

## سرمایه گذاری خطرپذیر و سهام ممتاز

محمد سلطانی<sup>۱</sup>

نسیم گهرسودفرد<sup>۲</sup>

### چکیده

امروزه بخش قابل توجهی از اقتصاد کشورهای توسعه یافته بر محور شرکت‌های کوچک و نوپا شکل گرفته است و این امر خود یکی از دلایل پیشرفت سریع فناوری در دهه‌های گذشته بوده است. تأمین منابع مالی صنایع کوچک و تازه تأسیس به ویژه صنایعی که مبتنی بر توسعه فن آوری می‌باشند با کسب و کارهای رایج تفاوت دارد و دارای سازوکارهای مخصوص به خود است که در میان آن‌ها، شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر اهمیت فراوانی دارند. این نوع سرمایه‌گذاران ضمن ریسک‌پذیر بودن از منظر اقتصادی، خواهان امنیت معقول از نظر حقوقی برای سرمایه خود می‌باشند. در این راستا سهام ممتاز با توجه به ویژگی‌هایی که دارد یکی از بهترین روش‌های تأمین مالی شرکت‌های سهامی، به ویژه در شرکت‌های نوپا به عنوان ابزاری برای سرمایه‌گذاران خطرپذیر است.

**واژگان کلیدی:** شرکت نوپا، سرمایه‌گذاری خطرپذیر، سهام ممتاز، تأمین مالی، فناوری

**طبقه‌بندی موضوعی:** K22

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
رتال جامع علوم انسانی

۱. دکترای حقوق خصوصی دانشگاه شهید بهشتی

۲. کارشناسی ارشد حقوق خصوصی دانشگاه شهید بهشتی

## مقدمه

موتور محرک پیشرفت فناوری، ایده‌های خلاقانه‌ای است که در ذهن مبتکران و مخترعان شکل می‌گیرد و با پیگیری جدی کارآفرینان در قالب کسب و کاری جدید به بار می‌نشیند. اغلب این کارآفرینان، جوانان خوش فکری هستند که فاقد سه عامل اصلی موفقیت در بازار رقابتی یعنی منابع مالی کافی، دانش و تجربه مدیریتی می‌باشند، لذا بسیاری از تلاش‌ها برای راه‌اندازی کسب و کارهای جدید به همین دلایل با شکست مواجه می‌شوند. کلید حل این مشکل در دست سرمایه‌گذارانی است که با پذیرش مخاطرات محاسبه شده، فعّالانه با کارآفرینان همراه شده و با هدف کسب سود فراوان، نقاط ضعف آن‌ها را پوشش می‌دهند.

با توجه به این موضوع به راحتی می‌توان به جایگاه مهم و راهبردی این اشخاص که اصطلاحاً سرمایه‌گذاران خطرپذیر نامیده می‌شوند، در اقتصاد و تسریع روند توسعه فناوری کشورها پی برد. سرمایه‌گذاران خطرپذیر، سرمایه‌گذارانی هستند که ریسک بالای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های نوپا را که اغلب، شرکت‌های دانش بنیان<sup>۱</sup> هستند، از منظر اقتصادی می‌پذیرند، با این حال همواره به دنبال شیوه‌ای هستند که به وسیله آن بتوانند تا حدودی سرمایه و سود احتمالی خود را تضمین کنند. در ایران، سرمایه‌گذاری خطرپذیر در صورتی که در قالب صندوق سرمایه‌گذاری انجام شود، تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار قرار می‌گیرد. صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر از جمله مصادیق صندوق‌های سرمایه‌گذاری و در نتیجه نهادهای مالی بازار سرمایه شمرده می‌شود. بنابراین، این صندوق اصولاً پیرو تمامی مقرراتی است که بر نهاد مالی و صندوق سرمایه‌گذاری بار می‌شود.

سهام ممتاز از طریق امتیازات و موقعیتی که در شرکت‌های سهامی به این سرمایه‌گذاران می‌دهد از جمله پرکاربردترین ابزار مالی جهت جذب سرمایه‌گذاران خطرپذیر است و تا حدود مناسبی از

پرتال جامع علوم انسانی

۱. ماده ۱ آیین نامه قانون حمایت از شرکت‌ها و مؤسسات دانش بنیان مصوب ۱۳۸۹، شرکت‌های دانش بنیان را این گونه تعریف کرده است: «شرکت‌ها و مؤسسات دانش بنیان شرکت یا مؤسسه خصوصی یا تعاونی است که به منظور هم‌افزایی علم و ثروت، توسعه اقتصاد دانش محور، تحقق اهداف علمی و اقتصادی (شامل گسترش و کاربرد اختراع و نوآوری) و تجاری سازی نتایج تحقیق و توسعه (شامل طراحی و تولید کالا و خدمات) در حوزه فناوری‌های برتر و با ارزش افزوده فراوان به ویژه در تولید نرم افزارهای مربوط تشکیل می‌شود». این شرکت‌ها تحت حمایت معاونت علمی ریاست جمهوری هستند و مطابق قانون یاد شده از تسهیلاتی همچون معافیت از پرداخت مالیات، عوارض، حقوق گمرکی، سود بازرگانی و عوارض صادراتی به مدت ۱۵ سال، بهره‌مندی از وام‌های کم سود یا بدون سود بلند مدت یا کوتاه مدت، ایجاد پوشش بیمه‌ای مناسب و اولویت واگذاری سهام مراکز و مؤسسات پژوهشی دولتی قابل واگذاری (بر اساس سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی) برخوردارند.

حقوق آنان در شرکت‌هایی که مبتنی بر ارزش‌آفرینی و تقریباً فاقد هر نوع دارایی محسوس هستند، حمایت می‌کند.

