

بہ نام خدا



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

گذاری بر سهام ممتاز و رده های کوناگون سهام عادی

تہیہ کنندہ:
میشم حامدی

کد گزارش: ۹۵-۰۱-۲۰۱۶

تاریخ: اردیبهشت ۹۵

گذاری بر سهام ممتاز و رده های گوناگون سهام عادی

چکیده

تأمین مالی شرکتی در کشورهای مختلف، با ابزارها و روش های گوناگونی امکانپذیر است. در کنار استفاده از ابزار بدهی، شرکت ها از ابزارهای دیگری نیز استفاده می کنند که یا به عنوان روش های تأمین مالی مزین مطرح می شوند یا در بخش حقوق صاحبان سهام شرکت می نشینند. سهام ممتاز یکی از روش های تأمین مالی مزین و رده های مختلف سهام عادی به عنوان یکی از ابزارهای سرمایه ای محسوب می شوند.

سهام ممتاز از ابزارهای مغفول مانده در بازار سرمایه کشور محسوب می شود و تاکنون رده های مختلف سهام عادی نیز مورد بررسی قرار نگرفته است. این موضوع علی رغم باز لودن دست ناشر از سوی قانون تجارت برای انتشار هرگونه سهام (ممتاز و عادی) است. در این گزارش ابتدا به سهام ممتاز و انواع آن پرداخته شده، نمونه ای عملی از جایگاه سهام ممتاز در شرکت جنرال موتورز ذکر شده، رده های مختلف سهام عادی را مورد بررسی قرار داده و نمونه هایی در کشورهای آمریکا، ژاپن و هنگ کنگ ذکر کرده، انواع سهام در چین را به عنوان یک نمونه خاص بررسی نموده و در انتها باتوجه به فضای قانونی بازار سرمایه کشور، مطالب را جمع بندی نموده است.

کلمات کلیدی: سهام ممتاز، سهام عادی، تأمین مالی مزین، ساختار سهام دوگانه.

مقدمه

قوانین تجارت و همچنین قوانین مربوط به بازار سرمایه کشورهای مختلف، روش‌های گوناگونی را برای تأمین مالی شرکت‌ها پیش‌بینی نموده‌اند. انتشار اوراق بدهی و اوراق سرمایه‌ای که در بخش حقوق صاحبان سهام ترازنامه قرار می‌گیرند، اسلوب کلی تأمین مالی شرکتی را شکل می‌دهند. در این میان روش‌های ترکیبی دیگری نیز وجود دارند که می‌توانند با کم یا زیاد کردن خصوصیتی از اوراق بدهی یا سرمایه‌ای، نقشی متفاوت گرفته و روش جدیدی را ایجاد کنند که به آن تأمین مالی میانی یا مزین¹ اطلاق می‌شود.

اگرچه تأمین مالی از طریق وام (بدهی) و همچنین اوراق بدهی (اوراق قرضه و ...) جایگاه مهمی در ترازنامه و فعالیت‌های شرکت به خود اختصاص می‌دهد اما «چه ناشناخته‌تر است و این گزارش نیز بدان خواهد پرداخت، بخش حقوق صاحبان سهام و انتشار اوراق سرمایه‌ای است. اغلب شرکت‌ها فقط یک رده سهم، یعنی سهام عادی، منتشر می‌کنند اما آنچه که به‌صورت فزاینده‌ای در حال رواج یافتن است (حتی برای شرکت‌های خصوصی بسیار کوچک)، انتشار انواع مختلف سهم در رده‌های گوناگون است. انتشار رده‌های مختلف سهام به دلایل مختلفی رخ می‌دهد از جمله تفاوت قائل شدن برای پرداخت سود سهام میان سهامداران، اعطای حق رأی مازاد یا سلب حق رأی ذاتی سهم، اعطای سهم به کارمندان یا اعضای خانواده و انواع مختلف سهامی که شرکت قصد انتشار یا بهره‌برداری از آنها را دارد باید در اساسنامه شرکت ذکر کند. در صورتی که شرکتی صرفاً یک نوع سهم داشته باشد، این سهم، سهام عادی است که حقوق یکسانی را برای تمام سهامداران مد نظر قرار می‌دهد. در این حالت، مدیران یا صاحبان شرکت، به دلیل از دست دادن مدیریت و کنترل خود بر شرکت، یا تمایل ندارند شرکت را در بورس اوراق بهادار پذیرش کنند (به دلیل تعداد سهامداران زیاد و از دست دادن کنترل خود بر شرکت) یا سهام شناور آزاد خود را در حدی نگه می‌دارند که بتوانند همچنان بر روی شرکت کنترل داشته باشند. این در حالی است که در اغلب کشورها، با مجزا کردن مالکیت از کنترل، علی‌رغم واگذاری مالکیت، امکان کنترل را به مدیران یا صاحبان شرکت اعطا می‌کنند.

در این گزارش سهام ممتاز، رده‌های مختلف سهام عادی، ویژگی‌های هر یک و نمونه‌های منتشر شده مورد بررسی قرار گرفته است. علاوه بر این، رده‌های مختلف انتشار سهام در کشور چین، به‌عنوان کشوری که شرکت‌ها با رده‌های گوناگونی در بورس اوراق بهادار پذیرش شده‌اند، پرداخته شده است.

¹ Mezzanine Financing

سهام ممتاز

سهام ممتاز^۱ نوعی مالکیت در شرکت است که نسبت به سهامداران عادی از جایگاهی برتر و نسبت به بستانکاران، در جایگاه پایین‌تری قرار می‌گیرد. اصطلاح سهام ممتاز از منظر دانش مالی و حسابداری، نقش‌های مختلفی می‌پذیرد. شرکت می‌تواند چندین سری سهام ممتاز با ویژگی‌های مختلف بر روی سودهای تقسیمی یا دارایی‌های شرکت در زمان تصفیه، منتشر کند. براساس ویژگی‌های سهام ممتاز، از منظر ثبت حسابداری، می‌توان آن را ۱- کاملاً در بخش حقوق صاحبان سهام، ۲- کاملاً بدهی، یا ۳- ترکیبی از حقوق صاحبان سهام و بدهی، مد نظر قرار داد.

