بتوان نخستین نوع از این ابزارها را سهام ممتاز دانست. سهام ممتاز با توجه به تعریف و ماهیت آن شامل مجموعه‌ای از ویژگی‌های سهام عادی و مجموعه‌ای از ویژگی‌های اوراق قرضه است. همان‌گونه که بیان شد سهام عادی از جمله اصلی‌ترین ابزار حقوق صاحبان سهام و اوراق قرضه اصلی‌ترین ابزار دسته ابزارهای بدهی به‌شمار می‌رود.

درواقع، سهام ممتاز آن است که یک‌سری امتیازات و اولویت‌ها دارد که می‌تواند متناسب با هر فرهنگی به‌عنوان قیودی در کنار سهم قرار بگیرد؛ از این‌رو این امتیازات خارج از حقیقت مفهوم سهام ممتاز است؛ چنان‌که در هر کشور و اقتصادی برای جذب سرمایه‌های مازاد به سمت بنگاه‌هایی که دارای کسری هستند حقوق و مزایایی در نظر گرفته می‌شود. به بیان حقوقی سهم ممتاز، سهمی است که نسبت به سهم عادی مزیت مخصوصی دارد. درواقع، سهم ممتاز، آن است که به صاحب آن امتیازاتی می‌دهد که به صاحبان سهام عادی تعلق نمی‌گیرد (فرحناکیان، ۱۳۹۱، ص ۷۳۱) که به‌موجب اساسنامه یا طبق تصویب مجمع عمومی فوق‌العاده شرکت امتیازات خاصی نسبت به دیگر سهام همان شرکت به دارنده خود می‌دهد (دمرچیلی و دیگران، ۱۳۹۰، ص ۱۳۱).

صاحب سهام ممتاز به‌عنوان سرمایه‌گذار جدید و سهامداران عادی نیز طرف دیگر شرکت خواهند بود که براساس جلب منفعت و ملاحظه مصالح در کنار هم شروع به فعالیت خواهند کرد. انواع سهام ممتاز براساس تمایلات سرمایه‌گذاران صادر می‌شود و با در نظر گرفتن حقوق ویژه و

امتیازاتی محبوب‌تر جلوه می‌نمایند. با توجه به انگیزه‌های انتشار در بعضی از انواع سهام ممتاز که سرمایه‌گذاری جدید جهت توسعه در فعالیت‌ها یا رفع کمبود نقدینگی است، می‌توان آن را شبیه به مضاربه، مزارعه و مساقات دانست؛ یعنی عقودی که یک طرف سرمایه را و طرف دیگر کار و عمل را متعهد می‌شود.

#### حقوق سهامداران در شرکت‌های سهامی عام

با مالکیت سهام، حقوقی به سهامداران داده می‌شود که می‌توان از آن به حقوق اختصاصی یا انفرادی شریک تعبیر کرد و در اساسنامه یا با تصمیم نهادهای شرکت نمی‌توان این حقوق را نقض کرد. حقوق ناشی از مالکیت سهم متعدد است و در مواد مختلف قانون تجارت به آنها اشاره شده است. این حقوق به دو بخش حقوق مالی و غیرمالی تقسیم می‌شود.

#### الف) حقوق مالی

به‌طور کلی، حقوق مالی ناشی از مالکیت سهام بر دو نوع است: حق سهیم شدن در سود شرکت و حق سهیم شدن در دارایی شرکت.

#### ب) حقوق غیرمالی

به‌طور کلی، حقوق غیرمالی ناشی از مالکیت سهام بر چهار نوع است: حق اطلاع، حق عضویت در شرکت، حق رأی و حق انتقال سهام.

حق رأی در قانون ایران از مهم‌ترین حقوق فردی صاحب‌سهم است. این حق به سهامدار امکان می‌دهد در تصمیمات دسته‌جمعی راجع به شرکت مشارکت داشته باشد. حق رأی در سهامداران در شرکت سهامی در اصل تابع اصل نسبی است؛ یعنی هرکس در شرکت سهام بیشتری داشته باشد، از حق رأی بیشتری برخوردار است و هر سهم دارای یک رأی خواهد بود. این قاعده را که در تبصره ماده ۷۵ لایحه قانونی ۱۳۴۷ در مورد حق رأی سهامداران در مجمع عمومی مؤسس آمده است، می‌توان با استفاده از اصل وحدت ملاک در مورد حق رأی آنان در مجامع دیگر نیز صادق دانست (اسکینی، ۱۳۷۷، ج ۲، ص ۸۴).

در شرکت‌های سهامی با توجه به ساختار آنها و قوانین موجود، کنترل شرکت از نظر عملیاتی عبارت است از داشتن حق رأی در مجامع. اگر فرد یا شرکتی دارای میزان حق رأی کافی باشند،

می‌توانند در موضوع مورد رأی‌گیری اعمال نظر کنند. اصولاً تصمیمات مهم که موارد آن را قانون‌گذار تعیین کرده است، براساس نظر اکثریت و در مجامع عادی و فوق‌العاده گرفته می‌شود. براساس میزان اختیارات متصور در یک شرکت و همچنین، مفاد قانون تجارت اعمال کنترل بر شرکت از طریق حق رأی را می‌توان در موارد زیر احصاء کرد:

۱. اختیار تعیین میزان سود؛
۲. اختیار تغییر حقوق نوع خاصی از سهام شرکت؛
۳. انتخاب هیئت‌مدیره؛
۴. تغییر در اساسنامه؛
۵. تغییر در سرمایه شرکت؛
۶. انحلال شرکت؛
۷. تصویب صورت‌های مالی؛
۸. انتخاب حسابرس و بازرس قانونی؛
۹. تنفیذ معاملات شرکت با یکی از اعضای هیئت‌مدیره (اسکینی، ۱۳۷۷، ج ۲، ص ۱۱۰-۱۱۳).

