

ماهیت حق تقدم استفاده نشده با مطالعه تطبیقی در حقوق آمریکا

سید مرتضی شهیدی^۱

حمیده زرعی^۲

چکیده

حق تقدم ناشی از افزایش سرمایه حق مالی قابل نقل و انتقالی است که بعد از گذشتن مدت زمان معینی منقضی شده و تحت عنوان حق تقدم استفاده نشده شناخته می شود. قانون گذار و حقوق دانان در خصوص ماهیت حق تقدم استفاده نشده در حقوق ایران و آمریکا سکوت اختیار کرده اند. لیکن، با مطالعه تطبیقی حقوق دو کشور می توان گفت که در نظام حقوقی آمریکا حق تقدم استفاده نشده حقی مستقل از حق تقدم سهامداران است؛ بدین صورت که با ساقط شدن حق تقدم سهامداران منشأ ایجاد این حق، یعنی افزایش سرمایه، باقی است و همین سرمنشأ موجب ایجاد حق تقدم استفاده نشده می شود که متعلق حق کل شرکت است نه سهامداران؛ ولی در نظام حقوقی ایران، حق تقدم با منقضی شدن مدت زمان معین، به دلیل ارزش عرفی آن، تحت عنوان حق تقدم استفاده نشده به حیات خود ادامه می دهد؛ بدین صورت که اهلیت استیفا سهامداران مشروط به زمان مشخصی بود و با منقضی شدن مدت زمان اهلیت تمتع سهامداران باقی مانده و اهلیت استیفا این حق به شرکت منتقل می شود.

واژگان کلیدی: حق تقدم استفاده نشده، سهام، حق تقدم، بورس، مطالعه تطبیقی، افزایش

سرمایه، سهامدار

طبقه بندی موضوعی: K22

۱. استادیار دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه خوارزمی تهران (نویسنده مسئول) shahidi351@yahoo.com

۲. دانشجوی کارشناسی ارشد حقوق خصوصی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه خوارزمی تهران

۱- مقدمه

امروزه شرکت‌های سهامی، نقش به سزایی در جذب سرمایه‌های کوچک و به کارگیری آن‌ها در فعالیت‌های اقتصادی کلان دارند. فلذا، تعداد این نوع شرکت‌ها رو به افزایش است. قدرت اقتصادی و نفوذ مالی هر شرکت تجاری، اصولاً بستگی به میزان سرمایه آن دارد؛ چراکه سرمایه هر شرکت تجاری وثیقه طلب بستانکاران است. فلذا، برای اشخاصی که قصد معامله با شرکت را دارند، نخستین پرسش متبادر به ذهن تعیین میزان سرمایه شرکت است. هراندازه که میزان این وثیقه بیشتر باشد، اعتماد اشخاص طرف معامله با شرکت از استحکام و اعتبار بیشتری برخوردار خواهد بود. شرکت‌های سهامی به دلایل مختلف از جمله توسعه فعالیت‌ها و ایفای تعهدات خود نیازمند افزایش میزان سرمایه خود هستند. تفاوت‌های عمده‌ای در نظام حقوقی حاکم بر شرکت‌های سهامی، شیوه افزایش سرمایه شرکت‌های سهامی و حق تقدم استفاده نشده ناشی از افزایش سرمایه در دو سیستم حقوقی ایران و آمریکا وجود دارد. برخلاف حقوق ایران، سیستم حقوقی آمریکا، در زمینه تشکیل و اداره شرکت‌ها، قانون واحد ندارد و هر ایالتی به صورت مستقل به تنظیم امور شرکت‌های خود می‌پردازد؛ در این میان، قانون نمونه شرکت‌های تجاری آمریکا^۳ نیز برای سایر ایالات الزام‌آور نیست؛ بلکه راهنمایی است در جهت یکسان‌سازی حقوق تجارت این کشور (Kerbib, 2017: 7). قانون نمونه، ماده خاصی را به بحث افزایش سرمایه اختصاص نداده است و تنها در ماده ۶، ۲۱ به تعریف و نحوه تعیین سرمایه شرکت و افزایش آن پرداخته است. طبق این ماده، صلاحیت تصمیم‌گیری در خصوص افزایش سرمایه اصولاً بر عهده هیئت‌مدیره است؛ مگر اینکه در اساسنامه شرکت برخلاف این امر توافق شود.^۴ در حالی که در حقوق ایران، صلاحیت تصمیم‌گیری در خصوص افزایش سرمایه منحصرأ بر عهده مجمع عمومی فوق‌العاده است (ماده ۸۳ ل.ا.ق.ت). منابع تأمین مالی سهام جدید، طبق این ماده، می‌توانند اموال منقول و غیرمنقول و سودی که به شرکت می‌رسد، پول نقد، اسناد عندالمطالبه، اوراق بهادار، سهام و قرارداد ارائه خدمات به شرکت، در حال حاضر و یا در آینده باشد.^۵ در حالی که در حقوق ایران، افزایش سرمایه شرکت‌های سهامی عام، به دو روش عمده افزایش مبلغ اسمی سهام و صدور سهام جدید صورت می‌پذیرد (ماده ۱۵۷ ل.ا.ق.ت). منابع تأمین سرمایه سهام جدید ناشی از افزایش سرمایه نیز عبارت‌اند از: پرداخت مبلغ اسمی سهم به نقد،

3. Model Business Corporation ACT

4. 6.21 Issuance of Shares: (a) The powers granted in this section to the board of directors may be reserved to the shareholders by the articles of incorporation

5. 6.21 (b) The board of directors may authorize shares to be issued for consideration consisting of any tangible or intangible property or benefit to the corporation, including cash, promissory notes, services performed, contracts for services to be performed, or other securities of the corporation.

تبدیل مطالبات نقدی حاصل شده اشخاص از شرکت به سهام جدید، انتقال سود تقسیم نشده یا اندوخته و عواید حاصل از اضافه ارزش سهام جدید به سرمایه شرکت و تبدیل اوراق قرضه به سهام (ماده ۱۵۸ ل.ا.ق.ت) که در حال حاضر به دلیل ربوی شناخته شدن این اوراق، اوراق مشارکت جایگزین آن شده است.^۶ در حقوق ایران، فقط شرکت های سهامی خاص اجازه دارند که مبلغ اسمی سهام جدید را به صورت غیر نقد تأمین کنند؛ (تبصره ۱ ماده ۱۸۵ ل.ا.ق.ت) در حالی که نظام حقوقی آمریکا از این جهت تفاوتی میان انواع شرکت های سهامی نگذاشته است و حتی امکان تأمین سرمایه سهام جدید از طریق قرارداد ارائه خدمت به شرکت در آینده نیز ممکن است (بند ب ماده ۶،۲۱ قانون نمونه شرکت های تجاری آمریکا). علاوه بر آنچه گفته شد، در سیستم حقوقی آمریکا مفهوم ارزش اسمی حذف شده است. در اوایل قرن ۱۸ دادگاه ها در پی این بودند که همه سهام داران به طور مساوی ارزش هر سهم را پرداخت کنند و وارد شرکت شوند و به دنبال پیدا کردن راهی بودند تا مؤسسان شرکت ها را وادار کنند که همانند سایر سهام دارانی که سرمایه گذاری می کنند اموال واقعی وارد شرکت کنند (B.Manning, 1985, 63) در نتیجه مفهوم ارزش اسمی در حقوق آمریکا در پرونده *Wood v Dummer*^۷ برای حل این مشکلات و نیز در جهت حفظ حقوق طلب کاران شرکت در مقابل مسئولیت محدود سهامداران در سال ۱۸۲۴ مورد توجه دادگاهی آمریکا قرار گرفت (Tene, 2012: 3) مفهوم ارزش اسمی علی رغم توسعه و پیشرفت در طی یک قرن اواخر قرن ۱۸ در حقوق آمریکا روبه زوال نهاد و در سال ۱۸۹۰ دادگاه های آمریکا رویه خود را در خصوص ارزش اسمی سهام عوض کردند. در همین حین بود که دیوان عالی کشور آمریکا در پرونده *Handley v. Stutz*^۸ به این تشخیص رسید که شرکت هایی که به لحاظ اقتصادی وضع خوبی ندارند و دچار بحران مالی هستند باید بتوانند سهام را به پایین تر از ارزش اسمی صادر کنند. این دادگاه بیان داشت که چنین امری بهتر از این است که شرکت ها در نتیجه فقدان منابع مالی به سهامداران یا طلبکاران خود زیان برسانند. پیرو حکم دادگاه در پرونده *Handley v. Stutz* مالی بود که شرکت ها شروع به صدور سهام به زیر ارزش اسمی سهام و یا به ارزش کوچک ترین واحد پول آمریکا کردند و اوایل قرن نوزده میلادی قانون گذار این کشور رویه خود را تغییر داد و به شرکت ها اجازه داد که در خصوص صدور سهام با ارزش اسمی ثبت شده یا بدون آن به تصمیم خود اقدام کنند (J.R. Macey, 1993, 199) و در حال حاضر فقط چند ایالت از جمله ایالت دلاویر (ماده ۱۵۴ قانون

۶. در حال حاضر افزایش سرمایه از طریق انتشار اوراق مشارکت تابع قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۶/۶/۳۰ و آیین نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۷/۵/۱۸ است.