این مقاله برای نخستین بار بحث سرمایه‌گذاری خطرپذیر را در حقوق ایران مطرح می‌سازد و نقش مهم سهام ممتاز در این نوع سرمایه‌گذاری را با تبیین مبانی و چرایی پیدایش آن، روشن می‌سازد. خاطرنشان می‌سازد مقاله حاضر به بحث اعتبار و آثار انواع امتیازات، که خود بحثی مفصل و گسترده است و نیاز به تبیین مقدمات و استدلال‌ات جداگانه‌ای دارد، نمی‌پردازد تا امکان تبیین و توضیح موضوع این مقاله به نحو مناسب وجود داشته باشد.

بدین ترتیب در این مقاله، جهت تبیین اهمیت و نقش بسزای سهام ممتاز در سرمایه‌گذاری خطرپذیر در ابتدا لازم است به بیان مفهوم سرمایه‌گذاری خطرپذیر (فصل اول) پردازیم و سپس نقش سهام ممتاز را در این نوع سرمایه‌گذاری (فصل دوم) مورد بررسی قرار دهیم.

## فصل اول: سرمایه‌گذاری خطرپذیر<sup>۱</sup>

در این فصل جهت تبیین نحوه سرمایه‌گذاری در شرکت‌های نوپیان ابتدا به بررسی مفهوم سرمایه‌گذاری خطرپذیر (گفتار اول) می‌پردازیم. به منظور شناخت دقیق‌تر مفهوم سرمایه‌گذاری خطرپذیر و با توجه به این که سرمایه‌گذاران خطرپذیر، شرکت‌های نوپایی را تأمین مالی می‌کنند که توسط کارآفرینان تأسیس شده‌اند لازم است در ادامه با انواع سرمایه‌گذاری خطرپذیر در هر مرحله از فعالیت شرکت (گفتار دوم) آشنا شویم.

### گفتار اول: مفهوم سرمایه‌گذاری خطرپذیر

سرمایه‌گذاری خطرپذیر که از آن با عنوان‌های «سرمایه‌گذاری جسورانه»<sup>۲</sup> نیز نام برده می‌شود، عبارت است از تأمین سرمایه لازم برای شرکت‌ها و کسب‌وکارهای نوپا<sup>۳</sup> و کارآفرین که مستعد جهش و رشد ارزش می‌باشند و در عین حال دارای ریسک فراوانی هستند (Marina, et al., 2014). این شرکت‌ها در مراحل ابتدایی رشد و تکامل اقتصادی خود، مورد توجه سرمایه‌گذارانی هستند که با ارزیابی موشکافانه،

1. Venture capital

۲. در مقررات مصوب سازمان بورس و اوراق بهادار از عنوان سرمایه‌گذاری جسورانه استفاده شده است. ر.ک. به اساسنامه و امیدنامه صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه مصوب ۱۳۹۴/۱۱/۱۳.

3. Start-up

شکاف سرمایه و کمبود نقدینگی شرکت‌های کارآفرین را جبران می‌کنند و در گروه سهام‌داران آن‌ها قرار می‌گیرند.

سرمایه‌گذاری خطرپذیر ناظر بر تأمین مالی شرکت‌های نوپا و در حال رشد است که عموماً مبتنی بر فناوری بوده و ارزش آن‌ها بستگی به میزان رشد آن شرکت‌ها در آینده دارد. سرمایه‌گذاران خطرپذیر اصولاً در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که به فناوری یا روش کار جدیدی دست یافته باشند؛ بدین ترتیب که منابع مالی توسط سرمایه‌گذاران در اختیار کسب و کارهایی قرار داده می‌شود که در مرحله تبدیل ایده به محصول تجاری هستند و به نظر می‌رسد دارای پتانسیل رشد طولانی‌مدت باشند.

این تأمین مالی عموماً همراه با ارائه کمک‌های مدیریتی سرمایه‌گذار است (Charlos R, 2013). در واقع، سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر به جز تأمین مالی، اصولاً شامل ارائه خدمات مدیریتی نیز می‌باشد (Yaron, 2008). بدین ترتیب تأمین مالی شرکت‌های نوپا و تازه تأسیس که به دنبال رشد سریع هستند و معمولاً مبتنی بر تخصص و دانش فنی بالا می‌باشند (Marina, et al., 2014)، از طریق سرمایه‌گذاران خطرپذیر فراهم می‌شود. این گونه شرکت‌ها جهت تأمین سرمایه در گردش یا خرید دارایی‌های سرمایه‌ای خود نیاز به منابع مالی دارند. اشخاص حقیقی و حقوقی ریسک‌پذیر با تحمل مخاطره بالا، با هدف کسب بازده قابل توجه در آینده، تأمین‌کننده این منابع هستند. همچون سایر انواع تأمین مالی سرمایه‌ای، سرمایه‌گذار مخاطره‌پذیر در ازای سرمایه‌گذاری خود، بخشی از مالکیت شرکت و در نتیجه حق مشارکت و اثرگذاری بر تصمیمات و مدیریت شرکت را به دست می‌آورد.