#### احصاء انواع اوراق ترکیبی با اختیار کنترل شرکت

اوراق ترکیبی با ویژگی کنترل شرکت، اوراقی هستند که دارنده آن می‌تواند بر کنترل شرکت در موارد مختلف تأثیرگذاری بیشتری نسبت به سهام عادی داشته باشد. به‌عنوان مثال، دارنده اوراق ترکیبی با حق کنترل در تعیین هیئت‌مدیره می‌تواند با داشتن تعداد کافی از این اوراق انتخاب هیئت‌مدیره شرکت را در دست بگیرد. در نتیجه، این اوراق ویژگی‌های سهام عادی را دارند و ویژگی متمایزکننده آن اعمال کنترل بیشتر بر شرکت است. براساس میزان اختیارات متصور در یک شرکت و همچنین، مفاد قانون تجارت اعمال کنترل بر شرکت از طریق حق رأی را می‌توان به سه دسته تقسیم کرد:

الف) اختیار تعیین میزان سود؛

ب) اختیار تغییر حقوق نوع خاصی از سهام شرکت؛

ج) دیگر اختیارات.

هرچند می‌توان تمامی این اختیارات را در یک دسته قرار داد، ولی دلیل اصلی سه دسته کردن

آنها همان‌گونه که در ادامه توضیح داده می‌شود، تحلیل مالی و فقهی آن است. در یک تقسیم‌بندی دیگر، از نظر حق رأی، که کنترل شرکت براساس آن است، می‌توان این اوراق را به سه نوع تقسیم کرد:

الف) بدون حق کنترل (حق رأی)؛

ب) با حق کنترل ویژه (حق رأی ویژه)؛

ج) با حق کنترلی مانند سهام عادی (حق رأی مانند سهام عادی).

حالت بدون حق رأی بدین معناست که ورقه ترکیبی یادشده در یک یا تمامی انواع خود دارای حق رأی نیست. حالت حق رأی ویژه بدین معناست که در یکی از سه حالت بیان شده در بالا یا در تمامی آنها دارای حق رأی ویژه است که این حق رأی متمایز از حق رأی سهامداران عادی است. حالت وسط این اوراق که در واقع، به معنای نبود این ویژگی است حالتی است که حق رأی مانند سهام عادی وجود داشته باشد.

#### تحلیل اوراق ترکیبی با اختیار تعیین میزان سود

یکی از اصلی‌ترین اختیاراتی که می‌توان در یک ورقه ترکیبی لحاظ کرد، اختیار تعیین میزان سود است. ورقه ترکیبی با حق رأی ویژه از جمله ابزارهای متداول جهت دستیابی به این اختیار است. این اوراق در دنیا برحسب مکانیسم بازار و شرایط مقررات‌گذاری به صورت‌های مختلف وجود دارد. قصد اصلی در طراحی این اوراق این است که ورقه ترکیبی‌ای طراحی شود که در مکانیسم تصمیم‌گیری در تعیین میزان سود از حق رأی بیشتری برخوردار باشد؛ به‌گونه‌ای که فرد یا شرکت‌هایی با داشتن تعداد موردنظر از این اوراق توانایی تعیین میزان سود برای خود یا دیگران را داشته باشند.

تفاوت حالت «ورقه ترکیبی با اختیار کنترل شرکت در تعیین میزان سود» با فرض وجود سهامدار عمده در یک شرکت سهامی که در عمل، تعیین میزان سود در مجمع دست اوست، این است که در این حالت، صاحب ورقه ترکیبی می‌تواند سود هر سهم انواع مختلف سهام شرکت را متفاوت تعیین نماید. به‌دیگرسخن، در حالت متداول در سهام عادی در شرکت فقط یک نوع سهامدار وجود دارد که میزان سود نقدی هر سهم برای تمامی سهامداران برابر است و میزان درصد سود دریافتی از کل سود تقسیم‌شده به میزان تعداد سهام آنها یا میزان سرمایه‌ای بستگی دارد که در شرکت دارند؛ ولی در حالت ورقه ترکیبی با تعیین میزان سود، امکان وجود چندین نوع ورقه ترکیبی

وجود دارد که اگر سود آنها وابسته به سود سهام عادی باشد یا تعیین سود آنها به گونه‌ای در اختیار مجمع و براساس رأی‌گیری باشد، دارندگان این نوع سهام حق تعیین سود را خواهند داشت. مورد دیگری که این حق رأی می‌تواند برای دارندگان این ورقه ترکیبی مؤثر باشد، تعیین میزان سود خود می‌باشد. دارندگان این ورقه ترکیبی می‌توانند میزان سود خود را نیز تعیین کنند. مورد سوم کاربرد ورقه ترکیبی با اختیار تعیین میزان سود در انتشار اوراق مختلف ترکیبی است که سودهای مختلفی را می‌توانند اعم از سود ثابت و یا متغیر داشته باشند. دارندگان این ورقه ترکیبی در تعیین میزان سود آنها نقش مؤثری خواهند داشت؛ به طوری که در تمامی تصمیمات مربوط به تعیین میزان سود هر سهم در شرکت، دارندگان این ورقه ترکیبی دارای اختیارات بیشتری یا اختیارات کاملی نسبت به بقیه سهامداران شرکت خواهند بود.

گفتنی است وجود اختیار مطلق برای عده‌ای بدون ایجاد سقف و کف مناسب می‌تواند در مجموع موجب ضرر شرکت و دیگر سهامداران شود. به عنوان مثال، دارندگان این اوراق می‌توانند -با فرض امکان- تمامی سود شرکت را بین خود تقسیم کنند و بعد از آن از شرکت خارج شوند. در این حالت، ادامه حیات شرکت با مخاطره مواجه خواهد شد. بنابراین، در تعیین میزان سود شرکت باید ملاحظات مبنی بر صرفه و صلاح شرکت لحاظ شود. از جمله این ملاحظات می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

۱. محدودیت در تعیین سقف و کف سود تخصیصی به هر رده از سهام؛
۲. محدودیت در خروج از شرکت برای دارندگان این ورقه ترکیبی؛
۳. تعیین سیاست‌های تقسیم سود برای چند سال آینده شرکت؛
۴. ترکیب اختیار تعیین میزان سود با اختیاراتی که مسئولیت‌آور باشد؛ مانند اختیار کنترل شرکت.