7. see <https://casetext.com/case/wood-v-dummer>

8. See <https://www.courtlistener.com/opinion/93026/handley-v>

جامع شرکت‌های دلاویر^۹ و نیویورک (طبق ماده ۵۰۶ قانون شرکت‌های نیویورک)^{۱۰} هستند که اجازه صدور سهام با ارزش اسمی و یا بدون آن را به صورت هم‌زمان می‌دهند. در هر صورت در حقوق دو کشور حق تقدم به عنوان یکی از حقوق مالی قابل نقل انتقال سهامداران پیش‌بینی شده است. در ایران ماده ۱۶۶ ل.ا.ق.ت و در حقوق آمریکا ماده ۶,۳۰ قانون نمونه شرکت‌های تجاری، به حق تقدم سهامداران اختصاص دارد. همچنان که گفته خواهد شد حق تقدم حقی موقت است که پس از گذشت مدت زمان مقرر قانونی منقضی شده و از بین می‌رود و حق جدیدی تحت عنوان حق تقدم استفاده نشده ظهور پیدا می‌کند؛ هرچند در خصوص ماهیت و احکام حق تقدم^{۱۱} پژوهش‌های مختلفی به رشته تحریر آمده ولی ماهیت حق تقدم استفاده نشده تا آنجا که مورد بررسی قرار گرفت در قانون و حقوق دو کشور مجهول مانده و مورد بررسی قرار نگرفته. فلذا از طریق توصیفی، تحلیلی و کتابخانه‌ای به ترتیب به بررسی تطبیقی مفهوم حق تقدم استفاده نشده، ماهیت حق تقدم استفاده نشده و تأثیر برخی از اوصاف حق تقدم از جمله قابل اسقاط بودن آن و امری و یا تکمیلی بودن آن بر حق تقدم استفاده نشده و در نهایت به نتیجه‌گیری حاصل از بحث پرداخته خواهد شد.

۲- حق تقدم استفاده نشده

حق تقدم حقی موقت است و بعد از مدتی منقضی می‌شود. در تعریف حق موقت گفته شده: "حق موقت حقی است که دارای مدت باشد، مانند حق مستأجر نسبت به منافع عین مستاجر که تا زمان انقضا مدت اجاره است" (امامی، ۱۳۷۱: ۷). در تعریف دیگری از حق موقت گفته شده: "حق موقت حقی است که وجود آن پس از مدتی از بین می‌رود" (کاتوزیان، ۱۳۹۵: ۲۷۷). یکی از ویژگی‌های مهم حق تقدم موقت بودن و محدود به زمان بودن آن است. بدین معنی که سهام‌داران فقط در مدت محدودی می‌توانند اقدام به اعمال یا فروش حق خود بنمایند و بعد از این دوره زمانی حق تقدم خود به خود منقضی شده و ساقط

9. Delaware General Corporation Act Article 154: Any corporation may, by resolution of its board of directors, determine that only a part of the consideration which shall be received by the corporation for any of the shares of its capital stock which it shall issue from time to time shall be capital; but, in case any of the shares issued shall be shares having a par value, the amount of the part of such consideration so determined to be capital shall be in excess of the aggregate par value of the shares issued for such consideration having a par value, unless all the shares issued shall be shares having a par value, in which case the amount of the part of such consideration so determined to be capital need be only equal to the aggregate par value of such shares. In each such case the board of directors shall specify in dollars the part of such consideration which shall be capital.

10. New York Business Corporation Act Article 506: (a) Upon issue by a corporation of shares with a par value, the consideration received therefor shall constitute stated capital to the extent of the par value of such shares.

۱۱. انصاری، ۱۳۹۵، نظام حقوقی حق تقدم خرید سهام در ایران و خانی، ۱۳۹۲، حق تقدم در پذیره نویسی سهام جدید شرکتهای سهامی

می‌گردد. ماده ۱۶۶ ل.ا.ق.ت در این خصوص مقرر می‌دارد: "...مهلتی که طی آن سهام‌داران می‌توانند حق تقدم مذکور را اعمال کنند کمتر از ۶۰ روز نخواهد بود. این مهلت از روزی که برای پذیره‌نویسی تعیین می‌گردد شروع می‌شود." مجمع عمومی یا هیئت‌مدیره مجاز است مدتی بیش از ۶۰ روز را برای اعراض یا انتقال حق تقدم تعیین کنند. هرچند در عمل کمتر دیده شده است که شرکتی برای اعمال حق اعراض مدتی بیش‌تر از مهلت قانونی مقرر کند (اسکینی، ۱۳۹۳: ۲۵).

به‌طور مشابه در حقوق آمریکا نیز حق تقدم جز حقوق موقت و مدت‌دار سهام‌داران محسوب می‌شود. بدین‌صورت که طبق قسمت اول بند ب ماده ۶,۳۰ قانون نمونه شرکت‌های تجاری آمریکا: "سهام‌داران شرکت تحت شرایط و ضوابط یکسان تجویز شده توسط هیئت‌مدیره، در یک فرصت معقول و منصفانه جهت اعمال حق تقدم که از طرف هیئت‌مدیره مشخص می‌شود، حق تقدم دارند؛ تا مقدار متناسب از سهام صادر نشده شرکت را که هیئت‌مدیره قصد صدور آن را دارد کسب کنند." این قانون مدت مضبوطی جهت اعمال حق تقدم مقرر نکرده است و تعیین این مدت را بر عهده هیئت‌مدیره گذاشته است؛ البته هیئت‌مدیره باید در تعیین مدت به دو ویژگی اساسی توجه کند؛ بدین‌صورت که مدت تعیین شده باید معقول و منصفانه باشد تا سهام‌داران بتوانند اقدام به اعمال حق خود بنمایند.

در خصوص این ویژگی به نظر می‌رسد با توجه به اینکه حقوق آمریکا ابتدائاً مدت‌زمان مشخصی را جهت اعمال حق تقدم معین نکرده است نسبت به حقوق ایران برتری و مزیت دارد چراکه در حقوق ایران ممکن است مدت ۶۰ روزه بنا به شرایط شرکت و یا سهام‌داران جهت اعمال حق تقدم کافی نباشد البته گفته شد، شرکت مجاز است زمان بیشتری جهت اعمال حق تقدم تخصیص دهد ولی باین‌حال تاکنون کمتر پیش آمده که از مدت ۶۰ روزه مقرر قانونی تخطی کند و مدت‌زمان بیشتری را در نظر بگیرد. از طرف دیگر، همان‌گونه که منتقدان حق تقدم در حقوق آمریکا عنوان کرده‌اند ممکن است بنا به شرایط خاص شرکت و نیاز فوری جهت اخذ سرمایه و به دلیل عدم امکان سلب حق تقدم، مدت‌زمان مقرر قانونی برای اعمال حق تقدم برای شرکت زیان‌بار و طولانی باشد و نیاز باشد که این مدت‌زمان را کاهش دهد (Ventoruzzo, 2013: 518)؛ در حالی ممکن است تعیین مدت کوتاه‌تر به زیان سهام‌دارانی باشد که فرصت کافی برای جمع‌آوری وجه ندارند؛ موضوعی که با توجه به اعمال مکانیسم‌های خاص از جمله تخصیص قدرت رأی‌گیری در خصوص صدور سهام برای سهام‌داران^{۱۲}، وظیفه امانت‌داری مدیران^{۱۳}، اقامه دعوای جمعی علیه مدیران و وجود کمیته بورس و اوراق بهادار^{۱۴} قابل