این شیوه تأمین مالی بین شرکت‌های نوپا که نمی‌توانند از طریق روش‌های دیگر، تأمین مالی کنند (Mark.J.P, 2009) متداول است. در واقع به علت مخاطرات بالای سرمایه‌گذاری در کسب و کارهای نوپا و عدم وجود اطلاعات کافی<sup>۱</sup> درخصوص کسب و کار موضوع سرمایه‌گذاری، بانک‌ها نسبت به تأمین مالی این طرح‌ها اقدام نمی‌کنند.<sup>۲</sup> سرمایه‌گذاران خطرپذیر با لحاظ این ریسک بالا به منظور کسب بازدهی احتمالی قابل توجه وارد چنین سرمایه‌گذاری‌هایی می‌شوند، زیرا بصورت طبیعی به هر میزان،

۱. کارآفرینان به‌عنوان اداره‌کنندگان اصلی بنگاه، به دلیل دسترسی به تمام اطلاعات و جزئیات مربوط به شرکت، از برتری اطلاعاتی نسبت به سرمایه‌گذاران بالقوه برخوردارند. همین ضعف اطلاعاتی، سرمایه‌گذاران را در موقعیت ضعیف‌تری نسبت به کارآفرینان قرار داده و آن‌ها را در ارزیابی وضعیت شرکت به دشواری می‌اندازد.

Klein, O'Brien, Peters,(2002), "Debt vs. Equity and Asymmetric Information: A Review", Financial Review, Vol.37, p. 318.

۲. بانک‌ها هم مانند دیگر کارگزاران دارای انگیزه‌های اقتصادی و به دنبال آن هستند که منافع خود را حداکثر کنند. به همین دلیل از هرگونه عاملی که تحقق این هدف را با مانع مواجه سازد بویژه ریسک اجتناب می‌کنند. به همین دلیل است که بانک‌ها تلاش می‌کنند حتی در هنگام اعطای تسهیلات مشارکتی، سود ثابت و معینی را به دست آورند. در این زمینه ر.ک. سلطانی، محمد، حقوق بانکی، نشر میزان، چاپ سوم، ۱۳۹۵، ص ۱۷۸

ریسک بیشتر باشد به صورت بالقوه بازده انتظاری نیز افزایش می‌یابد. افق زمانی سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر معمولاً بین ۵ تا ۱۰ سال (Joshua, 1994) و تا زمانی که کسب‌وکار به میزان رشد مورد نظر دست یابد، می‌باشد (Herbert, Ann, Peter, 1989)؛ بدین معنا که پس از طی مدت معینی، سرمایه‌گذاران خطرپذیر با استفاده از یکی از روش‌های خروج همچون عرضه اولیه<sup>۱</sup>، ادغام<sup>۲</sup>، تملک<sup>۳</sup> و یا خرید سهام توسط خود کارآفرین<sup>۴</sup>، سرمایه خود را نقد می‌کنند (Douglas J, 2002). این امر در زمانی رخ می‌دهد که آنچه به صورت یک ایده و مفهوم آغاز شده به کسب‌وکاری درخور تبدیل شده است (Veland, 2012).

در مجموع سرمایه‌گذاری خطرپذیر به معنای تأمین مالی و ارائه کمک‌های مدیریتی به شرکت‌های نوپا و جوان است که مبتنی بر نوآوری و فناوری‌های جدید هستند و ارزش آنها به میزان رشدشان در آینده بستگی دارد؛ با این هدف که در صورت رشد و توسعه کسب‌وکار، سرمایه‌گذار با استفاده از یکی از راهبردهای خروج به اصل سرمایه و سود مورد انتظار خود دست یابد (Stanley M, 1969, p.955). سرمایه‌گذاران خطرپذیر معمولاً در کسب‌وکارهای متعدد سرمایه‌گذاری می‌کنند و بدین ترتیب با کسب موفقیت در یکی از این سرمایه‌گذاری‌ها، زیان حاصل از شکست در سایر سرمایه‌گذاری‌ها را جبران نموده و گاهی سود سرشاری بدست می‌آورند.

شرکت‌هایی مانند گوگل، مایکروسافت، فدرال اکسپرس، اپل، کامپک، اینتل و شرکت‌های جدیدتر مانند فیسبوک و اینستاگرام نمونه‌ای از شرکت‌هایی هستند که در مراحل اولیه رشد از طریق

۱. Initial Public Offering (IPO) اصطلاحی خاص و به معنای انتشار سهام جدید به منظور تبدیل نوع شرکت از خصوصی به عمومی و عرضه عمومی آن اوراق به سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه است. درخصوص این مفهوم ر.ک. سلطانی، محمد، حقوق بازار سرمایه، سمت، چاپ دوم، ۱۳۹۶، ص ۷۳-۷۱

۲. Merger به معنای ادغام داوطلبانه دو شرکت است به طوری که یکی از آنها کاملاً در دیگری جذب می‌شود. شرکت دارای اهمیت کمتر شخصیت حقوقی خود را از دست می‌دهد و بخشی از شرکت مهم‌تر دیگر می‌شود که همچنان شخصیت حقوقی خود را حفظ می‌کند. درخصوص این مفهوم ر.ک.

Sylvester Feyi. Akinbuli, "The effects of mergers and acquisition on corporate growth and profitability" Global journal of business research (2013), Volume 7, No. 1.

۳. Acquisitions فرآیند خرید یک شرکت به وسیله شرکت دیگر است که به دو صورت متصور است: ۱- تملک دارایی (Asset purchase): در این روش، خریدار یا تملک‌کننده (Acquirer) دارایی‌های شرکت هدف را خریداری می‌کند. ۲- تملک سهام (Stock purchase): در این روش، خریدار سهام شرکت هدف را به منظور کنترل مؤثر بر دارایی‌های شرکت خریداری می‌نماید. درخصوص این مفهوم ر.ک.

John C. Coates IV. (2014). "Mergers, Acquisition and Restructuring: Type, Regulation and patterns of practice", Harvard Law school, No. 781: 3-36.