سؤال دیگر مطرح این است که چه انگیزه‌های عقلایی می‌تواند در اختیار تعیین میزان سود توسط عده‌ای وجود داشته باشد؟ در پاسخ باید گفت: می‌توان سه ذی‌نفع برای این اختیار لحاظ کرد. ذی‌نفع اول، دارندگان این اختیار هستند؛ ذی‌نفعان دوم، کسانی هستند که این اختیار از آنها سلب و به گروه اول واگذار می‌شود و ذی‌نفع سوم، خود شرکت به عنوان یک شخصیت حقوقی است. از منظر دارندگان این ورقه ترکیبی که در واقع، این اختیار را در دست دارند می‌توان بیان داشت که عمده منفعت این اختیار مربوط به سرمایه‌گذاران حقوقی است. اگر یک شرکت هلدینگ که چندین شرکت در زیرمجموعه خود دارد، بخواهد تعدادی از این شرکت‌ها را در بورس اوراق بهادار

عرضه کند، یکی از چالش‌های پیش روی این شرکت هلدینگ مخاطره از دست دادن کنترل شرکت در بلندمدت در تعیین میزان سود تقسیمی است.

میزان سود تقسیمی در شرکت رابطه معناداری با رشد شرکت دارد. اگر میزان سود تقسیمی در سال‌های مختلف یک شرکت زیاد باشد، درعمل، شرکت نمی‌تواند به توسعه فعالیت‌ها پردازد و در بازارهای رقابتی به مرور سهم خود را از دست خواهد داد. از طرف دیگر، سرمایه‌گذاران خرد یا شرکت‌هایی که جهت سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت یا سفته‌بازی وارد این شرکت شده‌اند، رشد و توسعه آینده شرکت از اهمیت کمتری نسبت به برداشت سود نقدی در زمان حال برایشان دارد. این عامل سبب می‌شود درعمل، شرکت‌های بزرگ نتوانند شرکت‌های درحال توسعه خود یا شرکت‌های دانش‌بنیان را در بازار سرمایه عرضه کنند و از این محل دست به تأمین مالی بزنند.

ورقه ترکیبی با اختیار تعیین سود ایزاری خواهد بود که بدین گونه به شرکت‌ها کمک می‌کند تا بتوانند برنامه‌ریزی‌های بلندمدت خود را انجام دهند. از نظر سرمایه‌گذاران نیز این اوراق دارای مطلوبیت‌هایی خواهد بود. با توجه به اینکه اختیار تعیین سود در این اوراق برای سرمایه‌گذاران لحاظ نشده است، قیمت این اوراق نسبت به اوراق با داشتن این حق پایین‌تر خواهد بود و سرمایه‌گذاران با سرمایه کمتری می‌توانند در این شرکت شریک شوند؛ ثانیاً اگر مقررات‌گذاری در این اوراق با ملاحظاتی باشد که در مطالب پیش بیان شد، سرمایه‌گذاران می‌توانند مطمئن باشند نحوه تقسیم سود در بلندمدت به سود آنها خواهد بود. به بیان دیگر، بازده مورد انتظار شرکت از سرمایه‌گذاری به وسیله سود تقسیم‌نشده بیشتر از بازدهی خواهد بود که سرمایه‌گذاران با داشتن این مدل می‌توانند به دست بیاورند. این اوراق برای سرمایه‌گذارانی که به دنبال سرمایه‌گذاری بلندمدت هستند، مناسب خواهد بود.

دلیل سوم، که این اوراق را برای سرمایه‌گذاران مناسب می‌کند، این است که احتمال ورشکستگی شرکت یا کاهش سود در این شرکت‌ها نسبت به دیگر شرکت‌ها کمتر است. توضیح مطلب اینکه در این شرکت‌ها سیاست‌های بلندمدت شرکت در مورد نحوه تقسیم سود معلوم است؛ همان‌گونه که در ملاحظات قانون‌گذاری برای این شرکت‌ها بیان شد و این سیاست‌ها توسط شرکت‌های هلدینگ بزرگ یا افراد خوش‌نام تأیید و تعیین شده است؛ از این رو سرمایه‌گذاران خرد می‌توانند این اطمینان را داشته باشند که بر سودآوری شرکت نظارت مؤثری وجود دارد.

از منظر ذی‌نفع سوم یعنی خود شرکت نیز وجود چنین اوراقی مطلوب خواهد بود؛ زیرا شرکت می‌تواند براساس سیاست‌های بلندمدت در تقسیم سود به رشد و توسعه خود ادامه دهد و

سیاست‌های شرکت براساس منافع کوتاه‌مدت یا منافع سفته‌بازان دچار تزلزل نشود. از طرف دیگر، این ورقه ترکیبی در صورتی که با اختیارات دیگر ترکیب شود، می‌تواند نتایج مطلوب‌تری به همراه داشته باشد. به عنوان مثال، در صورتی که اختیار کنترل در تعیین میزان سود و همچنین، اختیار تعیین هیئت مدیره با یکدیگر در یک ورقه بهادار ارائه شود یا هر دو این ورقه‌ها در دست گروه خاصی باشد، فعالیت‌های توسعه همراه با فعالیت‌های کوتاه‌مدت شرکت به صورت منسجم‌تری ادامه می‌یابد. با توجه به مطالب بیان شده به نظر می‌رسد فرض وجود عبث بودن معاملات این اوراق و یا ابهام و غرری بودن اعطای این اختیار توسط بعضی به بعض دیگر منتفی خواهد بود. فرض اُکل مال به باطل و ضرر و ضرار نیز با توجه به مطلب بیان شده و تعیین حدود و ثغور این اوراق در امیدنامه وجود ندارد.