جدول ۱ برخی از خصوصیات اصلی سهام ممتاز را بر شمرده است:

جدول ۱- برخی از خصوصیات سهام ممتاز

اولویت در انحلال یا تصفیه شرکت	دارندگان سهام ممتاز نسبت به دارندگان سهام عادی در تصفیه دارایی‌های شرکت اولویت دارند اما در مقایسه با دارندگان اوراق بدهی (مانند اوراق قرضه) و دیگر بستانکاران مادون محسوب می‌شوند.
سود سهام یا سود تقسیمی	عموماً دارندگان سهام ممتاز سود سهام را پیش از دارندگان سهام عادی دریافت می‌کنند. معمولاً این سود سهم، مقدار ثابتی است و می‌تواند تجمعی یا غیر تجمعی ^۲ باشد. حق دریافت سود اضافه، هنگام پرداخت سود سهام به دارندگان سهام عادی، را می‌توان به دارندگان سهام ممتاز اعطا نمود (که به اینگونه سهام، سهام ممتاز مشارکتی ^۳ اطلاق می‌شود).
حق رأی	سهام ممتاز می‌تواند دارای حق رأی یا بدون حق رأی باشد (اگرچه اغلب بدون حق رأی است). برخی از سهام ممتاز برای رخدادهای ویژه (مانند تصاحب مالکیت شرکت، انتشار سهام جدید) دارای حق رأیند.
مدت یا دوره مالکیت	سهام ممتاز می‌تواند مانند سهام عادی مالکیت دائمی به سرمایه‌گذار اعطا کند، به صورت الزامی در تاریخ خاصی قابل بازخريد ^۴ باشد، یا به صورت مشروط قابل بازخريد ^۵ باشد.
اختیار فروش قابل اعمال توسط دارنده سهام ممتاز	سهام ممتاز براساس اختیار سهامدار، پس از دوره خاصی (به عنوان مثال ۵ سال) یا در صورت بروز رخدادی (مانند تغییر در کنترل) قابل فروش است (یعنی سرمایه‌گذار می‌تواند ناشر را ملزم کند تا سهام را به قیمت معینی بازخريد کند).
اختیار خرید قابل اعمال توسط شرکت	سهام ممتاز می‌تواند براساس اختیاری که روی سهم به ناشر اعطا می‌شود، پس از دوره خاصی یا در صورت بروز رخدادی (مانند تغییر در رتبه‌بندی اعتباری یا تغییر در مالیات یا برخورداری قانونی یا نظارتی)، قابل خرید باشد.

¹ Preferred stock

² Cumulative or Noncumulative

³ Participating Preferred Stock

⁴ Mandatorily Redeemable

⁵ Contingently Redeemable

علاوه بر این، سهام ممتاز ویژگی‌هایی نظیر تبادلی پذیری (تبادل سهام ممتاز با بدهی) و قابلیت تبدیل (تبدیل سهام ممتاز به سهام عادی) را نیز دارد که معمولاً چنین ویژگی‌هایی در اساسنامه شرکت باید ذکر شده و در هنگام انتشار، چنین قابلیت‌هایی به سرمایه‌گذار اعطا گردد.

همانطور که در بالا اشاره شد، سهام ممتاز می‌تواند به صورت الزامی بازخرید شود، به صورت مشروط بازخرید شود یا بازخرید نشود (یعنی مادام‌العمر باشد). در حالت بازخرید الزامی، سهام ممتاز براساس استانداردهای بین‌المللی حسابداری، بدهی محسوب شده درحالی که در دو حالت دیگر، سهام ممتاز به عنوان حقوق صاحبان سهام شناسایی می‌شود. به این حالت‌های مختلف سهام ممتاز، رده یا کلاس سهام ممتاز نیز اطلاق می‌شود به طوری که در ترازنامه شرکت‌ها، سهام ممتاز رده A، B و C قابل مشاهده است.

شرکت‌ها به مقاصد متعددی از سهام ممتاز بهره می‌برند. از جمله مهمترین کاربردها می‌توان موارد زیر را ذکر کرد:

- **اعطای سهام به کارمندان شرکت:** برخی از شرکت‌ها برای اینکه کارمندان خود را سهیم در منافع شرکت کنند، سهام ممتاز به ایشان اعطا می‌کنند که دارای حق رأی نیست اما سود سهم دریافت می‌کند. این مورد، جهت منفعت بردن کارمندان از سود شرکت (در کنار دیگر سهامداران) و جبران خدمات ایشان منتشر می‌گردد؛
- **ادغام و تصاحب:** در دهه‌های ۱۹۶۰ و ۱۹۷۰، یکی از بارزترین روش‌ها برای تأمین مالی ادغام یا تصاحب شرکت، و به منظور از دست ندادن مزیت کنترل شرکت، مدیران اقدام به انتشار سهام ممتاز می‌نمودند.
- **کاهش نسبت بدهی:** به منظور کاهش بدهی‌ها و افزایش در نسبت اهرمی بدهی به حقوق صاحبان سهام، برخی از شرکت‌هایی که تمایلی به انتشار سهام عادی نیستند، اقدام به انتشار سهام ممتاز می‌کنند؛
- **شرکت‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر و شرکت‌های سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی:** یکی از مهمترین کارکردهای سهام ممتاز، خرید این نوع سهام از سوی شرکت‌های مخاطره‌پذیر (VCs) و همچنین شرکت‌های سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی است. در ایالات متحده، VCهایی که در شرکت‌های تازه راه‌اندازی شده سرمایه‌گذاری می‌کنند، تقریباً در تمام موارد، سهام ممتاز تبدیل‌پذیر همراه با اولویت در تصفیه شرکت، دریافت می‌کنند. این سهام ممتاز قابلیت تبدیل شدن به سهام عادی شرکت را دارد. در هر مرحله از رشد شرکت، VC سهام ممتاز بیشتری دریافت می‌کند به طوری که قسمتی از این سهام علاوه بر منافع اقتصادی، حق رأی داشته و موجب می‌گردد شرکت مخاطره‌پذیر، نقش فعال‌تری در کنترل شرکت داشته باشد. در تحقیقی که در سال ۲۰۱۴ صورت گرفته است نشان می‌دهد که تا مرحله پایانی سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر، پیش از عرضه عمومی اولیه، دارندگان سهام ممتاز (VCها) اکثریت هیئت مدیره را کنترل می‌نمایند. با استفاده از مزیت سهام ممتاز، شرکت‌های مخاطره‌پذیر، نقش فعالی در اداره و کنترل شرکت‌هایی که در پرتفوی خود قرارداده‌اند ایفا می‌کنند؛ نقشی که بستانکاران و دارندگان اوراق قرضه نمی‌توانند ایفا نمایند.