4. Buy-Back or Call option

سرمایه گذاری خطرپذیر گسترش یافته‌اند (Charlos R, 2013). این شرکت‌ها در سال‌های اخیر رشد خیره‌کننده‌ای در ظرف کم‌تر از ده سال داشته‌اند؛ تا جایی که برخی از همین شرکت‌ها همانند شرکت اینتل، خود تأمین مالی برخی شرکت‌های کوچک‌تر را عهده‌دار شده‌اند (Charlos R, 2013). در این زمینه می‌توان از شرکت‌های ایرانی مانند دیجی کالا، کافه بازار و اسنپ نیز نام برد که ظرف مدتی نسبتاً کوتاه، موفقیتی خیره‌کننده داشته‌اند.

### گفتار دوم: انواع سرمایه‌گذاری خطرپذیر

کسب و کارهای نوپا از زمان ایجاد تا زمانی که به رونق برسند و شناخته شوند مراحل متعددی را طی می‌کنند که در هر مرحله با توجه به ریسک موجود به منابع مختلفی برای تأمین مالی متوسل می‌شوند. از جمله مهم‌ترین منابع مالی شرکت‌های نوپا، سرمایه خطرپذیر است. سرمایه‌گذاران خطرپذیر زمانی وارد شرکت می‌شوند که تا حدودی تضمین کافی در خصوص سرمایه خود به دست آورند. سرمایه‌گذاران خطرپذیر به انعقاد قراردادهای لازم با بنیان‌گذاران کسب و کار (کارآفرینان) مبادرت می‌ورزند و یکی از شناخته‌شده‌ترین روش‌هایی که برای حفظ سرمایه این سرمایه‌گذاران استفاده می‌شود سهام ممتاز است. لذا ضروری است به بررسی انواع تأمین‌کنندگان منابع مالی شرکت‌های نوپا و این که هر کدام در چه مرحله‌ای از فعالیت شرکت وارد آن می‌شوند پرداخت تا متعاقباً معلوم نماییم کدام یک از انواع سرمایه‌گذاران خطرپذیر جهت تضمین سرمایه خود به دنبال سهام ممتاز هستند.

سرمایه‌گذاران خطرپذیر در یک تقسیم‌بندی کلی براساس نوع عملکرد و تشکیلات آن‌ها، به دو گروه سرمایه‌گذاران غیررسمی یا غیرسازمانی<sup>۱</sup> (بند اول) و سرمایه‌گذاران خطرپذیر رسمی و سازمانی<sup>۲</sup> (بند دوم) تقسیم می‌شوند. می‌توان گفت سرمایه‌گذاران غیررسمی یا غیرسازمانی و سرمایه‌گذاران خطرپذیر رسمی و سازمانی برای پشتیبانی و تأمین مالی یک شرکت نوپا، مانند دو نهاد مکمل عمل می‌کنند هرچند مرز میان این دو کاملاً مشخص نیست (Pierre and Thomas, 2007).

### بند اول: سرمایه‌گذاری خطرپذیر غیررسمی

سرمایه‌گذاران غیررسمی معمولاً سرمایه‌گذارانی هستند که شرکت‌های نوپایی را که هنوز به مراحل اولیه کسب و کار نرسیده‌اند یاری می‌رسانند تا بتوانند از پشتیبانی سرمایه‌گذاران رسمی بهره‌مند شوند که در ادامه به دو نمونه اصلی آن می‌پردازیم.

1. Formal venture capital  
2. Informal venture capital

### ۱- منابع شخصی، دوستان و آشنایان<sup>۱</sup>

یکی از عوامل اصلی موفقیت کارآفرینان در ایجاد کسب‌وکار، اتکا به منابع شخصی است. معمولاً کارآفرینان سعی می‌کنند در مرحله ابتدایی و آزمایشی کار، از منابع شخصی خود و یا از منابع مالی دوستان و آشنایان استفاده نمایند. این شیوه تأمین مالی در آغاز فعالیت کارآفرین بسیار با اهمیت است، زیرا نشان‌دهنده آن است که شخص کارآفرین به ایده خود اطمینان دارد و نزدیکان او نیز به وی اعتماد نموده و از وی حمایت کرده‌اند (Marina, et al., 2014). اغلب افرادی که در ابتدای کسب‌وکار خود به منابع بانکی و سایر منابع مالی مشابه متکی هستند از تحقق بخشیدن به ایده‌های خود ناتوان می‌مانند زیرا اتکا به سایر منابع، قدرت ریسک‌پذیری، جسارت و نوآوری را از آنان می‌گیرد. اما هنگامی که منابع تأمین مالی متعلق به شخص کارآفرین است، سوخت شدن آنها نیز توسط کارآفرین پذیرفته شده است و به عبارتی دارای بیش‌ترین ریسک‌پذیری ممکن هستند. کارآفرین با این سرمایه به انجام مطالعات پیرامون ایده طرح شده می‌پردازد و در واقع نوعی امکان‌سنجی انجام می‌دهد. در این مرحله ریسک بسیار زیاد است و زمان برداشت سود از شرکت در هاله‌ای از ابهام قرار دارد، ضمن اینکه اصولاً از سهام ممتاز در این مرحله استفاده نمی‌شود (Marina, et al., 2014).