¹². Approval right

¹³. Fiduciary duties

¹⁴. US Securities and Exchange Commission

تعدیل است و می‌توان از طریق اعمال این مکانیسم‌ها بین اختیارات شرکت در تعیین زمان مقرر برای اعمال حق تقدم و حقوق سهامداران در جهت منافع کل شخصیت حقوقی ایجاد توازن کرد (Arega, 2015: 29). درحالی‌که گفته شد مدت‌زمان ۶۰ روز مقرر برای اعمال حق تقدم در حقوق ایران امری است و امکان کاهش آن وجود ندارد. این در حالی است که در حقوق آمریکا تعیین این مدت در دست هیئت‌مدیره است و این نهاد می‌تواند بنا به مصالح شرکت و سهام‌داران مدت‌زمانی تعیین کند که در جهت منافع کل شخصیت حقوقی باشد؛ البته این مدت‌زمان با توجه به بند اول ماده ۶,۳۰ باید معقول و منصفانه باشد.^{۱۵} هرچند مدت مضبوط تعیین‌شده در حقوق ایران این مزیت را دارد که جلوی سوءاستفاده شرکت از قدرت و رفتارهای خودسرانه را می‌گیرد. هرچند بازار سهام نیویورک حداقل زمان لازم برای اعمال حق تقدم را ۱۶ روز می‌داند و به‌صورت امری به شرکت‌ها اجازه نمی‌دهد که زمان کمتری از این حداقل مقرر کنند ولی به‌طور متوسط این زمان در شرکت‌های آمریکایی ۳۵ روز است و پس‌ازاین زمان سهام‌داران توان اعمال حق تقدم خود را نخواهند داشت (Pontiff, 2015: 8). پس از گذشت مدت‌زمان‌های مذکور در حقوق دو کشور حق تقدم‌های باقی‌مانده تحت عنوان حق تقدم استفاده‌نشده شناخته می‌شوند و قواعد و مقررات خاص حاکم بر خود رادارند و شرکت‌های ناشر و بورس وظایف و اختیارات متعددی در این خصوص دارند.

۳- تکلیف یا اختیار فروش حق تقدم استفاده‌نشده

طبق ماده ۱۷۲ ل.ا.ق.ت در صورتی که صاحبان سهام از حق تقدم خود ظرف مهلت مقرر استفاده نکنند؛ تمام یا باقی‌مانده سهام جدید عرضه و به متقاضیان فروخته خواهد شد. فلذا در حقوق ایران شرکت ناشر موظف است اقدام به فروش حق تقدم‌های استفاده‌نشده بنماید و از این جهت برای شرکت تکلیفی در مقابل سهام‌داران مقرر شده است. ماده ۶۵ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران، در این خصوص مقرر می‌دارد: "هیئت‌مدیره ناشر پذیرفته‌شده باید حداکثر تلاش خود را در خصوص فروش حق تقدم استفاده‌نشده به بهترین قیمت انجام دهد." طبق این ماده، هیئت‌مدیره شرکت ناشر نه تنها باید اقدام به فروش حق تقدم استفاده‌نشده بنماید، بلکه باید در این خصوص نهایت تلاش خود را نیز مصروف دارد." این در حالی است که طبق قسمت ۶ ماده ۱۶,۳۰ قانون نمونه

¹⁵. 6.30 (1) board of directors to provide a fair and reasonable opportunity to exercise the right, to acquire proportional amounts of the corporation's unissued shares upon the decision of the board of directors to issue them.

¹⁶. (6) Shares subject to preemptive rights that are not acquired by shareholders may be issued to any person for a period of one year after being offered to shareholders at a consideration set by the board

شرکت‌های تجاری آمریکا، شرکت تکلیفی جهت فروش حق تقدم استفاده‌نشده ندارد؛ بلکه ممکن است سهامی که خرید آن منوط به اعمال حق تقدم توسط سهامداران بوده را به اشخاص دیگری غیر از سهامداران ارائه داده و بفروشند؛ البته به دو شرط: اولاً اگر شرکت قصد ارائه این نوع سهام را به سایر سرمایه‌گذاران دارد باید در طول یک سال بعد از انقضای مدت‌زمان اعمال حق تقدم اقدام به این کار کند و دوماً، ارائه سهام موردنظر نباید به قیمتی پایین‌تر از قیمت حق تقدم سهام باشد؛ در غیر این صورت باید دوباره حق تقدم سهامداران را لحاظ کند.

بنابراین با توجه به عبارت "ممکن است" در متن ماده فوق اصولاً شرکت وظیفه‌ای جهت فروش حق تقدم استفاده‌نشده ندارد و تصمیم‌گیری در این خصوص در اختیار شرکت است. علاوه بر این قوانین برخی ایالات^{۱۷} صراحتاً از حق تقدم به فرصت تعبیر کرده‌اند؛ فرصتی که در صورت عدم استفاده منقضی خواهد شد و شرکت در خصوص حق تقدم‌های اعمال نشده تصمیم‌گیری خواهد کرد. ماده ۵۱، ۶، ۱۸۲ مجموعه قوانین فدرال آمریکا نیز صراحتاً حق تقدم استفاده‌نشده را متعلق به شرکت می‌داند. بدین جهت برخی بر این باورند که در صورت اقدام به فروش حق تقدم استفاده‌نشده توسط شرکت؛ وجوه حاصله از فروش حق تقدم استفاده‌نشده به شرکت اختصاص دارد و سهامداران نسبت به آن حقی ندارند البته درنهایت این مسئله بر دارایی‌های شرکت و امکان سودهی بیشتر به سهامداران می‌افزاید (Massa, Vermaelen & Xu, 2013).

۴- ماهیت حق تقدم استفاده‌نشده

برای آنکه بتوانیم مبنا و مجوز معامله حق تقدم استفاده‌نشده از طرف شرکت ناشر را شناسایی و توجیه کنیم ابتدا نیاز داریم ماهیت حق تقدم استفاده‌نشده را موردبررسی قرار دهیم. در این خصوص می‌توان فروض مختلفی را به‌صورت ذیل مطرح کرد:

of directors that is not lower than the consideration set for the exercise of preemptive rights. An offer at a lower consideration or after the

17. Alaska Statutes Sec. 10.06.428: (5) a preemptive right is only an opportunity to acquire shares or other securities...and New Mexico Statutes Section 53-11-26: d the preemptive right shall be only an opportunity to acquire shares or other securities... and Kentucky Revised Statutes 271B.6-300: (e) The preemptive right shall be only an opportunity to acquire shares or other securities...

18. Code of Federal regulations 206.51: unless otherwise provided in company's charter, if a shareholder dose not exercise its preemptive rights in full within the prescribed period, the unexercised portion of such rights shall be deemed to have been transferred to the company...

۴-۱- ماهیت مستقل حق تقدم استفاده نشده

گفته شد که حق تقدم سهامداران حق موقت است بدین صورت که وجود آن محدود به زمان خاصی است و پس از گذشت مدت ۶۰ روزه مقرر، در صورت عدم اعمال سهامداران خود به خود از بین می‌رود. در صورت پذیرش این امر مسئله‌ای که مطرح می‌شود این است که شرکت چه چیزی را به عنوان حق تقدم استفاده نشده مورد معامله قرار می‌دهد؟ می‌توان چنین پاسخ داد که حق تقدم اختصاصی به سهامداران پس از مدت ۶۰ روزه از بین می‌رود ولی منشأ به وجود آمدن این حق، یعنی افزایش سرمایه شرکت هنوز موجود است و این منشأ موجب به وجود آمدن حق مالی جدیدی تحت عنوان حق تقدم استفاده نشده می‌شود که به دلیل مزایایی که دارد در بازار و میان مردم ارزش مالی دارد در بازار سرمایه مورد معامله قرار می‌گیرد و شرکت توان اعمال و فروش این حق را دارد. پذیرش این مسئله در حقوق آمریکا که شرکت اختیار فروش حق تقدم استفاده نشده و وجوه حاصله از فروش حق تقدم استفاده نشده جز اموال شرکت می‌دانند نه سهامداران، درست به نظر می‌رسد ولی از آنجاکه در حقوق ایران شرکت موظف به فروش حق تقدم استفاده نشده و تخصیص وجوه حاصله به حساب سهامداران است؛ این فرض تا حدی غیرقابل پذیرش می‌نماید. مگر اینکه بگوییم افزایش سرمایه به عنوان منشأ ایجاد حق تقدم، حق تقدم را ابتدائاً برای سهامداران به وجود می‌آورد و سهامداران علاوه بر اهلیت استیفا، اهلیت تصرف در این حق را در مدت محدود دارند و پس از این مدت حق تقدم سهامداران از بین می‌رود و حق جدیدی با سر منشأ افزایش سرمایه به وجود می‌آید که همچنان مالکیت آن برای سهامداران است ولی اهلیت تصرف در آن را ندارند و شرکت در جهت حفظ منافع فردی سهامداران و منافع جمعی شرکت، از طرف سهامداران اقدام به اعمال حق تقدم می‌کند دلیل چنین تفاوت نیز به رویکرد متفاوت قانون‌گذار دو کشور در امری و یا اختیاری بودن فروش حق تقدم استفاده نشده و مالکیت وجوه حاصله برمی‌گردد. چراکه در حقوق ایران طبق ماده ۱۷۲ ل.ا.ق.ت شرکت موظف به فروش حق تقدم استفاده نشده و تخصیص وجوه حاصله به حساب سهامداران است در حالی که در حقوق آمریکا شرکت چنین تکلیفی ندارد (زرعی، ۱۳۹۶: ۱۴۹).