قوانین و مقررات کشورهای مختلف، معمولاً اجازه انتشار سهام ممتاز در کنار سهام عادی را به شرکت‌ها می‌دهد. در این میان برخی از کشورها یا محدودیت‌هایی را برای انتشار سهام ممتاز وضع نموده‌اند یا برخی از محدودیت‌ها را برداشته و در انتشار آن سهولت ایجاد کرده‌اند. به عنوان مثال، در روسیه، بیش از ۲۵ درصد از سرمایه شرکت نمی‌تواند به صورت سهام ممتاز باشد یا در برزیل علاوه

بر محدودیت ۵۰ درصدی در سرمایه شرکت، دارنده سهام ممتاز یک حق رأی کمتر از دارنده سهام عادی در اختیار دارد. اما در ایالات متحده، تصمیم هیئت مدیره شرکت خصوصی مبنی بر عرضه ثبت نشده سهام ممتاز از طریق عرضه خصوصی ذیل مقرر ۵۰۶ دستورالعمل D قانون اوراق بهادار مصوب سال ۱۹۳۳، امکانپذیر است. براین اساس، شرکت قادر است بدون ارائه درخواست و ثبت نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) آمریکا، اقدام به انتشار خصوصی سهام ممتاز نماید. جدول ۲ و ۳، به عنوان نمونه، براساس گزارش حسابرسی شده سال ۲۰۱۵ شرکت جنرال موتور (GM)، سهام ممتاز منتشر شده در این شرکت و همچنین صورت حقوق صاحبان سهام آن را از سال ۲۰۱۱ تا ۲۰۱۵ نشان می دهند.

جدول ۲- صورت تلفیقی حقوق صاحبان سهام شرکت جنرال موتور و شعب

	Common Stockholders'							
	Series A Preferred Stock	Series B Preferred Stock	Common Stock	Additional Paid-in Capital	Retained Earnings	Accumulated Other Comprehensive Loss	Noncontrolling Interests	Total Equity
Balance January 1, 2013	\$ 5,536	\$ 4,855	\$ 14	\$ 23,834	\$ 10,057	\$ (8,052)	\$ 756	\$ 37,000
Net income	—	—	—	—	5,346	—	(15)	5,331
Other comprehensive income	—	—	—	—	—	4,939	(18)	4,921
Purchase and cancellation of Series A Preferred Stock	(2,427)	—	—	—	—	—	—	(2,427)
Exercise of common stock warrants	—	—	—	3	—	—	—	3
Stock based compensation	—	—	—	75	—	—	—	75
Mandatory conversion of Series B Preferred Stock into common stock	—	(4,855)	1	4,854	—	—	—	—
Cash dividends paid on Series A Preferred Stock, charge related to purchase of Series A Preferred Stock and dividends on Series B Preferred Stock	—	—	—	—	(1,587)	—	—	(1,587)
Dividends declared or paid to noncontrolling interests	—	—	—	—	—	—	(82)	(82)
Other	—	—	—	14	—	—	(74)	(60)
Balance December 31, 2013	3,109	\$ —	15	28,780	13,816	(3,113)	567	43,174
Net income	—	—	—	—	3,949	—	69	4,018
Other comprehensive loss	—	—	—	—	—	(4,960)	(23)	(4,983)
Redemption and cancellation of Series A Preferred Stock	(3,109)	—	—	—	—	—	—	(3,109)
Purchase of common stock	—	—	—	(85)	(83)	—	—	(168)
Exercise of common stock warrants	—	—	1	38	—	—	—	39
Stock based compensation	—	—	—	206	(17)	—	—	189
Cash dividends paid on Series A Preferred Stock and charge related to redemption of Series A Preferred Stock	—	—	—	—	(1,160)	—	—	(1,160)
Cash dividends paid on common stock	—	—	—	—	(1,928)	—	—	(1,928)
Dividends declared or paid to noncontrolling interests	—	—	—	—	—	—	(73)	(73)
Other	—	—	—	(2)	—	—	27	25
Balance December 31, 2014	\$ —	—	16	28,937	14,577	(8,073)	567	36,024
Net income	—	—	—	—	9,687	—	(72)	9,615
Other comprehensive income	—	—	—	—	—	37	19	56
Purchase of common stock	—	—	(1)	(1,745)	(1,774)	—	—	(3,520)
Exercise of common stock warrants	—	—	—	46	—	—	—	46
Stock based compensation	—	—	—	369	(31)	—	—	338
Cash dividends paid on common stock	—	—	—	—	(2,174)	—	—	(2,174)
Dividends declared or paid to noncontrolling interests	—	—	—	—	—	—	(75)	(75)
Other	—	—	—	—	—	—	13	13
Balance December 31, 2015	—	—	\$ 15	\$ 27,607	\$ 20,285	\$ (8,036)	\$ 452	\$ 40,323