#### بررسی آرای فقها در مورد ورقه ترکیبی با اختیار تعیین میزان سود

یکی از آثار شرکت، سهم بودن شرکا در سود و زیان احتمالی است. به طور منطقی، میزان سهم هر یک از شرکا در سود و زیان به نسبت سهم ایشان در اموال مشاع است. براساس این، در کتب فقهی از قاعده تبعیت سود و نمائات از اصل مال سخن به میان آمده است. این قاعده در موردی که یکی از شرکا بدون پیش‌بینی شرط زیادت سود در قرارداد، عمل اضافه انجام داده باشد نیز اجرا می‌شود. دلیل این امر را می‌توان در گفته برخی فقیهان جست که مال را معیار و عمل را تابع آن می‌دانند (قبولی درافشان و محسنی، ۱۳۹۰، ص ۱۹۶).

اگر در قرارداد شرکت در مورد کیفیت تقسیم سود و زیان توافق خاصی نداشته باشند، سود و زیان به نسبت مال هر یک از شرکا بین آنان تقسیم می‌شود، پس اگر سرمایه طرفین مساوی بود سود و زیان هم به نسبت مساوی تقسیم می‌شود؛ اما اگر در قرارداد کیفیت خاصی را توافق کردند، مثل اینکه سود براساس نسبت‌های غیر مساوی تقسیم شود باینکه سرمایه‌ها مساوی‌اند یا سود مساوی تقسیم شود باینکه سرمایه‌ها متفاوت‌اند، اعم از اینکه نسبت بیشتر سود برای کسی باشد که در شرکت کار می‌کند یا کار بیشتر می‌کند یا برای سایر شرکا، در پایان دوره سود براساس توافق خاص تقسیم می‌شود (امام خمینی، ۱۳۷۹، ج ۱، ص ۵۷۵).

چنانچه شرط شود که به شریکی، هیچ سودی تعلق نگیرد، در بطلان شرط، تردید موجهی به نظر نمی‌رسد؛ البته در توجیه بطلان و قلمرو آن اختلافاتی به چشم می‌خورد. برخی (طباطبایی یزدی، ۱۴۲۳ق، ج ۵، ص ۲۷۶) به صراحت بر مخالفت آن با مقتضای شرکت تأکید کرده‌اند که

نتیجه پذیرش این ادعا، بطلان شرکت است. برخی (خویی، ۱۴۳۰ق، ص ۲۶۲) نیز ضمن پذیرش بطلان شرط و اعتقاد به صحت شرکت، جهت بطلان را مخالفت شرط با شرع و به نوعی تملیک معدوم می دانند. به نظر می رسد در فعالیت هایی که هدف آن کسب منفعت و سودآوری است، شرکت از دیدگاه عرفی وقتی معنا پیدا می کند که شرکا اجمالاً در سود سهیم باشند؛ والا سخن از شرکت بدون سهیم بودن در سود، سخنی گزاف و غیرعقلایی است (قبولی درافشان و محسنی، ۱۳۹۰، ص ۱۹۵).

از مراجع متأخر غیر از آیت الله صافی گلپایگانی و آیت الله نوری همدانی بقیه مراجع معظم جواز عدم تناسب سود با سرمایه را پذیرفته اند؛ بنابراین می توان به طراحی اوراق با ویژگی های خاص مبادرت کرد که مبتنی بر این فرض است. گفتنی است همان گونه که در ادامه می آید ویژگی های خاص اضافه شده به اوراق نیازمند بررسی فقهی دارد (تاجمیریاحی، ۱۳۹۵، ص ۱۷۴). براساس نظرات مراجع معظم تقلید نمی توان اختیار کامل تعیین سود را در عقد شرکت به یکی از شرکا واگذار کرد و باید حدود سود از ابتدا در عقد شرکت معلوم باشد (همان، ص ۱۷۶). این مسئله توسط خبرگان فقه مالی نیز مورد تأکید واقع شده بود و براساس آن در طراحی ورقه ترکیبی یادشده شروط چهارگانه ای بیان شد که نخستین شرط آن ایجاد «محدودیت در تعیین سقف و کف سود تخصیصی به هر رده از سهام» بود؛ بنابراین به نظر می رسد در صورتی که در عقد شرکت حدود سود هر یک از شرکا در ابتدا معلوم باشد، این قرارداد بلاشکال خواهد بود. این استنباط را از متن پاسخ مراجع محترم نیز می توان داشت؛ زیرا حضرات به «نسبت سود»، «حدود سود» اشاره کرده اند و تعیین دقیق آن شرط صحت عقد قرار داده نشده است و آیت الله نوری همدانی صرف «توافق شرکا» را کافی می داند (همان، ص ۱۷۴).

تحلیل دیگری که می توان جهت طراحی سهام ممتاز با تعیین میزان سود داشت، این است که اوراق به گونه ای طراحی شود که نسبت سود هر یک از انواع سهام شرکت در ابتدا معلوم باشد و همگی بر آن توافق داشته باشند؛ ولی تعیین معادل ریالی آن در اختیار دارندگان ورقه ترکیبی با اختیار تعیین سود نقدی باشد. می توان بدین صورت عمل کرد که در اساسنامه شرکت و اوراق ترکیبی میزان سود هر ورقه به نسبت سود ورقه سهام عادی تعیین شود. به عنوان مثال، ورقه ترکیبی «الف» سودی معادل ۱/۱ سود سهام عادی داشته باشد و ورقه ترکیبی «ب» سود دریافتی معادل ۱/۰۷ ورقه سهام عادی داشته باشد و سود ورقه ترکیبی «ج» با اختیار تعیین میزان سود نقدی معادل ۰/۸۰ سود سهام عادی باشد. در این حالت تعیین میزان سود نقدی سهام عادی در اختیار دارندگان



ورقه ترکیبی «ج» خواهد بود که در واقع، به صورت غیر مستقیم سود نقدی تمامی انواع اوراق را مشخص خواهند کرد. در این صورت نسبت و حدود سود شرکا از ابتدا معلوم است و از منظر جواب مراجع محترم تقلید اشکالی بر مسئله وارد نیست. از سوی دیگر، مزیت‌هایی که برای این ورقه بیان شد به قوت خود باقی است.