۴-۲- اداه حیات حق تقدم سهامداران

فرض دیگری که می‌توان مطرح کرد این است که حق تقدم سهامداران پس از مدت ۶۰ روزه مقرر قانونی از بین نمی‌رود و با توجه به اینکه در بازار سرمایه ارزش مالی دارد و مورد داد و ستد قرار می‌گیرد (مواد ۶۷-۵۸ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران). همچنان

به حیات خود ادامه می دهد و در میان سرمایه گذاران همچنان ارزش دارد چراکه با خرید حق تقدم می توانند سهام شرکت را به دست آورند علاوه بر این حق تقدم به خودی خود مزایایی برای بازار سرمایه، شرکت، سرمایه گذاران و نیز سهام داران دارد که صرف نظر از اعمال و یا عدم اعمال حق تقدم توسط سهام داران، موجب ارزشمند بودن آن است. با توجه به همین ارزش است که حق تقدم به حیات خود ادامه می دهد با این تفاوت که سهام داران در مدت محدودی توان اعمال این حق تقدم را داشتند و از آنجایی که سهام داران اقدام به اعمال این حق نکرده اند صرفاً زمان اعمال حق تقدم از طرف آنها منقضی شده است ولی ارزش حق تقدم همچنان پابرجاست و این بار شرکت بنا به اختیار اعطاشده توسط قانون گذار (ماده ۱۷۲ ل.ا.ق.ت) و در جهت منافع شرکت، در مدت محدودی قدرت اعمال حق تقدم را دارد. درواقع هرچند که حق تقدم متعلق به سهام داران است و این سهام داران هستند که توانایی اعمال آن را دارند و مانع تقلیل حقوق مختلف آنها می شود؛ فلذا، به ترتیب مزایای اعمال حق تقدم بررسی خواهد شد (زرعی، ۱۳۹۶: ۱۵۰).

۵- مزایای حق تقدم برای سهام داران

از حق تقدم به عنوان یک مکانیسم کنترلی جهت حفظ حقوق سهام داران یاد می شود چراکه با ورود سرمایه گذاران جدید قدرت رأی گیری در میان صاحبان سهام جدید و قدیم توزیع می شود. فلذا، قدرت سهام داران برای انتخاب ارکان مختلف شرکت کاهش یافته و نمی توانند آن چنان که مایل هستند اهداف مختلف خود را به پیش ببرند (Murray, 2018: 161)؛ بنابراین با توجه به اینکه در حقوق آمریکا طبق بند (الف) ماده ۲۱، ۱۹۶ قانون نمونه مدیران قدرت تصمیم گیری در مورد افزایش سرمایه از طریق صدور سهام جدید را دارند؛ در صورتی که موقعیت خود را در میان سهام داران مستحکم ببینند، به عرضه سهام با حق تقدم اقدام می کنند در غیر این صورت سهام جدید را بدون اعمال چنین حقی صادر می کنند تا با ورود سرمایه گذاران جدید امکان برکناری خود را کاهش دهند (Djankov & et al, 2005: 13) البته باید توجه داشت که از آنجایی که حقوق ایران که تصمیم گیری در خصوص افزایش سرمایه بر عهده مجمع عمومی فوق العاده است این مسئله صادق نیست ولی کاهش قدرت کنترل سهام داران در نتیجه کاهش نسبت سهام، در صورتی که عدم وجود حق تقدم مسلم است موضوعی که به خاصیت ضد تقلیلی حق تقدم برمی گردد و به تفصیل بررسی خواهد شد.

19. 6.21 (a) 'The powers granted in this section to the board of directors may be reserved to the shareholders by the articles of incorporation.'

با توجه به آنچه گفته شد پیروی از مفهوم ارزش اسمی در حقوق آمریکا به موقع صدور سهام جدید الزامی نیست^{۲۰} در صورتی که سهام به قیمتی پایین تر از ارزش اسمی آن صادر شود قیمت بازاری سهام، کاهش می یابد در صورتی که سهامداران حق تقدم نداشته باشند و یا در صورت وجود این حق آن را بفروشند این کاهش قیمت به زیان آن ها خواهد بود، در غیر این صورت با اعمال حق تقدم منافع آن ها در برابر کاهش قیمت سهام تأمین می گردد (ABA, 2008, 197) البته این مسئله در حقوق ایران با توجه به اینکه رعایت ارزش اسمی طبق ماده ۳۲ ل.ا.ق.ت در حقوق ایران الزامی است، صدق نمی کند.

ویژگی دیگر حق تقدم خاصیت ضد تقلیل^{۲۱} آن است که موجب حفظ متناسب حقوق سهام داران می شود، کاهش درصدی حقوق سهامداران با صرف صدور سهام جدید رخ می دهد و بر درصد مالکیت دارایی های سهامداران سابق اثر می گذارد. در این میان بیش از همه حق رأی سهامداران و حق دریافت سود سهامداران و حق دریافت باقی مانده اموال شرکت به موقع انحلال شرکت را تحت تأثیر قرار می گیرد چراکه سهامداران از این حقوق به نسبت درصد مالکیت سهام منتفع می شوند (Woronof & Rosen, 2005: 75).

قاعده نسبیت تخصیص حقوق نامبرده سهامداران را می توان از قوانین دو کشور استنباط کرد. نسبیت حق رأی سهامداران در تبصره ماده ۷۵ ل.ا.ق.ت در خصوص مجمع عمومی مؤسس آمده است که می توان با استفاده از اصل وحدت ملاک در مورد حق رأی در مجامع دیگر نیز آن را صادق دانست (اسکینی، ۱۳۹۳: ص ۹۹). قسمت اول ماده ۷، ۲۱^{۲۲} قانون نمونه شرکت های تجاری آمریکا هر سهم علی الاصول یک حق رأی دارد مگر اینکه در اساسنامه شرکت به غیر این صورت مقرر گردد فلذا هر کسی در شرکت سهام بیشتری داشته باشد از حق رأی بیشتری برخوردار است.

قانون گذار ایرانی در خصوص مبنای تخصیص سود میان سهامداران ساکت است؛ با این حال مبنای تعیین میزان سود سهام میزان ارزش اسمی سهام دانسته شده است (اسکینی، ۱۳۹۳: ص ۹۴) از آنجایی در حقوق ایران ارزش اسمی سهام باید یکسان باشد فلذا دریافت سود بیشتر به داشتن سهام بیشتر بستگی دارد. در حقوق آمریکا نیز طبق ماده ۲۳، ۲۶^{۲۳} قانون نمونه سود سهام به نسبت سهام تخصیص می یابد مگر اینکه اساسنامه به نحو دیگر مقرر کند.

20. see Delaware general business corporation act article 154

21. See also (Grant 2005, 3) (Arega, 2015: 14) (Ventoruzzo, 2013: 517) (P. Padilla, 1977: 246)

22. 7.21 (a) Except as provided in subsections (b) and (d) or unless the articles of incorporation provide otherwise, each outstanding share, regardless of class or series, is entitled to one vote on each matter voted on at a shareholders' meeting. Only shares are entitled to vote.

23. 6.23 (a) Unless the articles of incorporation provide otherwise, shares may be issued pro rata and without consideration to the corporation's shareholders or to the shareholders of one or more...

طبق ماده ۲۲۴ ل.ا.ق.ت دارایی شرکت بعد از انحلال به ترتیب اساسنامه و در صورتی که اساسنامه ساکت باشد به نسبت سهام بین سهامداران تقسیم می شود. در حقوق آمریکا نیز طبق ماده ۲۴۱۴,۰۵ باقی مانده اموال بین سهامداران به نسبت منافی که دارند بین آنها تقسیم می شود. با توجه به اینکه تقسیم اموال باقی مانده شرکت موقع انحلال به نسبت سهام صورت می گیرد هر شخصی که سهام بیشتری دارد مقداری بیشتری از اموال باقی مانده را خواهد برد.