جدول ۳- گزیده‌ای از داده‌های صورت سود و زیان و ترازنامه شرکت جنرال موتورز

	At and for the Years Ended December 31,				
	2015	2014	2013	2012	2011
Income Statement Data:					
Total net sales and revenue	\$ 152,356	\$ 155,929	\$ 155,427	\$ 152,256	\$ 150,276
Net income(a)	\$ 9,615	\$ 4,018	\$ 5,331	\$ 6,136	\$ 9,287
Net income attributable to stockholders	\$ 9,687	\$ 3,949	\$ 5,346	\$ 6,188	\$ 9,190
Net income attributable to common stockholders(b)	\$ 9,687	\$ 2,804	\$ 3,770	\$ 4,859	\$ 7,585
Basic earnings per common share(a)(b)(c)	\$ 6.11	\$ 1.75	\$ 2.71	\$ 3.10	\$ 4.94
Diluted earnings per common share(a)(b)(c)	\$ 5.91	\$ 1.65	\$ 2.38	\$ 2.92	\$ 4.58
Dividends declared per common share	\$ 1.38	\$ 1.20	\$ —	\$ —	\$ —
Balance Sheet Data:					
Total assets(d)	\$ 194,520	\$ 177,501	\$ 166,231	\$ 149,422	\$ 144,603
Automotive notes and loans payable	\$ 8,765	\$ 9,350	\$ 7,098	\$ 5,172	\$ 5,295
GM Financial notes and loans payable(d)	\$ 54,346	\$ 37,315	\$ 28,972	\$ 10,878	\$ 8,538
Series A Preferred Stock(b)		\$ —	\$ 3,109	\$ 5,536	\$ 5,536
Series B Preferred Stock(e)			\$ —	\$ 4,855	\$ 4,855
Total equity	\$ 40,323	\$ 36,024	\$ 43,174	\$ 37,000	\$ 38,991

همانطور که در جدول ۳ مشخص است، شرکت جنرال موتورز دو نوع سهام ممتاز در اختیار داشته است. سهام ممتاز سری A و سهام ممتاز سری B. براساس توضیحات شرکت در زیرنویس ترازنامه شرکت در دسامبر سال ۲۰۱۴، تمام سهام ممتاز سری A باقی مانده خود را به ارزش ۳.۹ میلیارد دلار بازخرید نموده است که این مبلغ، درآمد خالص قابل تخصیص به سهامداران عادی را به ۰.۸ میلیارد دلار کاهش داده است. علاوه بر این، در دسامبر سال ۲۰۱۳، تمام سهام ممتاز سری B به‌طور خودکار به ۱۳۷ میلیون سهم عادی تبدیل شده‌اند.

رده‌های مختلف سهام عادی

شناخته شده‌ترین بخش از حقوق صاحبان سهام ترازنامه، سهام عادی^۱ است. در کنار گونه‌های متعدد سهام که عناوین مختلفی به خود می‌گیرند، سهام عادی نیز در بسیاری از کشورها، قابل انتشار در رده‌ها یا کلاس‌های مختلف است. بسیاری از کشورها در مقابل درخواست انتشار رده‌های متفاوت سهام عادی از سوی شرکت‌ها، موضعی سلبی اتخاذ نموده‌اند اما بسیاری دیگر، این روش مورد درخواست بسیاری از ناشران را پذیرفته و در حال حاضر بسیاری از شرکت‌های پذیرش شده در بورس، چندین نوع سهم پذیرش شده، با ویژگی‌های مختلف دارند. به این شیوه انتشار، سیستم انتشار دوگانه سهام^۲ اطلاق گردیده است.

نکته ابتدایی و قابل توجه اینکه، به هیچ عنوان رده‌های مختلف سهام عادی نباید با سهام ممتاز اشتباه گرفته شوند؛ این دو، مفاهیمی متفاوتی هستند. شرکت می‌تواند تصمیم بگیرد تا رده‌های مختلفی از سهم برای سرمایه‌گذاران خاص، اعضای هیئت مدیره یا صاحبان شرکت منتشر کند. معمولاً شرکت‌هایی که چنین تصمیمی می‌گیرند، دو رده سهم منتشر می‌کنند که با سهام نوع A و سهام نوع B نشان داده می‌شوند. ویژگی عمومی سهام عادی این است که هر یک سهم دارای یک حق رأی است اما ویژگی گنجانده شده در یکی از رده‌های سهم، تفاوت در حق رأی بیشتر است. براین اساس، ناشر تلاش می‌کند تا بین مالکیت و کنترل شرکت تفکیک قائل شود. به‌عنوان مثال شرکتی خصوصی که قصد پذیرش در بورس و عرضه عمومی دارد معمولاً تعداد زیادی سهام عادی منتشر خواهد

¹ Ordinary Shares or Stocks

² Dual- Class Structure

کرد اما در برخی مواقع، شرکت برای صاحبان، مدیران اجرایی یا دیگر ذینفعان بزرگ، رده متفاوتی از سهام در نظر می‌گیرد که به ازای هر رده سهم، چندین حق رأی دارد. به این نوع حق رأی، «حق رأی فوق‌العاده یا ممتاز»^۱ اطلاق می‌گردد. به‌طور معمول، حق رأی ممتاز، ۱۰ حق رأی بیشتر از دیگر رده سهام عادی دارد. باور اصلی در اعطای حق رأی بیشتر به برخی از سرمایه‌گذاران بر این است که حق رأی، قراردادی خصوصی بین شرکت و انواع مختلف سرمایه‌گذاران است.