#### تحلیل اوراق ترکیبی با اختیار تغییر حقوق نوع خاصی از سهام شرکت

همان‌گونه که بیان شد، انواع کنترل شرکت به سه حالت تقسیم شده است که حالت دوم آن، اختیار تغییر حقوق نوع خاصی از سهام شرکت بود. در مرحله نخست، این اختیار توضیح داده می‌شود که منظور از آن چیست و در ادامه ویژگی‌ها و منافع مترتب بر آن از دیدگاه دارندگان و متشرکنندگان شرکت بررسی می‌شود و در نهایت تبیین فقهی آن ارائه می‌شود. در هر شرکت سهامی می‌توان انواع مختلفی از اوراق ترکیبی و همچنین، سهام عادی را متصور شد. براساس امیدنامه و شرایط، هر کدام از این اوراق دارای حقوق مشخصی هستند. حقوق هر ورقه بهادار مانند سهام عادی می‌تواند شامل حقوق مالی مانند دریافت سود نقدی، نحوه تصفیه در صورت ورشکست شدن شرکت و غیره باشد و همچنین، شامل حقوق غیر مالی مانند میزان حق رأی، شرکت در مجامع عادی و فوق‌العاده و حق انتقال ورقه بهادار و غیره شود.

برای تحلیل ماهیت این اوراق باید حقوق بالقوه‌ای تحلیل شود که دارندگان این اوراق، اختیار تغییر آن را دارند. حقوق دارندگان اوراق مالکیت در یک شرکت سهامی به دودسته حقوق سهامداران عادی و حقوق سهامداران ممتاز (دارندگان اوراق ترکیبی) تقسیم می‌شود. همان‌گونه که بیان شد، سهامداران عادی حقوق زیر را در یک شرکت سهامی در اختیار دارند:

✓ حق رأی در مجامع؛

✓ سهم شدن در سود شرکت؛

✓ سهم شدن در دارایی شرکت؛

✓ حق عضویت در شرکت (اسکینی، ۱۳۷۷، ج ۲، ص ۷۸).

دارندگان اوراق ترکیبی افزون بر حقوق یادشده، مالک حقوق ویژه‌ای هستند که به خاطر تملک ورقه ترکیبی صاحب آن شده‌اند. این حقوق می‌تواند شامل حق تبدیل به سهام عادی، حق دریافت سود نقدی بیشتر، حق بازخرید توسط شرکت و حق وجود ضامن در اوراق باشد.

عضو شدن یک فرد در شرکت به منزله سهم شدن وی در مال شرکت است و به دنبال آن در دارایی شرکت نیز سهم می‌شود. تغییر این حقوق به منزله کاهش یا افزایش دارایی یک فرد یا گروه در شرکت است که اگر این افزایش یا کاهش به منزله انتقال سهم یک گروه به گروه دیگر باشد، بدون اینکه مبلغی به آنها به دلیل این کاهش سرمایه پرداخت شود، در عمل، فاقد وجهت عقلی و شرعی خواهد بود و اکل مال به باطل می‌شود. افزون بر اینکه بر اساس تعریف عقد شرکت، مشارکت در مال مشاع باید صورت بگیرد و نمی‌توان حق بعضی از شرکا را در این باره از آنها سلب کرد؛ زیرا این حق باعث به هم خوردن عقد شرکت خواهد بود. بنابراین، به نظر می‌رسد طراحی اوراقی که به وسیله آن اختیار تغییر حق عضویت یا اختیار تعیین میزان سهم شدن در دارایی شرکت از عده‌ای سلب و به عده‌ای واگذار شود با دو اشکال اساسی روبه‌رو خواهد بود: ۱. نبود ضرورت مالی و منفعت اقتصادی بر این طراحی؛ ۲. به وجود آمدن مشکل شرعی در عقد شرکت.

دسته دوم حقوقی که می‌توان در این اوراق به عنوان اختیار تغییر حقوق انواع خاصی از سهام شرکت به ورقه بهادار افزود، حقوق خاص هر ورقه ترکیبی است که به عنوان مثال، می‌توان حق تبدیل به سهام عادی، حق دریافت سود نقدی بیشتر را از جمله آنان دانست. حال مسئله در طراحی اوراق یاد شده این است که اوراقی طراحی شود که تغییر حقوق دیگر اوراق ترکیبی به دارندگان این اوراق واگذار شود. به نظر می‌رسد این اوراق با اشکالاتی همراه است.

نخستین مشکل این اوراق بر فرض طراحی آن، ایجاد خلل و ابهام برای دارندگان دیگر اوراق ترکیبی خواهد بود. فرض کنید فردی یا شرکتی اوراق ترکیبی با حق تبدیل به سهام عادی را خریداری می‌کند و بر اساس این اوراق راهبرد سودآوری و مدیریت ریسک خود را طراحی می‌کند. از سوی دیگر، برای به دست آوردن این حق مبلغی اضافه بر ارزش سهام عادی شرکت پرداخت کرده است. حال دارندگان اوراق دیگری وجود دارند که در صورت تمایل آنها حق تبدیل به سهام عادی می‌تواند از اوراق ترکیبی دارندگان این حق سلب شود، در عمل، بازارهای مالی اوراق ترکیبی دچار اختلال خواهد شد و فرد خریدار اوراق ترکیبی نمی‌تواند بر ثبات ویژگی ورقه خود تسلط داشته باشد. این امر باعث خواهد شد قیمت گذاری اوراق ترکیبی پیچیده شود و در عین حال، ریسک خریداران این اوراق به شدت افزایش می‌یابد. این ابهام در اعمال اختیار تغییر حقوق به اندازه‌ای است که می‌توان مشکل وجود غرر را معاملات این اوراق وارد دانست. از سوی دیگر، تغییر حقوق اوراق را در دو فرض می‌توان تصور کرد:

الف) عدم وجود رضایت (وکالت) صاحبان اوراق جهت تغییر؛

ب) اخذ رضایت (وکالت) از دارندگان اوراق.