مزیت دیگر حق تقدم که باعث ارزشمند شدن حق تقدم استفاده نشده نیز می شود مربوط به ویژگی قابلیت معامله و درآمدزایی حق تقدم برای سهامداران است (Massa, Vermaelen, Xu, 2013:7)؛ چرا که طبق ماده ۱۶۶ ل.ا.ق.ت حق تقدم حقی قابل انتقال است و این خود امتیازی برای سهامدارانی محسوب می شود که توان مالی جهت پذیره نویسی و خرید سهام جدید ندارند فلذا می توانند از طریق انتقال حق تقدم کسب درآمد کنند و قسمتی از تقلیل درصد مالکیت سهام ناشی از افزایش سرمایه را جبران کنند. فروش حق تقدم استفاده نشده توسط شرکت و تخصیص وجوه حاصله به حساب سهامداران نیز چنین نقشی جهت کسب درآمد سهامداران ایفا می کند.

فایده دیگر قابلیت انتقال حق تقدم این است که به شرکایی که تعداد لازم سهم برای پذیره نویسی سهام جدید شرکت را ندارند امکان می دهد تا حق تقدم خود را به دیگری واگذار کنند و یا تعداد لازم حق تقدم برای پذیره نویسی سهام جدید، اکتیاع کنند (اعظمی، ۱۳۵۳: ۱۹۷)

۷- اسقاط ضمنی حق تقدم

مسئله ای که در فرض ادامه حیات حق تقدم مطرح می شود، این است که آیا عدم اعمال حق تقدم در مدت مقرر از طرف سهامداران را می توان دال بر اسقاط حق تقدم دانست؟ فلذا، صلاحیت شرکت در تحصیل مال برای سهامداران از طریق فروش حق تقدم استفاده نشده را انکار نمود.

در این خصوص برخی از حقوق دانان بنا به تسامح و بر اساس تقسیم بندی حقوق، به حقوق عینی و دینی به جای واژه اسقاط از عبارت اعراض از حق تقدم استفاده کرده اند. به عنوان مثال یکی از اساتید حقوق تجارت در این خصوص بیان کرده است: "در ماده ۱۶۶ ل.ا.ق.ت مقرر شده است "...مهلتی که طی آن سهام داران می توانند حق تقدم مذکور را اعمال کنند، کمتر از ۶۰ روز نخواهد بود. این مهلت از

24. 14.05(a) A corporation that has dissolved continues its corporate existence but the dissolved corporation may not carry on any business except that appropriate to wind up and liquidate its business and affairs, including:4 making distributions of its remaining assets among its shareholders according to their interests;

روزی که برای پذیره نویسی تعیین می گردد شروع می شود." با توجه به آمر بودن این قواعد نمی توان سهامداران را وادار کرد قبل از مواعد مزبور از حق تقدم خود اعراض کنند یا آن را به دیگری منتقل کنند. به عکس مجمع عمومی یا هیئت مدیره مجاز است مدتی بیش از ۶۰ روز را برای اعراض یا انتقال حق تقدم تعیین کنند هر چند در عمل هرگز دیده نشده است که شرکتی برای اعمال حق اعراض مدتی بیش تر از مهلت قانونی مقرر کند" (اسکینی، ۱۳۹۳: ۲۵۷). درحالی که پذیرش این امر، مستلزم عینی دانستن حق تقدم است چراکه واژه اعراض برای حقوق عینی استفاده می شود؛ همچنان که در مقابل واژه ابراء، برای حقوق دینی مورد استفاده قرار می گیرد. "صرف نظر کردن از حق را در مورد حقوق دینی ابراء می گویند و صرف نظر کردن از حق مالکیت اعراض نامیده می شود" (کاتوزیان، ۱۳۹۵: ۳۰۹).

در قانون مدنی ایران اعراض تعریف نشده است و احکامی از آن دیده نمی شود. ولی از مفاد ماده ۱۷۸ ق.م به اجمال می توان فهمید که اعراض سبب قطع مالکیت بین شخص و مال می شود و آن را در زمره اموال مباح قرار می دهد. در این ماده آمده است: "مالی که در دریا غرق شده و مالک از آن اعراض کرده است مال کسی است که آن را بیرون بیاورد" (کاتوزیان، ۱۳۷۷: ۸۶). فلذا، اعراض از ملک صورت می گیرد نه حق؛ این در حالی است که حق تقدم به لحاظ ماهیتی ملک نیست و تمام ویژگی های حق را در خود دارد. درواقع حق تقدم حق مالی است که در صورت اعمال موجب مالکیت سهام می شود.

در خصوص چگونگی، تشریفات و مراحل اسقاط حق تقدم، قانون تجارت ایران ساکت است ولی با توجه به اصل آزادی اراده حق تقدم مانند سایر حقوق سهامداران قابل اسقاط است و سهامداران می توانند از حق خود صرف نظر کرده و آن را ساقط کنند. در خصوص تشریفات اسقاط این حق نیز به نظر می رسد با توجه به اصل رضایی بودن اعمال حقوقی و نیز با توجه به عدم اعلام شرایط و تشریفات خاص از طرف قانون گذار، تشریفات خاصی برای اسقاط حق تقدم وجود ندارد.

اسقاط حق به لحاظ ماهیتی جز اعمال حقوقی است. مشهور فقها اعتقاد دارند که اسقاط از جمله ایقاعات است (شهید اول و ثانی، بی تا: ۱۹۳) درواقع اسباب زوال حق را می توان به دو گروه ارادی و قهری تقسیم کرد همچنان که اعمال حقوقی می تواند حق را از بین ببرد، بسیاری از وقایع حقوقی نیز آن را زایل می سازد (کاتوزیان، ۱۳۹۵: ۳۰۹). در ایقاعات نیز مانند عقد اعلام اراده ممکن است صریح باشد یا ضمنی. قانون مدنی اعلام ضمنی اراده را در بسیاری از موارد پذیرفته است مانند مواد ۴۵۰، ۴۵۱ و ۴۰۳... (کاتوزیان، ۱۳۷۷: ۱۶۵) با توجه به آنچه گفته شد مسئله ای که در اینجا مطرح می شود این است آیا اسقاط حق تقدم نیز به صورت ضمنی ممکن است به این صورت که سهامداران حق تقدم خود را اعمال نشده رها سازند تا موعد ۶۰ روزه مقرر در ماده ۱۶۶ منقضی شود؟ در این خصوص به صورت کلی و

صرف نظر از حق تقدم به صورت عام گفته شده است: "دشواری اثبات اعلام اراده یک طرفی، به ویژه در مواردی که ایقاعات منبع تعهد است، این تمایل را در قانون گذاران به وجود آورده است که وقوع ایقاع را منوط به اعلام اراده صریح با تشریفات خاص سازند و این تمایل در حقوق تجارت آشکارتر دیده می شود" (کاتوزیان، ۱۳۷۷: ۱۶۵). در خصوص حق تقدم نیز به صورت قطعی نمی توان گفت که زوال حق به صورت ارادی صورت گرفته و منتسب به اراده یک طرفه سهامدار است و یا نه زوال حق به صورت قهری در نتیجه گذر زمان و منقضی شدن مدت ۶۰ روزه این حق موقت، صورت پذیرفته است. فلذا به یقین نمی توان عدم استفاده در مدت معین از حقی را که یکی از ویژگی های آن موقت بودن آن است دال بر اسقاط این حق از طرف صاحب آن دانست بلکه می توان گفت که سقوط این حق پس از مدت زمان مشخص، مربوط به ذات موقت این حق است و اسقاط این حق تنها در مدت ۶۰ روز به صورت ارادی و با اعلام اراده صریح از طرف سهامداران ممکن است و گرنه نمی توان صرف عدم استفاده از حقی را در مدت زمان مشخص، دال بر اسقاط آن دانست و نکته آخر اینکه با توجه به آمره بودن قواعد مربوط به حق تقدم نمی توان سهامداران را وادار کرد قبل از موعد مزبور از حق تقدم خود اعراض کنند یا آن را به دیگری منتقل کنند (اسکینی، ۱۳۹۳: ۲۵۷).

در حقوق آمریکا وضع تا حدی متفاوت است بخش دوم از بند ب ماده ۶,۳۰ قانون نمونه شرکت های تجاری آمریکا در این خصوص مقرر می دارد: "سهامداران ممکن است از حق خود صرف نظر کنند. اسقاط حقی که به صورت کتبی مستند شده باشد غیر قابل انکار است حتی در صورتی که عوضی در قبال اسقاط حق خود اخذ نکرده باشد."