در ایالات متحده، پس از بحث‌های سخت و دشوار در دهه ۱۹۸۰، بورس‌های سهام به شرکت‌ها اجازه دادند تا ساختار سهم دوگانه را در عرضه‌های عمومی اولیه (IPOs) به کار گیرند. شرکت‌هایی که ساختار سهام دوگانه دارند، سهام عادی با حق رأی کمتر را در عرضه عمومی به سرمایه‌گذاران عمومی عرضه می‌کنند در حالی که بنیانگذاران شرکت یا سرمایه‌گذاران اولیه آن، سهام عادی با حق رأی ممتاز را نزد خویش نگه می‌دارند. شرکت گوگل در سال ۲۰۰۴ این ساختار عرضه عمومی را برگزید و متعاقب آن شرکت‌های بسیار دیگری، نظیر فیس بوک، لینکد-این^۲، و زینگا^۳، از این ساختار برای عرضه عمومی اولیه بهره جستند. این اقدام شرکت گوگل موجب شد تا برگزیدن ساختار سهام دوگانه، به اثر گوگل^۴ مشهور شود.

مالکان شرکت گوگل، لری پیگ و سرگی برین^۵، جهت از دست ندادن کنترل خود بر شرکت، اقدام به انتشار دو نوع سهم A و B نمودند که سهم نوع B ۱۰ برابر بیشتر حق رأی دارد. این دو نفر با در اختیار داشتن فقط ۱۶ درصد از کل سهام عادی موجود شرکت، ۶۱ درصد از حق رأی آن را در اختیار دارند. در سال ۲۰۱۴، مجمع عمومی سهامداران شرکت گوگل، انتشار رده جدیدی از سهام را مصوب نمود (رده C) که هیچگونه حق رأیی ندارد. در حال حاضر، نماد سهام نوع A شرکت گوگل در نزدک به‌صورت GOOGL و نماد سهام رده C این شرکت به‌صورت GOOG معامله می‌شود.

ساختار سهام دوگانه همواره موضوعی بحث برانگیز بوده است. سرمایه‌گذاران حقوقی معمولاً این ساختار را از آن جهت که جایگزینی مدیران را یا اجبار به تغییر در کنترل معاملات شرکت را غیرممکن می‌سازد، به نقد می‌کشند. مجوز بر وجود چنین ساختاری در بازار سرمایه بسیاری از کشورها، تصمیم دشواری بوده است. از آن جمله می‌توان به بورس توکیو و همچنین بورس هنگ کنگ اشاره کرد که بعد از فشار بسیاری از شرکت‌ها، مجوز انتشار سهام دوگانه را صادر نمودند.

در سال ۲۰۰۸، بورس سهام توکیو (TSE) مقررات مربوط به پذیرش در بورس را اصلاح نمود و مجوز استفاده از انواع خاصی از ساختار سهام دوگانه را در عرضه‌های عمومی اولیه صادر کرد. در مارس ۲۰۱۴، سایبرداین^۶ اولین شرکتی بود که با استفاده از ساختار سهام دوگانه در بورس توکیو پذیرش شد.

درحالی که شرکت‌های آمریکایی مجاز به انتشار سهام با حق رأی ممتاز داشتند، قانون تجارت ژاپن، انتشار سهام عادی مجزا با حق رأی ممتاز را مجاز نمی‌دانست. به همین منظور، بجای اعطای حق رأی ممتاز به سهامداران، نظام واحد سهام^۷ به‌منظور ایجاد ساختار

¹ Super Voting

² LinkedIn

³ Zynga

⁴ Google Effect

⁵ Larry Page and Sergey Brin

⁶ Cyberdyne

⁷ Unit Share System

سهام دوگانه در ژاپن، در سال ۲۰۰۱، مورد استفاده قرار گرفت. اگرچه این نظام، انتشار دو نوع سهام عادی محسوب نمی‌شود اما راه را برای ایجاد ساختار انتشار سهام دوگانه باز نمود. سایبرداین مجاز است تا دو رده سهم (سهام عادی و سهام رده B) منتشر کند. سهامداران هر دو رده سهام، درخصوص سود سهام و اولویت در تصفیه دارایی‌ها، از حقوق مشابهی برخوردار هستند اما اظهارنامه تأسیس شرکت اذعان می‌دارد در هر واحد سهام عادی، ۱۰۰ سهم و در هر واحد سهام رده B، ۱۰ سهم وجود دارد. براین اساس، وقتی تعداد مساوی از هر رده سهام وجود داشته باشد، دارنده سهام رده B، باتوجه به اندازه متفاوت هر واحد، ۱۰ برابر حق رأی نسبت به دارندگان سهام عادی دارد.

خاص‌تر آنکه، پس از عرضه عمومی اولیه، سایبرداین در مجموع ۱۰,۸۵۳,۴۰۰ سهم عادی و ۷,۷۷۰,۰۰۰ سهم رده B داشت. به دلیل اندازه متفاوت واحدهای سهام، دارندگان سهام عادی در مجموع ۱۰۸,۵۳۴ حق رأی در اختیار داشتند و دارندگان سهام B در مجموع ۷۷۰,۰۰۰ حق رأی. بنابراین، دارندگان سهام نوع B ۴۱.۷ درصد از کل سهام موجود شرکت را در اختیار داشتند درحالی که ۸۷.۷ درصد از مجموع حق رأی‌ها در اختیار ایشان بود. سهام رده B صرفاً در اختیار یوشی‌یوکی سانکای، رئیس و مدیرعامل، و دو نفر دیگر از بینیانگذاران شرکت بود.