### ۲- فرشتگان کسب و کار<sup>۲</sup>

یکی از مهم‌ترین منابع مالی شرکت‌های نوپا، فرشتگان کسب‌وکار هستند. این مفهوم برای توصیف سرمایه‌گذارانی به کار می‌رود که سرمایه اولیه را در مراحل آغازین فعالیت برای شرکت‌های نوپا پرریسک فراهم می‌کنند. به عبارت دیگر، واژه‌ی «فرشته کسب و کار» به سرمایه‌گذاران خصوصی که با پول خود پشتیبان شرکت‌های کارآفرین هستند، اطلاق می‌شود (Thomas J, 2014). تعداد قابل توجهی از افراد خصوصی بسیار ثروتمند هستند که حاضر به سرمایه‌گذاری مستقیم در شرکت‌هایی می‌شوند که معیار دقیقی برای ارزش‌گذاری آنها وجود ندارد (Veland, 2012). این افراد، سرمایه‌گذاران خصوصی، متمول و ریسک‌پذیری هستند که به صنعت موضوع سرمایه‌گذاری علاقمند بوده و حاضر هستند بخشی از دارایی خود را به قصد کسب سود قابل توجه و نیز مشارکت در پروژه‌های نوآورانه در معرض خطر قرار دهند (Herbert, Ann, Peter, 1989; Mason, Richard, 2002; Tom, 2009). فرشتگان کسب‌وکار حد فاصل بین مرحله اولیه شروع فعالیت یک کسب‌وکار و زمانی هستند که

1. Funders, Friends, Family (The 3Fs)

2. Business Angels

کسب و کار آمادگی عرضه به سرمایه گذاران بزرگ را پیدا می کند (Marina, et al., 2014). در واقع چنانچه نتیجه مطالعات و تحقیقات انجام شده منجر به موجه بودن طرح پیشنهادی باشد آن گاه کارآفرین، نیازمند سرمایه ای خواهد بود که به وسیله آن کسب و کار را شروع کند. این سرمایه عموماً صرف مواردی از قبیل استخدام کارکنان، اجاره مکان تجاری، تولید محصول و تهیه زیرساخت های فناوری اطلاعات خواهد شد (Veland, 2012). در این مرحله، استفاده از سهام ممتاز توسط فرشتگان کسب و کار کم و بیش ملاحظه می شود.

### بند دوم: سرمایه گذاران خطرپذیر رسمی

سرمایه گذاران خطرپذیر رسمی در دو قالب حقوقی شرکت و صندوق سرمایه گذاری در کسب و کارهای نوپا، سرمایه گذاری می کنند (Kevin, 2005; Barry C, 1994; Christopher, 1994). سرمایه گذاران خطرپذیر رسمی اعم از شرکت و صندوق سرمایه گذاری معمولاً زمانی مبادرت به سرمایه گذاری می نمایند که کسب و کار به مرحله بهره برداری رسیده است (Andrew and Ayako, 2014). در واقع ممکن است پس از طی مدتی و به علت تقاضای بازار و در راستای کسب سود بیش تر و گرفتن سهم بیشتری از بازار، کارآفرین نیازمند توسعه کسب و کار باشد. در این مرحله اگرچه همچنان ریسک بالایی وجود دارد، اما احتمال بیشتری برای موفقیت شرکت وجود دارد (Marina, et al., 2014). در این مرحله، شرکت های نوپا جهت حمایت از محصول و بازاریابی آن، به تأمین مالی بیش تری نیاز دارند. این سرمایه مورد نیاز را سرمایه توسعه ای<sup>۱</sup> می گویند که عموماً صرف مواردی از قبیل تجهیز مجدد سیستم تولید، توسعه ظرفیت و خرید تجهیزات جدید و موارد این چنینی خواهد شد.

صندوق سرمایه گذاری که با تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴ و متعاقباً قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در سال ۱۳۸۸ در نظام حقوقی کشورمان پدیدار شد نهادی خاص با ویژگی های منحصر به فرد است و از نظر ماهیت با نهادهای سنتی حقوق تجارت از جمله شرکت تطبیق ندارد. قواعد اختصاصی این نهاد با رجوع به قوانین از جمله قانون بازار اوراق بهادار و قانون توسعه ابزارها و مقررات مصوب در حوزه بازار سرمایه بالاخص اساسنامه و امیدنامه نمونه صندوق های سرمایه گذاری خطرپذیر تعیین می شود.<sup>۲</sup> نمونه اساسنامه و امیدنامه<sup>۳</sup> صندوق سرمایه گذاری جسورانه

1. Development capital

۲. برای مطالعه درخصوص مفهوم، ماهیت و قواعد حاکم بر صندوق های سرمایه گذاری ر.ک. سلطانی، محمد، درآمدی بر ماهیت رژیم حقوقی صندوق های سرمایه گذاری، فصلنامه پژوهش حقوق، شماره ۳۴، ص ۲۲۰-۲۰۰

3. Prospectus



(خطرپذیر)<sup>۱</sup> در تاریخ ۱۳۹۴/۱۱/۱۳ به تصویب هیات مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده است و در حال حاضر تعدادی از این نوع صندوق‌ها تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار آغاز به کار نموده‌اند.<sup>۲</sup> بنا بر ماده ۳ اساسنامه نمونه، موضوع فعالیت اصلی صندوق، گردآوری منابع مالی و سرمایه‌گذاری در اوراق مالکیت اشخاص حقوقی با موضوع فعالیت در پروژه‌های فکری و نوآورانه و به منظور به بهره‌برداری رسانیدن و تجاری‌سازی دارایی‌های یاد شده می‌باشد. صندوق می‌تواند ماندهٔ وجوه خود را به اوراق بهادار با درآمد ثابت، سپرده‌ها و گواهی سپرده بانکی اختصاص دهد. ویژگی‌ها و جزئیات موضوعات سپرده‌گذاری و حدنصاب‌های مربوطه در امیدنامه بیان شده است. در همین راستا، در نمونهٔ امیدنامهٔ مربوط به همین اساسنامه، جزئیات مربوط به سرمایه‌گذاری خطرپذیر و چارچوب خطری که این صندوق‌ها متحمل آن می‌شوند، مشخص شده است. در مقدمهٔ امیدنامه یادشده، هدف از تشکیل صندوق، گردآوری سرمایه از سرمایه‌گذاران و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های در شرف تأسیس یا نوپای دارای پتانسیل رشد زیاد و سریع و به دست آوردن بیشترین بازده اقتصادی در برابر پذیرش ریسک بالا است. افزون بر آن، از دیگر اهداف صندوق، کمک به رشد اقتصادی، کارآفرینی، ایجاد اشتغال و توسعهٔ فناوری بیان شده است. این اهداف با آنچه در مفهوم سرمایه‌گذاری خطرپذیر گفته شد، انطباق دارد.