در فرض اول یعنی نبود رضایت یا اخذ وکالت از صاحبان اوراق جهت تغییر حقوق آنها هم از نظر مالی و هم از نظر فقهی با مشکل مواجه است. از نظر مالی با مشکل مواجه است؛ زیرا در صورت عدم آگاهی صاحبان اوراق از تغییر حقوق آنها و یا عدم اخذ رضایت باعث ایجاد ابهام در قیمت اوراق می‌شود. همچنین، این ابهام باعث می‌شود اوراق ترکیبی دیگر شرکت همگی اثر خود را از دست بدهند؛ زیرا ویژگی خاص این اوراق معلوم نیست تا کی دوام داشته باشد یا معلوم نیست چه ویژگی‌ای به اوراق اضافه شود، از جهت فقهی دچار مشکل است؛ زیرا در صورتی که از حقوق دارنده اوراق به واسطه تصمیم دیگران بدون رضایت وی کاسته شود، مصداق اکل مال به باطل خواهد بود. اضافه شدن به حقوق بخشی از دارندگان اوراق بدون دریافت مابه‌ازای آن جهت عقلایی نخواهد داشت.

در فرض وجود رضایت یا اخذ وکالت از دارندگان اوراق، این فرض بدین معناست که برخی از دارندگان ورقه ترکیبی به برخی دیگر وکالت یا رضایت داده‌اند که بتوانند حقوق ورقه ترکیبی آنها را تغییر دهند و دارندگان اوراق ترکیبی با اختیار تغییر حقوق این ورقه می‌توانند اختیارات این ورقه را تغییر دهند. این فرض نیز با ابهاماتی همراه است. اولاً، مبنای عقلایی این رضایت و وکالت معلوم نیست؛ زیرا در صورتی که فردی بخواهد ویژگی اوراق ترکیبی خود را تغییر دهد، می‌تواند ورقه بهادار خود را در بازار سرمایه بفروش برساند و به جای آن ورقه بهادار با ویژگی مدنظر خریداری نماید؛ ثانیاً، درسوی دیگر، جهت عقلایی برای دارندگان اوراق ترکیبی با تغییر حقوق بعضی از سهام وجود ندارد؛ ثالثاً، این روش اخذ رضایت یا اخذ وکالت در حین فروش ورقه ترکیبی، در عمل، کاربردهای ورقه ترکیبی را همان‌گونه که بیان شد، دچار اختلال می‌کند.

از نظر قوانین و مقررات جاری شرکت نیز طراحی چنین اوراقی با موانعی روبه‌رو است. براساس ماده ۹۲ و ۹۳ قانون تجارت امکان افزودن بر تعهدات صاحبان سهام وجود ندارد و همچنین، تغییر حقوق نوع مخصوصی از سهام شرکت نیازمند رضایت اکثریت دارندگان آن سهام می‌باشد؛ بنابراین بدون انجام این تشریفات نمی‌توان این حق را به دارندگان اوراق خاصی تفویض کرد و رضایت اکثریت اوراق مورد تغییر شرط است:

در نتیجه، با جمع‌بندی مطالب بیان شده می‌توان گفت: طراحی اوراق با اختیار تغییر حقوق نوع خاصی از سهام از نظر مالی و اقتصادی با ابهاماتی روبه‌رو است و ترتب منفعت عقلایی بر انتشار و

خرید این اوراق محل تردید است. افزون‌براینکه تحلیل حقوق قابل‌تغییر و شرایط آن با ابهامات فقهی متعدد نیز روبه‌رو است.

### تحلیل اوراق ترکیبی با دیگر اختیارات

این اوراق ترکیبی، با شرط کنترل شرکت است. حالت سوم این اوراق بیان‌کننده اوراقی است که اختیار تعیین و تغییر موارد زیر را داشته باشد:

- انتخاب هیئت‌مدیره؛
- تغییر در اساسنامه (به‌جز تعیین میزان سود و تغییر حقوق نوع خاصی از سهام شرکت)؛
- تغییر در سرمایه شرکت؛
- انحلال شرکت؛
- تصویب صورت‌های مالی؛
- انتخاب حسابرس و بازرس قانونی.

از این موارد با عنوان «دیگر اختیارات» یاد شده است که با اختیار تغییر سود سهام و تغییر حقوق بعضی از سهام خاص سه حالت کنترل شرکت را به وجود می‌آورند. اختیارات بیان شده در این حالت را می‌توان به دودسته کلی تقسیم کرد:

الف) اختیارات مبتنی بر تغییر اساسنامه؛

ب) اختیاراتی که نیاز به تغییر اساسنامه ندارد.

اساسنامه شرکت‌های سهامی به‌منزله موافقت‌نامه بین سهامداران است و تمامی ویژگی‌های یک شرکت سهامی اعم از نحوه اداره، تابعیت، نظارت، انحلال، افزایش سرمایه، سهامداران و غیره را تبیین می‌کند. براساس این، تغییر اساسنامه نیازمند توافق جمعی بر آن است و تفویض اختیار تغییر اساسنامه به یک گروه از سهامداران بدون قید و شرط به معنای سپردن اصل و اساس یک شرکت در هر زمینه‌ای به آنهاست. این مسئله می‌تواند تمامی سهامداران و طرف‌های ثالث را در مواجهه با شرکت دچار ابهام نماید؛ زیرا تغییرات اساسنامه در حالت معمول آن نیازمند برگزاری تشریفات خاصی است که عمل به آنها از ابهامات مختلف می‌کاهد. از طرف دیگر، اختیار تغییرات در همه مواد اساسنامه در بازارهای مالی مطلوب‌ذی‌نفعان نیست. هم‌چنان‌که نظرسنجی از خبرگان نیز مؤید این ادعاست (تاجمیری‌ریاحی، ۱۳۹۵، ص ۱۷۶). همان‌طورکه بیان شد، در تعیین نیازهای

سرمایه‌گذاران، آنچه مورد نیاز آنان است، اعمال کنترل بر شرکت از طریق تعیین هیئت‌مدیره و تقسیم سود است نه همه اجزای اساسنامه مانند تابعیت و نحوه نظارت و مانند آن.