اگرچه بورس سهام توکیو پیش از سال ۲۰۰۸ هیچگونه قوانین و مقرراتی درخصوص ساختار حق رأی متفاوت نداشت، موضع حقیقی این بورس، اجازه بر اتخاذ ساختار دوگانه را به هیچ شرکت موجود یا شرکتی که قصد عرضه عمومی اولیه داشت نمی‌داد. تنها مورد استثنا شرکت اینپکس^۱، شرکت نفتی خصوصی شده، بود که سهامی با حق وتو (که به آن سهام طلایی^۲ اطلاق می‌شود) در اختیار داشت که در مالکیت دولت ژاپن بود. به دلیل هراس شرکت‌های پذیرفته شده بورس درخصوص قبضه تملک خصمانه^۳ از سوی شرکت‌های دیگر در اواسط دهه ۲۰۰۰، بورس سهام توکیو قوانین پذیرش خود را در سال ۲۰۰۸ مورد بازبینی قرارداد و ساختار انتشار سهام دوگانه را در آن گنجانده. این مقررات صرفاً انتشار دوگانه سهام برای عرضه عمومی اولیه را مجاز بر می‌شمرد و شرکت‌های موجود نمی‌توانستند سهام با حق رأی ممتاز منتشر کنند. براساس مقررات اصلاح شده، چنانچه سهام با حق رأی ممتاز به شخص ثالث منتقل شود یا به دلیل مرگ دارنده سهم، به سهام عادی با حق رأی معمولی تبدیل می‌شود.

در سوی دیگر، کشورهایی نیز با ساختار انتشار سهام دوگانه مخالف بودند. هنگ‌کنگ یکی از مشهورترین این کشورهاست. بورس هنگ‌کنگ یکی از مواردی محسوب می‌شود که تا قبل از سال ۲۰۱۵، اجازه انتشار سهام دوگانه را به شرکت‌ها نمی‌داد. نمونه بارز این عدم اعطای مجوز، در پذیرش شرکت علی‌بابا^۴ حادث شد. این شرکت ابتدا درخواست پذیرش با استفاده از ساختار سهام دوگانه را به بورس هنگ‌کنگ ارائه نمود اما با رد این درخواست، پذیرش این شرکت در بورس سهام نیویورک به ارزشی بالغ بر ۲۵ میلیارد دلار صورت گرفت (با استفاده از ساختار سهام دوگانه). اما در سال ۲۰۱۵، به دلیل فشار شرکت‌های متعدد برای اجازه بر انتشار چنین ساختار سهامی، بورس هنگ‌کنگ نیز با اصلاح مقررات، اجازه داد تا شرکت‌ها سهام دوگانه منتشر کنند.

¹ Inpex

² Golden Stock

³ Hostile Takeover

⁴ Alibaba

علی رغم مخالفت‌های سهامداران عادی نسبت به این ساختار و همچنین احتمال بروز تضاد منافع و همچنین ضایع شدن حق سهامداران خرد، در سال ۲۰۱۵، شرکت‌های بسیاری متقاضی بهره‌گیری از این ساختار بودند (به‌خصوص در آمریکا). این روش همچنان به‌عنوان یکی از روش‌های مؤثر برای جذب شرکت‌های خصوصی که تمایل به از دست دادن کنترل خود بر شرکت را ندارد، به بازار سرمایه محسوب می‌شود. در مجموع استفاده از سهام ممتاز و رده‌های مختلف سهام عادی، به‌عنوان راه‌گشای مسائل بسیاری در بازار سرمایه کشورهای مختلف می‌باشد. در مجموع ویژگی‌های رده‌های مختلف سهام در جدول ۴ خلاصه شده است.

جدول ۴- خلاصه‌ای از ویژگی‌های مختلف رده‌های سهام عادی

سهام عادی نوع C	سهام عادی نوع B	سهام عادی رده A	
دارد	ندارد	دارد	قابلیت معامله در بورس
دارد (به اندازه تعداد سهم)	دارد (به اندازه تعداد سهم)	دارد (به اندازه تعداد سهم)	سود تقسیمی
بدون رأی	معمولاً ده رأی به ازای هر سهم	یک رأی به ازای یک سهم	حق رأی
مالکیت	کنترل و مالکیت	مالکیت و کنترل	اولویت مالکیت یا کنترل

مورد خاص چین

چین یکی از کشورهای استثنایی است که چندین مدل مختلف سهام عادی در آن معامله می‌شود. این کشور دارای دو بورس اوراق بهادار مستقل در شانگهای و شن زن است. با نگاه بر بازار سرمایه چین، ۶ رده سهام قابل شناسایی است. این رده‌ها عبارتند از:

۱- سهام نوع A: اوراق بهادار در سرزمین اصلی چین که در دو بورس بالا پذیرش شده‌اند و به یوان مورد معامله قرار می‌گیرند. ارزش بازار این رده از اوراق بهادار در مجموع برابر ۱,۲۷۷ میلیارد دلار آمریکا در سال ۲۰۱۴ بوده است؛

۲- سهام نوع B: اوراق بهادار در سرزمین اصلی چین که در بورس شانگهای با دلار آمریکا و در بورس شنزن به دلار هنگ کنگ مورد معامله قرار گرفته و هم سرمایه‌گذاران خارجی و هم سرمایه‌گذاران چینی قادرند تا در این عرصه حضور داشته باشند. ارزش بازار این رده در مجموع برابر ۱۷ میلیارد دلار در سال ۲۰۱۴ بوده است؛

۳- سهام نوع H: سهام شرکت‌های چینی که در بورس اوراق بهادار هنگ کنگ پذیرش شده‌اند و به دلار هنگ کنگ معامله می‌شوند. ارزش بازار این رده از اوراق بهادار در سال ۲۰۱۴ در مجموع ۴۲۶ میلیارد دلار آمریکا بوده است؛

۴- سهام قرمز^۱: اوراق بهادار شرکت‌های با مالکیت دولتی که خارج از سرزمین اصلی چین فعالیت کرده و در بورس اوراق بهادار هنگ کنگ پذیرش شده‌اند و با دلار هنگ کنگ معامله می‌شوند. ارزش این بازار در سال ۲۰۱۴ در مجموع ۲۲۴ میلیارد دلار بوده است؛