با توجه به ماده فوق، سهامداران می توانند قبل از گذشتن موعد مقرر برای اعمال حق تقدم از حق خود صرف نظر کرده و آن را ساقط کنند. فقط در یک فرض این حق اسقاط شده موجب می شود آن ها ادعایی در این زمینه نداشته باشد، در صورتی است که سهامداران به صورت کتبی حق تقدم خود را ساقط کرده باشند. فلذا، از این جهت حقوق آمریکا نسبت به حقوق ایران آزادی اراده بیشتری برای سهامداران قائل شده است و سهامداران علاوه بر اسقاط حق تقدم به صورت لفظی می توانند حق خود را به صورت کتبی نیز ساقط کنند. تنها محدودیتی که برای اسقاط حق تقدم سهامداران به صورت کتبی وجود دارد این است که سهامداران نمی توانند پس از اسقاط خود ادعای حقی کرده و اقامه دعوا کنند در واقع این بند خود راه حلی در مقابل ازدیاد دعاوی ناشی از نقض حق تقدم است چرا که برخی از

ایالات^{۲۵} امکان اقامه دعوا در این خصوص تا چند سال بعد از افزایش سرمایه را مقرر کرده‌اند ولی اگر سهام‌داری از حق تقدم خود به صورت لفظی صرف نظر کرده باشند و سپس ادعای حقی در این باره کند از آنجایی که اثبات ایقاعات لفظی دشوار است (کاتوزیان، ۱۳۹۱: ۴۵۱) و شرکت توان کافی در جهت اثبات مسئله ندارد ممکن است قانون‌گذار آمریکا در جهت کاهش دعاوی مربوط به این زمینه امکان اعمال حق تقدم در محدوده مقرر قانونی را به سهامداران اعطا کرده است. با توجه به بند آخر ماده فوق، سهامداران می‌توانند در قبال اسقاط حق خود از شرکت عوض دریافت کنند و به صورت معوض حق خود را ساقط کنند؛ اسقاط حق تقدم بدین شکل اسقاط معوض حق است. "اسقاط معوض حق، ممکن است به شکل عقد صلح یا شرط ضمن عقد یا عقد و ایقاعی مستقل باشد؛ خواسته طرفین ممکن است عدم استفاده از حق به شکل شرط ترک فعل باشد یا اینکه خواهان سقوط حق باشند" (محب الرحمان، ۱۳۹۱: ۱۹). در این فرض حق تقدم به شرکت منتقل نمی‌شود بلکه ساقط شده و از بین می‌رود چراکه متن این ماده قانونی از اسقاط معوض سخن به میان آورده. در حقوق ایران نیز به نظر می‌رسد در صورتی که سهامداران به صورت آزادانه قصد انصراف از حق خود را داشته باشند می‌توانند در مهلت مقرر این مسئله را به شرکت اطلاع دهند و از حق خود انصراف دهند و از این جهت که شرکت نمی‌تواند سهامداران را وادار به انصراف از حق خود کند، این حق امری خواهد بود ولی از طرف سهامداران با توجه به اینکه هر صاحب حقی اصولاً می‌تواند از حق خود صرف نظر کند این حق جنبه تکمیلی خواهد داشت و می‌توان این امکان را به سهامداران داد که حق خود را ساقط کنند؛ این در حالی است که عده‌ای از آمر بودن قواعد حق تقدم چنین برداشت نموده‌اند که: "... حق تقدم صاحبان سهام قدیم در پذیره‌نویسی سهام جدید در مهلت‌هایی که در آگهی دعوت از سهامداران به منظور پذیره‌نویسی درج شده است، نه قابل اعراض است و نه قابل انتقال" (حسینی، ۱۳۶۲: ۴۱). مگر اینکه که چنین استدلال شود که قانون‌گذار اختیار اسقاط این حق را برای سهامداران شناسایی نکرده و فقط مجمع عمومی می‌تواند این حق را بنا به موارد خاصی که قانون تعیین کرده منتفی کند؛ هر چند این استدلال با اوصاف

25. Georgia Code 14-2-630: (f) No action shall be maintained to enforce any liability for violation of preemptive rights unless brought within three years of the discovery or notice of the violation...and Ohio Revised Cod 1701.15 (B) No action shall be brought upon any cause of action arising under division (A) of this section at any time after two years from the day on which a written notice or other communication is given...and Louisiana Laws Revised Statutes 12:1-630: d no action to enforce a preemptive right of a shareholder shall be brought unless filed in a court of competent jurisdiction and proper venue within one year of the date of the issuance of the share to which the shareholder had the preemptive right, or within one year of the date that the issuance of the share is discovered or should have been discovered. Such an action is preempted three years after the date of the issuance of the share.

اساسی حق تقدم به‌عنوان یک حق، منافات خواهد داشت بدین‌صورت که هر حقی از طرف صاحب حق قابل اسقاط است و شاید این مسئله به‌قدری بدیهی بوده که قانون‌گذار نیازی به بیان حق اسقاط صریح سهامداران ندیده است.

در هر صورت، اگر سهامداران به‌صورت صریح حق تقدمشان را ساقط کنند؛ مسئله‌ای که مطرح می‌شود این است که آیا حق تقدم ساقط‌شده را می‌توان حق تقدم استفاده‌نشده دانست و فروش آن از طرف شرکت را بر اساس ارزش معاملاتی آن حق تقدم استفاده‌نشده توجیه کرد یا نه؛ حق تقدمی که سهامداران به‌طور صریح ساقط می‌کنند از بین رفته و حق تقدم استفاده‌نشده ناشی از آن هم موضوعیت ندارد؟ در این خصوص قوانین ایران و آمریکا ساکت هستند ولی باید حق تقدم‌هایی که سهامداران به‌طور صریح آن را اسقاط کردند را در حکم حق تقدم استفاده‌نشده دانست چرا که شرکت به دلیل نیاز به تأمین سرمایه و افزایش توان مالی خود اقدام به صدور حق تقدم می‌نماید تا سهامداران از طریق اعمال یا فروش حق تقدم خود، سهام جدید را خریداری کنند در صورتی که سهامداران به‌صورت صریح حق خود را ساقط کنند هدف شرکت جهت افزایش سرمایه در بخش ساقط‌شده تأمین نخواهد شد.

با توجه به آنچه گذشت رویکرد حقوقی دو کشور در خصوص حق تقدم استفاده‌نشده متفاوت است بدین‌صورت که در آمریکا حق تقدم استفاده‌نشده علی‌رغم وابستگی تامی که در خصوص تعیین ارزش آن به حق تقدم سهامداران دارد؛ اصولاً حق مالی مجزا از حق تقدم سهامداران است که اختیار استفاده و بهره‌برداری از آن بر عهده شرکت است و این حق به شرکت تعلق دارد. در حالی که در حقوق ایران حق تقدم استفاده‌نشده به سهامداران تعلق دارد و تفاوت اصلی آن با حق تقدم سهامداران این است که اختیار اعمال حق تقدم سهامداران (طبق ماده ۱۶۶ ل.ا.ق.ت) بر عهده خود سهامداران هست ولی پس از منقضی شدن مدت‌زمان معتبر جهت اعمال این حق، اختیار اعمال آن به شرکت انتقال می‌یابد (طبق ماده ۱۷۲ ل.ا.ق.ت). در واقع شرکت در جهت منافع جمعی شرکت و سهامداران، اقدام به فروش حق تقدم‌هایی می‌کند که مدت‌زمان معتبر جهت اعمال آن‌ها منقضی شده و از آن‌ها به حق تقدم استفاده‌نشده تعبیر می‌شود. دلیل چنین تفاوتی را می‌توان در اوصاف و احکام حق تقدم در حقوق دو کشور جستجو کرد؛ به این صورت که در ایران حق تقدم قاعده امری در جهات حفظ حقوق سهامداران است در حالی که در حقوق آمریکا قاعده تکمیلی است.

۸- امری یا تکمیلی بودن حق تقدم

"حق تقدم سهامداران قدیم در پذیرهنویسی سهام جدید که در ماده ۱۶۶ ل.ا.ق.ت مقرر شده است جنبه آمره دارد و نمی‌توان در اساسنامه خلاف آن را پیش‌بینی کرد" (اسکینی، ۱۳۹۳: ۲۵۵). اصل حق تقدم سهامداران جدید به موجب اساسنامه قابل اسقاط نیست" (صقری، ۱۳۹۳: ۶۵۹). بدین معنا که مؤسسان شرکت نمی‌توانند موقع تدوین اساسنامه شرکت چنین حقی را از سهامداران سلب کنند.