دلیل سوم بر عدم تفویض اختیارات مبنی بر تغییر اساسنامه به وسیله طراحی ابزار ترکیبی عبارت است از تضاد منافع بالقوه بین منافع شرکت، سهامداران تفویض‌کننده و منافع دارندگان اوراق. از آنجاکه این تفویض می‌تواند ماهیت شرکت را به‌طور کلی تغییر دهد، ریسک بسیار زیادی را به خریداران انواع اوراق ترکیبی تحمیل خواهد کرد و فرایندهای حل تضاد منافع موجود در اساسنامه نیز می‌تواند دستخوش تغییر شود؛ بنابراین در صورت طراحی ابزار برای تفویض این اختیار باید حدود آن کاملاً مشخص شود و پاره‌ای از بندهای اساسنامه قابلیت تفویض خواهد داشت که این بندها در واقع، همان اختیاراتی خواهد بود که براساس اساسنامه تغییر آنها نیازمند تغییر در بند اساسنامه نیست. از مهم‌ترین اختیاراتی که نیاز به تغییر اساسنامه ندارد:

- انتخاب هیئت‌مدیره؛
- تقسیم سود؛
- تعیین بازرس قانونی؛
- تصویب صورت‌های مالی.

حدود و ثغور این موارد در اساسنامه تعیین می‌شود؛ ولی مصداق‌های خارجی آن برعهده تصمیم اکثریت سهامداران خواهد بود. اختیارات بیان شده در ذیل عنوان «دیگر اختیارات» را می‌توان در این دسته‌بندی دوگانه مبتنی بر تغییر اساسنامه یا عدم تغییر گنجانند؛ به‌گونه‌ای که چهار مورد یادشده جزء مواردی است که نیاز به تغییر اساسنامه ندارد و بقیه موارد نیازمند تغییر اساسنامه است. همان‌گونه که بیان شد، از موارد مبتنی بر تغییر اساسنامه در طراحی اوراق صرف‌نظر شده است و چهار مورد بیان شده در بالا که نیازمند تغییر اساسنامه نیست دو مورد تصویب صورت‌های مالی و تعیین بازرس نیز در طراحی اوراق مدنظر قرار گرفته نمی‌شود. دلیل اصلی این امر ایجاد ریسک برای ذی‌نفعان شرکت و ابهام در فرایندهای عملیات شرکت است؛ زیرا نظارت و تصویب صورت‌های مالی در واقع، بیان‌کننده صحت کلیت فرایند شرکت است و تفویض آنها به وعده‌ای خاص توجیه عقلایی ندارد. تقسیم سود نیز در حالت اول این اوراق لحاظ شده است. جمع‌بندی اینکه حالت سوم این نوع سهام ممتاز دارای ویژگی کنترل بر شرکت از طریق انتخاب هیئت‌مدیره خواهد بود.

### تحلیل اوراق ترکیبی با اختیار تعیین هیئت‌مدیره

در واقع، انتخاب هیئت‌مدیره در شرکت‌های سهامی تعیین نحوه اداره شرکت به وسیله فرد یا افراد است که در مباحث عقد شرکت در متون فقهی بدان پرداخته شده است. قطعاً هر شرکتی جهت انجام عملیات خود نیازمند فرد یا افرادی است که امور اجرایی شرکت در چارچوبی مشخص به آنها تفویض شود؛ بنابراین موضوع فقهی طراحی این ورقه ترکیبی آن است که آیا می‌توان انتخاب هیئت‌مدیره یا در حالت کلی تر اختیار سرمایه و اموری که در استفاده از سرمایه به صورت مستقیم یا غیرمستقیم دخیل است را به بعضی از شرکا واگذار کرد. اگر جواز این سؤال تأیید شود به این معنا خواهد بود که می‌توان امور مربوط به استفاده از سرمایه را به بعضی از شرکا واگذار کرد که از جمله مهم‌ترین آن انتخاب هیئت‌مدیره و اختیارات تفویض شده به هیئت‌مدیره است. بنابراین، در اساسنامه و امیدنامه شرکت اظهار می‌شود که اختیار سرمایه و امور مربوط به آن به کسانی واگذار خواهد شد که دارای این اوراق ترکیبی باشند. براساس استفتاء از مراجع عظام تقلید، جواز این مسئله روشن است و شرکت می‌تواند امور خود را به فرد یا افرادی تفویض نماید (تاجمیری‌یاحی، ۱۳۹۵، ص ۱۸۰).

### نتیجه‌گیری

اوراق ترکیبی با اختیار کنترل شرکت در حالت کلی درصدد ایجاد اختیار کنترل شرکت و انتقال آن از گروهی از سهامداران به گروه دیگر است. همان‌گونه که تبیین شد، از سه حالت کلی این اوراق حالت دوم با مشکلاتی همراه بود؛ از جمله ایجاد ابهام در بازارهای مالی بنابراین مورد تأیید واقع نشد و حالت سوم این اوراق نیز حق کنترل در زمینه انتخاب هیئت‌مدیره را دارا می‌باشد؛ بنابراین این اوراق در دو حالت زیر مورد تأیید واقع شده است:

حالت اول) اوراق ترکیبی با اختیار تعیین میزان سود

حالت دوم) اوراق ترکیبی با اختیار تعیین هیئت‌مدیره

بنابراین با ترکیب این دو حالت و سه حالت مرتبط با میزان اختیار یعنی بدون حق کنترل، با حق کنترل ویژه و با حق کنترل مانند سهام عادی تعداد نه حالت بالقوه زیر وجود خواهد داشت:

۱. ورقه ترکیبی با حق کنترل ویژه در تعیین میزان سود و حق کنترل ویژه در تعیین هیئت‌مدیره؛

۲. ورقه ترکیبی با حق کنترل ویژه در تعیین میزان سود و بدون حق کنترل در تعیین هیئت‌مدیره؛