۵- سهام نوع P: اوراق بهادار شرکت‌های با مالکیت غیردولتی که خارج از سرزمین اصلی چین فعالیت کرده و در بورس اوراق بهادار هنگ کنگ پذیرش شده‌اند و با دلار هنگ کنگ معامله می‌شوند. ارزش این بازار در سال ۲۰۱۴ در مجموع ۲۱۵ میلیارد دلار بوده است؛

¹ Red Chips

۶- سهام شرکت‌های پذیرش شده در خارج: اوراق بهادار چینی که خارج از چین بزرگ (سرزمین اصلی چین، هنگ کنگ، ماکائو و تایوان) معامله شده و در بورس اوراق بهادار نیویورک، نزدک به دلار و در بورس سنگاپور به دلار سنگاپور معامله می‌شوند. ارزش بازار این معاملات ۹۲ میلیارد دلار در سال ۲۰۱۴ اعلام شده است.

مبادلات سهام نوع A، حجم اصلی مبادلات در بازارهای چین را تشکیل می‌دهند. در چین، ۲,۴۶۹ شرکت، با ارزش بازاری ۲۴.۵ تریلیون یوان و گردش روزانه ۲۰۰ میلیارد یوان با سهام نوع A در بازارهای شانگهای و شنزن معامله می‌شوند. سهام نوع A تنها برای سرمایه‌گذاران داخلی تدارک دیده شده بود در سال ۲۰۰۲ و براساس برنامه سرمایه‌گذاران حقوقی مالی واجد شرایط یوان^۱ (RGFII)، امکان معامله برای سرمایه‌گذاران نهادی و حرفه‌ای، بر اساس یوان در بازار داخلی و برای سهام A فراهم گردیده است. بر اساس RQFII، به نهادهای مالی برون مرزی، برای سرمایه‌گذاری در بازار سهام کشور چین (شانگهای یا شنزن)، سهمیه‌ای (محدوده‌ای) اختصاص داده می‌شود. این سرمایه‌گذاران، با ویژگی‌های خاصی، به‌عنوان سرمایه‌گذار حرفه‌ای واجد شرایط خوانده می‌شوند. این نهادها شامل شرکت‌های سهامی، شرکت‌های بیمه‌ای، بانک‌ها، مؤسسات مدیریت وجوه و سایر سهامداران حقوقی می‌باشند.

از آنجا که برای معاملات سرمایه‌گذاران خارجی در سهام نوع A و در تابلوی اصلی محدودیت وجود دارد، سهام نوع B از سال ۱۹۹۱ برای جذب سرمایه‌گذاران خارجی تدارک دیده شد. این بازار که شامل سهام صدها شرکت چینی بود، به منظور جبران کمبود ارز دولت چین و جذب سرمایه‌گذاران خارجی راه‌اندازی گردید. این شرکت‌ها می‌توانند هم سهام از نوع A و هم سهام از نوع B منتشر کنند و چون امکان استفاده از فرصت‌های آربیتراژی بین این دو نوع سهام وجود نداشت، پس سهام نوع A و نوع B یک شرکت، با قیمت‌های مختلف معامله می‌شد. بازار سهام نوع B که شامل بیش از ۱۲۷ شرکت چینی بود ناگهان به بازاری با نقدینگی پایین تبدیل شد و در جذب سرمایه‌گذار خارجی شکست خورد. با تصمیم مقامات چینی، برای رونق این بازار، بعد از یک دهه فعالیت یعنی در مارس ۲۰۰۱ به روی سرمایه‌گذاران داخلی نیز بازگشایی گردید و به آنان اجازه داده شد سهام پذیرفته شده در بازار را بر حسب دلار آمریکا یا هنگ کنگ معامله کنند. این نوع سهام به صورت ارزی معامله می‌شود؛ بدین ترتیب که واحد پولی معامله این نوع سهام در بورس شانگهای، دلار آمریکا و در بورس شنزن، بر اساس دلار هنگ کنگ است. برای انجام معاملات سهام نوع B، سرمایه‌گذار باید در بورس یک حساب ارزی ویژه معاملات سهام نوع B باز کند. اگر سرمایه‌گذاران بخواهند در هر دو بورس سهام شانگهای و شنزن معامله انجام دهند باید حساب‌های جداگانه افتتاح نمایند. هیچ محدودیتی برای خروج اصل سرمایه و عایدی آن وجود نداشته و ریسک ناشی از تغییرات ارز برای سرمایه‌گذاری حذف گردیده است. دریافت سود سهام برای سهام نوع B، براساس ارزی مربوط به بازار خواهد بود. در مابقی موارد، تفاوت چندان میان سهم نوع A و B وجود ندارد.

حجم معاملات سهام نوع A در هر دو بازار، بیشتر از سهام نوع B است و با وجود حذف محدودیت‌های معاملاتی برای سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی در خرید و فروش هر دو نوع سهام، میزان استقبال از سهام نوع B بسیار کاهش یافته است. حتی اخیراً برنامه ادغام این بازار با بازار A مطرح شده است. همچنین ارزش بازار سهام نوع A به مراتب (در حدود ۲۵۰ برابر) بیشتر از ارزش بازار سهام نوع B است. تا جایی که ارزش سهام نوع B در سال ۲۰۱۵ به ۰/۰۳۶ درصد ارزش بورس شانگهای رسیده است. این در حالی

¹ Renminbi Qualified Financial Institutional Investors

است که از همین ۰/۳۶ درصد، ۸۶٪ از ارزش معاملات این نوع سهام نیز در اختیار سرمایه‌گذاران داخلی بوده است. البته این موضوع، بر مبنای گزارش کپیتال اکونومیست، با این مضمون که سرمایه‌گذاران خارجی تنها ۱/۵ درصد از سهام چین را در اختیار دارند، قابل پیش‌بینی و منطبق بوده است. در سپتامبر سال ۲۰۱۵، حدود ۹۹/۶۴ درصد از ارزش بازار شانگهای را سهام نوع A تشکیل داده است.