برخلاف حقوق ایران در حقوق آمریکا، سهامداران در صورتی حق تقدم خواهند داشت که در اساسنامه این حق برای آن‌ها لحاظ شده باشد. در صورتی که موقع تدوین اساسنامه شرکت چنین حقی برای سهامداران در نظر گرفته نشده باشد آن‌ها به موقع افزایش سرمایه و صدور سهام جدید حق تقدم نخواهند داشت. بند الف ماده ۶,۳۰ قانون نمونه شرکت‌های تجاری آمریکا، در این خصوص مقرر می‌دارد: "سهامداران شرکت برای کسب سهام صادر نشده شرکت حق تقدم ندارند مگر در حیطه اساسنامه شرکت" درواقع این بند از قانون نمونه، قاعده پیش‌فرض را بر این مبنا قرار داده که سهامداران اصولاً حق تقدم ندارند ولی باین حال این مسئله یک قاعده تکمیلی است و مؤسسان شرکت می‌توانند موقع تأسیس شرکت برخلاف این ماده تراضی کرده و حق تقدم را در اساسنامه با شرایط دلخواه خود بگنجانند.

بند ب ماده ۶,۳۰ قانون نمونه در بیان عباراتی که حاکی از درج حق تقدم در اساسنامه شرکت است مقرر می‌دارد: "عبارت درج شده در اساسنامه شرکت عبارت است از: شرکت تصمیم گرفته حق تقدم داشته باشد یا هر عبارت یا نقل قول مشابهی که به معنی اعمال قاعده حق تقدم باشد" درواقع قانون نمونه در جهت تسهیل تدوین اساسنامه برای مؤسسان شرکت، عباراتی را که حاکی از درج حق تقدم در اساسنامه است ذکر می‌کند این در حالی است که این عبارات موضوعیت ندارند و حصری نیستند بلکه هر عبارت مشابهی که به طور صریح حاکی از قصد مؤسسان شرکت برای درج حق تقدم در اساسنامه باشد معتبر است.

قانون جامع شرکت‌های تجاری دلاویر نیز به پیروی از قانون نمونه در قسمت سوم از بند ب ماده ۱۰۲ عبارت مشابهی را مقرر کرده است بدین صورت که "...هیچ کدام از سهامداران حق تقدم در پذیرهنویسی سهام اضافی صادر شده یا حق تقدم نسبت پذیرهنویسی هر نوع اوراق بهادار قابل تبدیل به چنین سهامی ندارند مگر اینکه چنین حقی به طور صریح در اساسنامه شرکت به سهامداران اعطاشده باشد."

نقطه قوتی که نظام حقوقی ایران نسبت به نظام حقوقی آمریکا در این خصوص دارد این است که در قوانین ایران حق تقدم قاعده امری است و اساسنامه نمی‌تواند مشتمل بر سلب حق تقدم باشد ولی در

صورت لزوم و وجود شرایط لازم جهت سلب حق تقدم، مجمع عمومی فوق العاده می تواند بنا به مصالح شرکت این حق را سلب کند (ماده ۱۶۷ و ۱۶۸ ل.ا.ق.ت) ولی در قوانین آمریکا اگر اساسنامه ابتدائاً این حق را برای سهامداران در نظر نگرفته باشد سهامداران در تمام موارد افزایش سرمایه حق تقدم نخواهند داشت مگر اینکه اساسنامه شرکت اصلاح شود که خود مستلزم طی تشریفات و روندی طولانی است که معمولاً به آن روی آورده نمی شود و از این جهت سهامداران در حقوق از حاشیه امنیت بیشتری با توجه به امری بودن حق تقدم در حقوق ایران برخوردار هستند.

دلیل تفاوت مذکور به وجود برخی از مکانیسم های حمایتی خاص از جمله قاعده ۲۰٪، وظایف امانتی سهامداران، محدودیت افزایش سرمایه از طریق انتشار سهام جدید برای هیئت مدیره به میزان مقرر در اساسنامه؛ در حقوق آمریکا برمی گردد که تا حدی تکمیلی بودن حق تقدم را جبران کند (Cahn, 2010: 12). بررسی تفصیلی تمام این موارد در این مقال نمی گنجد با این حال یکی از موارد قاعده ۲۰٪ است؛ درواقع طبق قانون بازار نیویورک^{۲۶} در موارد ذیل صدور ثانویه سهام جدید باید به تصویب و تأیید سهامداران برسد: "۱. جایی که صدور سهام جدید موجب تغییر قدرت کنترل شرکت شود. ۲. جایی که سهام جدید صادره بیش از ۲۰ درصد سهام دارای حق رأی کنونی باشد. اگرچه این مورد در جایی که سهام جدید به صورت نقدی به عموم ارائه شده یا در ارائه های خصوصی سهام به صورت نقدی که قیمت سهام فروخته شده بالاتر از قیمت بازاری یا ارزش اسمی آن باشد اعمال نمی شود."

به طور مشابه نزدیک^{۲۷} هم قواعد مشابهی را مقرر می دارد طبق قواعد این شاخص در موارد ذیل صدور سهام جدید باید به تصویب سهامداران برسد: "۱. جایی که صدور سهام جدید موجب تغییر قدرت کنترل شرکت شود، ۲. ارائه سهامی که بیش از ۲۰ درصد سهام دارای حق رأی کنونی است به بازرسان، مدیران، کارکنان و سهامداران عمده به زیر قیمت بازاری یا اسمی سهام."

۹- نتیجه گیری

26. The New York Stock Exchange: 312.03 Shareholder Approval must be obtained for secondary equity issuances: (A) Where there is a change of corporate control. (B) Where an issuance is greater than 20% of the current shares outstanding (or votes). However, this does not apply where the offering is made to the public for cash or in private offering for cash where the shares are sold at the higher of the current market price or book value.

27. Nasdaq listing rules 5635: (a) The firm must seek shareholder approval where: 1. There is a change of corporate control. 2. Equity issuances for stock or assets of another company are greater than 20% of the outstanding shares (or votes). 3. Secondary offerings, which include sales by corporate officers, directors, employees and major owners, are greater than 20% of the outstanding shares (or votes) are made at a discount to the greater of the current share price or book value, except as a public offering.

حق تقدم ناشی از افزایش سرمایه در شرکت‌های سهامی یکی از حقوق مالی قابل نقل و انتقال سهامداران است که در مدت محدودی توان اعمال آن را دارند. در واقع یکی از ویژگی‌های مهم حق تقدم موقت بودن و محدود به زمان بودن آن است بدین معنی که سهام‌داران فقط در مدت محدودی می‌توانند اقدام به اعمال یا فروش حق خود بنمایند و بعد از این دوره زمانی حق تقدم خود به خود منقضی شده و ساقط می‌گردد. مدت زمان اعمال حق تقدم در حقوق ایران حداقل ۶۰ روز است در حالی که قانون نمونه شرکت‌های تجاری آمریکا تعیین مدت زمان جهت اعمال حق تقدم را بر عهده هیئت مدیره گذاشته است. پس از گذشت مدت زمان‌های مذکور در حقوق دو کشور حق تقدم‌های باقی مانده تحت عنوان حق تقدم استفاده نشده شناخته می‌شوند. در حقوق ایران، شرکت ناشر طبق ماده ۱۷۲ ل.ا.ق.ت و دستورالعمل اجرایی نحوه افزایش سرمایه موظف است اقدام به فروش حق تقدم‌های استفاده نشده بنماید در حالی که حقوق آمریکا اصولاً شرکت، وظیفه‌ای جهت فروش حق تقدم استفاده نشده ندارد ولی حتی در صورتی هم که اقدام به فروش حق تقدم استفاده نشده نمود وجوه حاصله از فروش حق تقدم استفاده نشده به شرکت اختصاص دارد و سهامداران نسبت به آن حقی ندارند. دلیل چنین تفاوت رویکردی به وجود برخی مکانیسم‌های خاص حمایتی از جمله قاعده ۲۰٪ و وظایف امانتی مدیران، محدودیت افزایش سرمایه به میزان مقرر در اساسنامه در حقوق آمریکا برمی‌گردد. در خصوص ماهیت حق تقدم استفاده نشده در حقوق آمریکا، حق تقدم اختصاصی به سهام‌داران پس از مدت ۶۰ روزه از بین می‌رود ولی منشأ به وجود آمدن این حق یعنی افزایش سرمایه شرکت هنوز موجود است و این منشأ موجب به وجود آمدن حق مالی جدیدی تحت عنوان حق تقدم استفاده نشده برای شرکت می‌شود که در بازار سرمایه مورد معامله قرار می‌گیرد و میان مردم ارزش مالی دارد؛ شرکت توان اعمال و فروش این حق را دارد ولی در حقوق ایران حق تقدم سهام‌داران پس از مدت ۶۰ روزه مقرر قانونی از بین نمی‌رود و با توجه به اینکه در بازار سرمایه مورد معامله قرار می‌گیرد و موجب درآمدزایی برای سهامداران و کاهش عوارض تقلیلی ناشی از افزایش سرمایه می‌شود ارزش مالی دارد، همچنان به حیات خود ادامه می‌دهد و در میان سرمایه‌گذاران ارزش دارد چرا که با خرید حق تقدم می‌توانند سهام شرکت را به دست آورند علاوه بر این حق تقدم به خودی خود مزایایی برای بازار سرمایه، شرکت، سرمایه‌گذاران و نیز سهام‌داران دارد که صرف نظر از اعمال و یا عدم اعمال حق تقدم توسط سهام‌داران موجب ارزشمند بودن آن است. با توجه به همین ارزش، حق تقدم به حیات خود ادامه می‌دهد با این تفاوت که سهامداران در مدت محدودی توان اعمال این حق را داشتند و چون اقدام به اعمال این حق نکرده‌اند صرفاً زمان اعمال حق تقدم از طرف آن‌ها منقضی شده است ولی ارزش حق تقدم همچنان پابرجاست و این بار شرکت در