صندوق سرمایه‌گذاری ابزار مناسبی برای سرمایه‌گذاری خطرپذیر است زیرا با تفکیک مالکیت از مدیریت<sup>۳</sup>، امکان اتخاذ سریع تصمیمات برای سرمایه‌گذاری را با هزینه کم‌تر نسبت به شرکت فراهم می‌سازد و سرمایه‌گذاران می‌توانند ضمن تجمع وجوه خود در صندوق و متنوع ساختن سرمایه‌گذاری‌ها، در زمان مناسب دارایی‌های موضوع سرمایه‌گذاری را به فروش رسانیده و به عمر صندوق خاتمه دهند.<sup>۴</sup> یادآور می‌شود در این مرحله، استفاده از سهام ممتاز بسیار رواج دارد.

## 1. Venture Capital Funds

۲. دستورالعمل تأسیس صندوق سرمایه‌گذاری جورانه در تاریخ ۱۳۹۵/۴/۱ به تصویب هیات مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده است.

۳. البته تفکیک مالکیت از کنترل هزینه‌هایی در پی دارد که با سه اثر مهم شناخته می‌شوند: ۱- مالکیت شرکت‌های بزرگ در دست تعداد زیادی از سهام‌داران قرار می‌گیرد که نوعاً مالک میزان قابل توجهی از سهام شرکت نیستند؛ ۲- مدیران شرکت عموماً مالک مقداری اندک از سهام شرکت‌ها هستند؛ ۳- تضاد منافع میان مدیران و سهام‌داران وجود دارد.

Posner, Richard, (2009), Economic Analysis of law, Aspen Publishers, six edition, 426-429; Stigler, George, (1983), "Claire Frieland, The Literature of Economics: The Case of Berle and Means", Journal of Law & Economics, vol. XXVI, 238

۴. صندوقهای سرمایه‌گذاری دارای تفاوت‌های ماهوی و کارکردی مهمی با شرکتهای سرمایه‌گذاری هستند. شرکتهای سرمایه‌گذاری دارای تشکیلات اداری گسترده بوده و همانند دیگر شرکتهای با هزینه و تشریفات قابل توجه اداره می‌شوند. در این شرکت‌ها هیات مدیره بصورت مرتب و مجمع عمومی حداقل بصورت سالانه تشکیل می‌شود. همچنین برخلاف صندوقهای سرمایه‌گذاری که معمولاً عمر محدودی دارند شرکتهای سرمایه‌گذاری نوعاً از نظر زمانی بطور نامحدود تأسیس می‌شوند. در مجموع قالب صندوق سرمایه‌گذاری به دنبال فراهم آوردن شرایطی ساده و کم‌هزینه برای مدیریت وجوه و انجام سرمایه‌گذاری بدون درگیر شدن در پیچیدگی‌های تشکیل شرکت است.

## فصل دوم: نقش سهام ممتاز در سرمایه‌گذاری خطرپذیر

همچون هر شراکت دیگری، در شرکت‌های نوپا باید همواره به دنبال راهی بود که منافع و انگیزه سرمایه‌گذاران و کارآفرینان را همسو نماید. از جمله بهترین راه‌حل‌هایی که در این زمینه ارائه گردیده است استفاده از سهام ممتاز است که با امتیازات مختلف و کارکردی که در سرمایه‌گذاری خطرپذیر ایفا می‌نماید تا حدود زیادی در رفع مشکلات ناشی از ریسک بالای سرمایه‌گذاری مؤثر است (Ronald J and David M, 2003). لذا اصولاً سرمایه‌گذاری در شرکت‌های نوپا همراه با توافق بر سر اعطای سهام ممتاز به سرمایه‌گذاران است (Austin P, 1940) از این‌رو، با پیش‌بینی در اساسنامه و یا موافقت مجمع عمومی فوق‌العاده<sup>۱</sup>، اولویت‌هایی برای سرمایه‌گذاران قرار داده می‌شود تا این اشخاص ضمن پذیرش ریسک سرمایه‌گذاری، به تأمین مالی شرکت ترغیب شوند. بر این اساس در این فصل کاربرد امتیازات سهام ممتاز در سرمایه‌گذاری خطرپذیر را از دو منظر امتیازات مالی (گفتار اول) و امتیازات غیرمالی (گفتار دوم) مورد بررسی قرار می‌دهیم.

### گفتار اول: امتیازات مالی

اصولاً هدف از سرمایه‌گذاری، کسب سود و انتفاع است و بنابراین در نظر گرفتن امتیازات مالی بیشتر برای سرمایه‌گذاران از طریق تخصیص سهام ممتاز، از عوامل مهم انگیزشی اشخاص به منظور قبول انجام سرمایه‌گذاری است. از جمله امتیازات مالی که از طریق سهام ممتاز قابل اعطا است سود ثابت سهام (بند اول)، اولویت در دریافت سود (بند دوم) و اولویت در زمان انحلال (بند سوم) قابل بررسی هستند.