مهمترین ویژگی‌های سهام نوع A و B عبارتند از:

۱. سهام نوع B در هر لحظه قابل تبدیل به سهام نوع A است اما عکس آن مجاز نیست؛
۲. معمولاً قیمت سهام نوع A برای یک شرکت خیلی بیشتر از قیمت سهام نوع B همان شرکت است در حالی که حقوق این دو سهم با هم مساوی است؛
۳. مدت زمان تسویه برای سهام نوع A برابر T+1 و برای سهام نوع B برابر T+3 می‌باشد؛
۴. هزینه پذیرش در بازار سهام نوع B پایین‌تر از سایر بازارها می‌باشد؛
۵. در معاملات سهام نوع B، معاملات چرخشی در همان روز ممنوع می‌باشد؛
۶. سهامداران نوع B معاف از مالیات می‌باشند؛
۷. فروش استقراری سهام نوع B ممنوع می‌باشد و سهام خریداری شده را تا چهار روز بعد از اولین روز معاملاتی نمی‌توان فروخت؛
۸. خرید و فروش سهم نوع B در خارج از بورس مجاز نیست.

سهام H از سال ۱۹۹۳ راه اندازی شده و آن، سهام شرکت‌هایی است که در چین ثبت شده‌اند، اما این اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار هنگ‌کنگ و نه در سرزمین اصلی تجارت می‌شوند. واحد پولی معامله و تسویه این سهام، دلار هنگ‌کنگ می‌باشد اما ارزش اسمی بر اساس یوآن اظهار می‌شود. از لحاظ فنی هیچ‌گونه محدودیتی هم برای خرید و فروش این نوع سهام برای سهامداران شخصی وجود ندارد.

جمع‌بندی مطالب

در این گزارش به اوراق بهادار سرمایه‌ای که در بخش حقوق صاحبان سهام قرار می‌گیرند اشاره شد. سهام ممتاز و رده‌های مختلف سهام عادی از این قبیلند. شرکت‌ها به مقاصد مختلف اقدام به انتشار اینگونه اوراق می‌کنند. کشورهایی انتشار رده‌های مختلف سهام را به دلیل موانع و محدودیت‌های قانونی یا به دلیل حمایت از سرمایه‌گذاران خرد، اجتناب از بروز تضاد منافع و همچنین ادعای بر واگذاری مالکیت و کنترل شرکت به دست عمومی مردم، از انتشار سهام دوگانه جلوگیری به عمل می‌آورند.

تبصره ۲ ماده ۲۴ قانون تجارت جمهوری اسلامی ایران، سهام ممتاز را چنین تعبیر کرده است: «در صورتی که برای بعضی از سهام شرکت با رعایت مقررات این قانون مزایایی قائل شوند اینگونه سهام، سهام ممتاز نامیده می‌شود». ماده ۴۲ نیز اظهار می‌دارد «هر شرکت سهامی می‌تواند به موجب اساسنامه و همچنین تا موقعی که شرکت منحل نشده است طبق تصویب مجمع عمومی فوق‌العاده صاحبان سهام، سهام ممتاز ترتیب دهد. امتیازات اینگونه سهام و نحوه استفاده از آن باید بطور وضوح تعیین گردد و

هرگونه تغییر در امتیازات وابسته به سهام ممتاز باید به تصویب مجمع عمومی فوق‌العاده شرکت با جلب موافقت دارندگان نصف بعلاوه یک این گونه سهام انجام گیرد». براین اساس چنانچه شرکت خصوصی حق ویژه‌ای مانند تعداد حق رأی ممتاز به سهامداری خاص اعطا کرده باشد، این سهام می‌تواند به‌عنوان سهام ممتاز شناسایی شده و در عرضه عمومی ضمن اعلام به سهامداران، می‌تواند همچنان حق خود را محفوظ نگه دارد.

علاوه بر این موارد، انتشار سهام به‌صورت دوگانه، می‌تواند مشوقی برای شرکت‌های خصوصی که با عرضه عمومی تمایلی به از دست دادن کنترل خود بر شرکت ندارند، محسوب شود به‌طوری که هم صاحبان مشاغل و هم سرمایه‌گذاران از مزایای شرکت بهره‌مند شوند.

- 1- Beverly R. Fuller, 1993, An Empirical Investigation Of Preferred Stock Issuance By Utilities: Market Reaction And Firm Motivation, Journal of Applied Business Research.
- 2- Bill, D. Cox, 2000, Preferred stock: Usage and Characteristics, University of North Carolina.
- 3- Cowon, Phil, 2016, Canadian Preferred Shares Report, Private Client Solutions.
- 4- Fischel, Daniel, 1987, Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock, University of Chicago Law School.
- 5- Hughes, Jennifer; Noble, Josh, 2015, Hong Kong exchange gives up on dual-class share plan, financial times.
- 6- Joel Seligman, 1986, Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy, 54 Geo. Wash. L. Rev. 687, 687.
- 7- Korsmo, Charles, 2013, Venture Capital and Preferred Stock, Western University School of Law.
- 8- Picker, Leslie and Mamudi, Sam, 2014, Alibaba Picks New York Stock Exchange for IPO, Bloomberg.
- 9- PWC, 2015, Financing Transactions: Debt, Equity and the Instruments in Between.
- 10- Toshima, Koji, 2014, Cyberdyne's dual-class IPO, Financial Times.
- 11- Wang, Olivia, 2014, the Dual-Class Share Structure, Emory Corporate Governance and Accountability Review.