مدت محدودی طبق قانون (ماده ۱۷۲ ل.ا.ق.ت) قدرت اعمال حق تقدم را دارد. منشأ این تفاوت رویکرد را باید در وجود مکانیسم‌های حمایتی خاص در آمریکا جستجو کرد و اینکه منشأ ایجاد حق تقدم استفاده‌نشده یعنی حق تقدم در خرید سهام در حقوق آمریکا یک قاعده تکمیلی است و شرکت در زمینه تعیین شرایط آن قدرت زیادی دارد در حالی که در حقوق ایران حق تقدم قاعده امری در جهت حفظ حقوق سهامداران است، به نظر می‌رسد این ویژگی حق تقدم بر حق تقدم استفاده‌نشده نیز سرایت می‌کند. در حقوق آمریکا سهامداران می‌توانند برخلاف اراده قانون‌گذار در اساسنامه، حق تقدم را سلب کنند و به همین جهت است که عواید حاصل از حق تقدم استفاده‌نشده متعلق به شرکت است نه سهامداران؛ درواقع در حقوق آمریکا باید عدم اعمال حق تقدم در مدت معین را دال بر اسقاط ضمنی آن دانست، برخلاف حقوق ایران که لازم است سهامداران صراحتاً حق خود را ساقط کنند.

منابع و مأخذ

۱. آیین نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت ۱۳۷۷/۵/۱۸
۲. اسکینی، ربیعا، ۱۳۹۳، حقوق شرکت های تجاری، تهران، سمت
۳. امامی، حسن، ۱۳۷۱، حقوق مدنی، تهران، انتشارات کتاب فروشی اسلامیه
۴. اعظمی، غلامعلی، ۱۳۵۳، سهم در شرکت های سهامی، رساله ای دکتری، تهران، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه تهران
۵. انصاری، فریده، ۱۳۹۵، نظام حقوقی حق تقدم خرید سهام در ایران، پایان نامه کارشناسی ارشد، شهرکرد، دانشگاه شهرکرد
۶. حسینی، فاطمه السادات، ۱۳۶۲، تغییرات سرمایه در شرکت های تجاری با مطالعه تطبیقی، تهران، دانشگاه تربیت مدرس
۷. خانی، محمد، ۱۳۹۲ "حق تقدم در پذیره نویسی سهام جدید شرکت های سهامی"، وکیل مدافع، شماره ۸، تهران
۸. دستورالعمل مراحل زمانی افزایش سرمایه مصوب هیئت مدیره سازمان بورس اوراق بهادار تهران ۹۵/۰۷/۱۷
۹. دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران مصوب هیئت مدیره سازمان بورس اوراق بهادار تهران ۱۳۸۹/۹/۱۳
۱۰. زرعی، حمیده، ۱۳۹۶، ماهیت و احکام حق تقدم با مطالعه تطبیقی در حقوق آمریکا، تهران، دانشگاه خوارزمی تهران
۱۱. صقری، منصور، ۱۳۹۳، حقوق بازرگانی شرکت ها، تهران، شرکت سهامی انتشار
۱۲. قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت ۱۳۷۶/۶/۳۰
۱۳. کاتوزیان، ناصر، ۱۳۹۱، اعمال حقوقی، تهران، شرکت سهامی انتشار
۱۴. کاتوزیان، ناصر، ۱۳۷۷، فلسفه حقوق، تهران، شرکت سهامی انتشار
۱۵. کاتوزیان، ناصر، ۱۳۹۵، مقدمه علم حقوق، تهران، شرکت سهامی انتشار

۱۶. لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت مصوب ۱۳۴۷/۱۲/۲۴ کمیسیون خاص مشترک مجلسین

۱۷. محب الرحمان، محمدعلی، ۱۳۹۱، اسقاط معوض حقوق در فقه و حقوق، مشهد، دانشگاه فردوسی مشهد

18. Arega, Lemlem Fekadu, 2015, Preemptive Rights and Anti-dilution Rules, Budapest, Central European University
19. ABA, 2008, model business corporation act annotated, Chicago, American bar foundation
20. Arkansas Code, 2010
21. Cahn, Andreas & Donald, David C, 2010, Comparative Company Law, London, Cambridge University press
22. Code of American federal regulations, 2007
23. Delaware General Corporation Act, 2017
24. Djankov, Simeon, La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei, 2008, "The Law and Economics of Self-Dealing", Journal of Financial Economics, vol 88 Washington
25. Grant, Jeremy, 2005, A Survey of Preemption Rights in Theory And Practice, Russia, EU/TACIS Russia Corporate Governance Facility,
26. Georgia Code, 2010
27. Holderness, Clifford & Pontiff, Jeffrey, 2015 Shareholder nonparticipation in valuable rights offerings: New findings for an old puzzle, Boston, Boston College
28. <https://casetext.com/case/wood-v-dummer>
29. <https://www.courtlistener.com/opinion/93026/handley-v>
30. Kerbib, Hugo, 2017, comparative corporate law: the US corporation and the French SA, Paris, Dauphine university
31. Kentucky Revised Statutes, 2014
32. Louisiana Revised Statutes, 2014
33. M. Murray, Jerry, 2018, "elimination of preemptive rights in Wyoming corporation", Wyoming law journal, vol 13, Wyoming
34. Manning, Byless & Hanks, Jr, James, 1990, "Legal Capital", Foundation Press, vol 5, Washington, D.C,
35. Massa, Massimo, Vermaelen, Theo, Xu, Moqi, 2013. Rights offerings, trading, and regulation A global perspective, London, London School of Economics & Political Science
36. Model Business Corporation Act, 2005
37. New York Business Corporation Act, 2006
38. New York Stock Exchange rules 2006

39. New Mexico Statutes, 2013
40. Nasdaq listing rules 2017
41. New Mexico Statutes, 2013
42. Ohio Revised Cod, 2011
43. P. Padalia, Regina, 1977 "Qualifications to The Rule on The Preemptive Right of shareholders", Philippine Law Journal, Vol 52,
44. R. Macey, Jonathan, 1993 "Corporate Law and Corporate Governance: A Contractual Perspective", Yale Law School journal, Yale
45. Ventoruzzo, Marco, 2013 "Issuing New Shares and Preemptive Rights: A Comparative Analysis", Richmond Journal of Gloable Law & Business, Vol 12, Richmond
46. Woronoff, Michael A, Rosen, Jonathan A, 2005 "Understanding Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities", Fordham Law Review, Vol 74, New York

The Legal Nature of Unused Preemptive Rights with Comparative Study in American law

Seyed Morteza Shahidi ^{۲۸}

Hamideh Zaree^{۲۹}

Abstract:

The pre-emptive right due to the increase of capital is a transferable financial entitlement that expires after a certain period of time and recognized as an unused pre-emptive. Iranian and American Legislators and lawyers are silent about the nature of the unused pre-emptive rights, but with the comparative study of this rights in two countries, in American law, unused right is independent of the shareholders pre-emptive rights, so that with the abolition of the shareholders' preemptive right, capital raising as the source of this right remains intact. And this is the root of the unexercised right which belongs to the company as a whole not to the shareholders, while in Iran with the expiry of a certain period of time pre-emptive rights due to its customary value continues to its existence as an unexercised pre-emptive rights, so that shareholders capacity to exercise pre-emptive rights subjected to certain time and with expires of that time and capacity to have the rights remains intact and capacity to exercise the rights transfer to the company on the behalf of shareholders.

Keywords: Unused Pre-emptive Rights, Share, pre-emptive rights, Stock Market, Comparative Study, Capital Raising, Shareholder

Jelclassification: K22

28 . Assistant Professor, Faculty of Law and Political Science, Kharazmi University of Tehran

29. Graduate student of private law, Faculty of Law and Political Science, Kharazmi University of Tehran