### بند اول: سود ثابت سهام<sup>۲</sup>

شرکت مبتنی بر مشارکت و سهام شدن در سود و زیان است و تقسیم سود به تناسب سرمایه‌ای است که هر یک از شرکا در میان گذاشته‌اند.<sup>۳</sup> با این حال برخی شرکا با توجه به شرایط خاص شرکت<sup>۴</sup> و از آن جایی که از سودآوری و موفقیت شرکت اطمینان کافی ندارند، ترجیح می‌دهند مبلغ ثابتی را که تصور

۱. ترتیب این امر به قدری مهم است که در صورت مغایرت، دادگاه حکم به استرداد سهام ممتاز دلیل عدم مطابقت با شرایط موجود در اساسنامه یا مجمع عمومی فوق‌العاده صادر می‌کند. جهت ملاحظه نمونه‌ای از رأی دادگاه در این خصوص ر.ک به:

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

2. Fixed Dividend

۳. ماده ۵۷۵ قانون مدنی.

۴. شرکت‌ها معمولاً زمانی به سهام‌داران امتیاز می‌دهد که شرکت دچار بحران اقتصادی است و لذا ناچارند جهت ترغیب سهام‌داران به سرمایه‌گذاری به آنان سهام ممتاز دهند.

می‌کنند از سود معمول شرکت بیشتر است به عنوان سود دریافت دارند. بر این اساس این اشخاص، سهام ممتاز با امتیاز سود ثابت، که معمولاً درصد مشخصی از مبلغ اسمی سهام شرکت است، دریافت می‌کنند.<sup>۱</sup> به عنوان مثال، ابتدا 5 درصد مبلغ اسمی سهام به عنوان سود به دارنده چنین سهام ممتازی تعلق می‌گیرد و باقیمانده سود، در صورت وجود، به صورت مساوی بین سایر سهامداران تقسیم می‌شود (L. Carol, 1990). در این حالت، دارنده سهام ممتاز شبیه شخصی است که پول خود را به بانک قرض داده و سود مشخصی را دریافت می‌کند. با وجود این باید توجه داشت که پرداخت سود در هر صورت منوط به تحقق و وجود سود است، بدین معنا که اگر در سال مالی معینی سودی حاصل نشود، مبلغی به دارنده چنین سهام ممتازی پرداخت نخواهد شد، مگر اینکه سهام ممتاز وی از نوع جمع‌شونده باشد که شرح آن در ادامه خواهد آمد.

این امتیاز اگرچه برای سرمایه‌گذاران دارای اهمیت و جذابیت است، با این حال در سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر، پیش‌بینی آن رایج نیست و در صورت پیش‌بینی نیز محدود به نوع «جمع‌شونده»<sup>۲</sup> است. در واقع شرکت‌های نوپا در ابتدای تأسیس و نیز معمولاً تا سالها پس از آن سودده نیستند و در صورت کسب سود نیز عموماً از آن مبالغ در راستای ارتقای شرکت و افزایش سهم آن در بازار استفاده می‌شود. به عبارت دیگر، راهبرد شرکت‌های نوپا اصولاً بر گسترش سهم بازار است نه کسب سود و به همین دلیل این شرکت‌ها معمولاً تا سالیان طولانی سودده نیستند.<sup>۳</sup> بر این اساس اصولاً سرمایه‌گذاران و کارآفرینان، نه از سود سهام بلکه از افزایش قیمت سهام منتفع می‌شوند، بدین ترتیب که با فروش سهام به دیگر اشخاص با قیمتی بالاتر از قیمت خرید کسب سود می‌کنند. بر همین اساس ملاحظه می‌شود که اعطای امتیاز سود ثابت به خودی خود کارایی مطلوب را برای سرمایه‌گذاران خطرپذیر نخواهد داشت.

با وجود این از آنجا که کسب و کار با این هدف توسعه می‌یابد که پس از بدست آوردن سهم قابل توجه در بازار به سوددهی برسد، پیش‌بینی سهام ممتاز از نوع جمع‌شونده با سود ثابت گاهی اوقات منافع

۱. در حقوق ایران، بحث پرداخت سود ثابت مورد مذاقه قرار نگرفته است، اما در خصوص دریافت سود بیشتر نسبت به دیگر سهامداران به ازای هر سهم، اظهارنظرهایی صورت گرفته است. اگرچه برخی چنین امتیازی را نامعتبر شمرده‌اند و شرط سود بیشتر بدون کار اضافی را خلاف مقتضای ذات عقد و مبطل آن دانسته‌اند (امامی، سید حسن، حقوق مدنی، ج ۲، ج ۴، نشر کتابفروشی اسلامی، تهران، ۱۳۶۶، ص ۱۳۳)، صحت چنین شرطی قوی‌تر بنظر می‌رسد.

## 2. Cumulative preferred stock

۳. همانطور که پیشتر ذکر شد به دلیل ماهیت شرکت‌های نوپا که اصولاً مستلزم افزایش سهم بازاری است و کسب سود سالانه در آنها اهمیت کمتری دارد، سرمایه‌گذاران اصولاً با استفاده از روش‌هایی همچون عرضه اولیه یا ادغام یا تملک، سهام خود را با قیمت مناسب به دیگران واگذار کرده و از شرکت خارج می‌شوند و بازدهی کسب می‌کنند و به دنبال دریافت سود سهام نیستند.

سرمایه‌گذار را به شکل مناسب تامین می‌کند (Ronald J and David M, 2003). در سهام ممتاز جمع شونده، سود ثابت سهام ممتاز که در هر دوره مالی به هر علتی پرداخت نشده است انباشت می‌شود و در مقطع معینی پس از وجود نقدینگی، سودهای پیشین نیز پرداخت می‌شود.<sup>۱</sup> در این حالت، شرکت حق پرداخت هیچ نوع سودی را به سهام‌داران عادی ندارد مگر اینکه سود سهام انباشته شده در سال‌های قبل به سهام‌داران ممتاز پرداخت شود (Ronald J and David M, 2003). لذا این نوع سهام ممتاز تا حدودی می‌تواند از منافع سرمایه‌گذاران خطرپذیر حمایت نماید.