۳. ورقه ترکیبی با حق کنترل ویژه در تعیین میزان سود و حق کنترل مانند سهام عادی در تعیین هیئت مدیره؛
۴. ورقه ترکیبی بدون حق کنترل در تعیین میزان سود و حق کنترل ویژه در تعیین هیئت مدیره؛
۵. ورقه ترکیبی بدون حق کنترل در تعیین میزان سود و بدون حق کنترل در تعیین هیئت مدیره؛
۶. ورقه ترکیبی بدون حق کنترل در تعیین میزان سود و با حق کنترل مانند سهام عادی در تعیین هیئت مدیره؛
۷. ورقه ترکیبی با حق کنترل مانند سهام عادی در تعیین میزان سود و حق کنترل ویژه در تعیین هیئت مدیره؛
۸. ورقه ترکیبی با حق کنترل مانند سهام عادی در تعیین میزان سود و بدون حق کنترل در تعیین هیئت مدیره؛
۹. ورقه ترکیبی با حق کنترل مانند سهام عادی در تعیین میزان سود و با حق کنترل مانند سهام عادی در تعیین هیئت مدیره.
- حالت اول که در تعیین میزان سود و انتخاب هیئت مدیره حق کنترل ویژه دارد را «ورقه ترکیبی با حق کنترل ویژه کامل» نامیده می‌شود و حالت پنجم که در آن ورقه ترکیبی هیچ اختیاری ندارد «ورقه ترکیبی بدون حق رأی مطلق» نامیده می‌شود. در واقع، حالت نهم همان «سهام عادی» خواهد بود.

## منابع

۱. اسکینی، ربیعا (۱۳۷۷). حقوق تجارت: ورشکستگی و تصفیه امور ورشکسته، تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت).
۲. امام خمینی، سیدروح‌الله (۱۳۷۹). تحریر الوسیله، ج ۱. قم: دارالعلم.
۳. تاجمیرریاحی، حامد (۱۳۹۵). طراحی مجموعه اوراق ترکیبی (هیبریدی) براساس گروه‌بندی نیازهای ناشران و سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران مبتنی بر فقه امامیه. رساله دکتری مدیریت مالی، تهران: دانشگاه امام صادق (علیه السلام).
۴. جهانخانی، علی، و علی پارسائیان (۱۳۷۴)، بورس اوراق بهادار، تهران: انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
۵. خوبی، ابوالقاسم (۱۴۳۰). مصباح الفقاهة. ج ۱، قم: مؤسسه احیاء آثار الامام الخویی.
۶. دمرچیلی، محمد، علی حاتمی، و محسن قرائتی (۱۳۹۰). قانون تجارت در نظم حقوقی کنونی. چاپ پانزدهم، تهران: دادستان.
۷. راعی، رضا، و علی سعیدی (۱۳۸۵). مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک. تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت).
۸. طباطبایی یزدی، سیدمحمدکاظم (۱۴۲۳). العروه الوثقی. قم: مؤسسه نشر اسلامی.
۹. طباطبایی، سیدصادق (۱۳۹۴). تحلیل فقهی-اقتصادی سهام ممتاز. جستارهای اقتصادی، ۲(۲۴)، ۹-۳۱.
۱۰. عیوض‌لو، رضا، و محمدرضا آقا محمد سمسار (۱۳۹۲). اوراق مشارکت قابل تبدیل روش ترکیبی برای تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی. ششمین کنفرانس توسعه نظام مالی در ایران.
۱۱. فرحناکیان، فرشید (۱۳۹۱). قانون تجارت در نظم حقوقی کنونی، چاپ پنجم. تهران: بنیاد حقوقی میزان.
۱۲. قبولی درافشان، سیدمحمد مهدی، و سعید محسنی (۱۳۹۰). تأملی فقهی-حقوقی بر ماده ۵۷۵ قانون مدنی، فقه و اصول، ۱(۴۳)، ۱۸۵-۲۱۶.
۱۳. موسویان، سیدعباس (۱۳۹۱). بازار سرمایه اسلامی (۱)، تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.



۱۴. مهرانفر، محمدرضا، سیدروح‌الله حسینی مقدم، و الهه مقدمی (۱۳۸۵). اصول جامع سرمایه‌گذاری در بورس. چاپ اول، تهران: سامان.
15. Anson, M. J. P., Fabozzi, F. J. & Jones, F. J. (2010). *The Handbook of Traditional and Alternative Investment Vehicles: Investment Characteristics and Strategies*, John Wiley & Sons.
16. Arnett, George W. (2011). *Global Securities Markets: Navigating the World's Exchanges and OTC Markets*, John Wiley & Sons.
17. Bärsch, Sven–Eric. (2012). *Taxation of Hybrid Financial Instruments and the Remuneration Derived Therefrom in an International and Cross–border Context: Issues and Options for Reform*, Springer Science & Business Media.
18. Cummins, David, Weiss, Mary A. (2008). Convergence of Insurance and Financial Markets: Hybrid and Securitized Risk Transfer Solutions (SSRN Scholarly Paper ID 1260399, Rochester, NY: Social Science Research Network.
19. Fabozzi, Frank J. & Mann, Steven V. (2012). *The Handbook of Fixed Income Securities, Eighth Edition*, McGraw Hill Professional.
20. Fabozzi, Frank J. (2003). *The Handbook of Financial Instruments*, John Wiley & Sons.
21. Fuchita, Yasuyuki & Litan, Robert E. (2007). *New Financial Instruments and Institutions: Opportunities and Policy Challenges*. Brookings Institution Press.
- International Accounting Standards, IAS 32.
22. Saunders, Anthony (2000). *Financial institutions management: a modern perspective*. 3rd ed.,– Boston: McGraw Hill –Irwin.
23. Spiegeleer, Jan de, Schoutens, Wim & Hulle, Cynthia Van (2014). *The Handbook of Hybrid Securities: Convertible Bonds, CoCo Bonds and Bail–In*. John Wiley & Sons.