### بند دوم: اولویت در دریافت سود<sup>۲</sup>

اولویت و برتری صاحبان سهام ممتاز در دریافت سود به دست آمده، زمانی امتیاز شمرده می‌شود (George W, 1992) که نقدینگی شرکت کافی نیست و در این حالت سهام‌داران ممتاز، در زمان دریافت سود اعلام شده نسبت به سهام‌داران عادی در اولویت قرار دارند (George J, 1921) و تا زمانی که سود آن‌ها پرداخت نگردد، پرداخت هر گونه سود به سهام‌داران عادی ممنوع است (Ben, 2014). در حقوق ایران نیز انتشار چنین سهمی با ممانعی مواجه نیست (طباطبایی، ۱۳۹۴).

از آن جایی که سرمایه‌گذاران خطرپذیر تأمین‌کنندگان اصلی سرمایه شرکت‌های نوپا می‌باشند، انتظار دارند پیش از سایر سهام‌داران به سود سرمایه خود دست یابند. سهام ممتاز این امتیاز را به آنان خواهد داد که نسبت به دیگر سهام‌داران هنگام تقسیم سود در اولویت قرار گیرند. با این حال همان طور که اشاره نمودیم پرداخت سود در چنین شرکت‌هایی که در پی افزایش هرچه بیشتر سهم بازار و ارزش سهام شرکت هستند رایج نیست، لذا این مزیت تنها زمانی مطلوبیت دارد که سود سهام ممتاز از نوع جمع شونده باشد تا دارنده سهام ممتاز بتواند بعداً سودهای پرداخت نشده پیشین خود را دریافت نماید (Ronald J and David M, 2003, p.883).

### بند سوم: اولویت در زمان تسویه<sup>۱</sup>

۱. باید توجه داشت معدود نویسندگانی که در کشور ما به این موضوع پرداخته‌اند با طرح مباحثی همچون غرر و ربا در مشروعیت سهام ممتاز با سود جمع شونده تردید نموده‌اند. اصولاً فقها ماهیت سهام ممتاز را تابع عقد شرکت می‌دانند و معتقدند که قرارداد و ویژگی جمع شوندگی برای آن منجر به انقلاب ماهیت عقد از شرکت به قرض ربوی می‌گردد. از دیدگاه این دسته از فقها تعهد به پرداخت سود سال‌های قبل در واقع تضمین اصل و سود است که جایز نیست. جهت مطالعه بیشتر رجوع کنید به:

طباطبایی، سیدصادق، تحلیل فقهی اقتصادی سهام ممتاز، مجله جستارهای اقتصادی ایران، ش ۲۴، ۱۳۹۴، صص ۲۳-۱

موسویان، سیدعباس، ابزارهای مالی اسلامی، ج ۱، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی تهران، ۱۳۸۶

یکی از امتیازاتی که ممکن است در سهام ممتاز پیش‌بینی شود اولویت نسبت به دارایی‌های شرکت به هنگام انحلال است. البته عموماً این امتیاز منحصر به زمان انحلال نیست و رویدادهایی همچون ادغام و فروش بخش عمده دارایی‌های شرکت را که منتهی به نقد شدن دارایی‌های شرکت می‌شود نیز در بر می‌گیرد.<sup>۲</sup> اصولاً کارایی این امتیاز در هنگام ادغام بیش از سایر موارد است، زیرا هنگامی که شرکت منحل می‌شود یا تمامی یا قسمت عمده دارایی‌های آن به فروش می‌رسد معمولاً وضعیت خوبی ندارد و پول چندانی برای تقسیم وجود ندارد. در هنگام انحلال یا فروش دارایی‌ها معمولاً طلبکارانی وجود دارند که در اولویت هستند، اما در جایی که شرکت نوپای دانش بنیان با شرکت بزرگ دیگری ادغام می‌شود اولویت در تسویه کارایی بیش‌تری خواهد داشت و حقوق سهام‌داران ممتاز و حق اولویت آن‌ها ثمره عملی دارد (Ronald J and David M, 2003).

این امتیاز ممکن است تنها ناظر به مبلغ اسمی سهام پرداخت شده باشد یا اینکه مقرر شود در تقسیم دارایی باقی‌مانده شرکت، پس از پرداخت بدهی‌های آن به اشخاص ثالث، سهم بیشتری به نسبت سهام عادی به صاحبان سهام ممتاز داده شود (Scott Edward, 2010; pierre, 2005). این مبلغ معمولاً مبلغ سرمایه‌گذاری شده بوسیله سرمایه‌گذار است که در قبال آن سهام ممتاز دریافت می‌کند. در حقوق ایران نیز سهام‌داران ممتاز می‌توانند با رعایت ماده ۲۳۳ لایحه قانونی تجارت، در صورت انحلال شرکت در برداشت ارزش اسمی سهام خود از دارایی نقدی شرکت، در اولویت قرار گیرند (پاسبان، ۱۳۸۵، ص ۸۳). در عین حال بنظر می‌رسد هیچ مانعی وجود ندارد که این اولویت ناظر بر مبلغی بیش از مبلغ اسمی سهام و در واقع مبلغ سرمایه‌گذاری صورت گرفته باشد.

اولویت در انحلال در واقع درصدی از قیمت اولیه خرید سهام ممتاز است که در اکثر موارد ۲ یا ۳ برابر مبلغ اولیه خریداری سهام است، مثلاً اگر قیمت هر سهم در هنگام خرید ۱۰۰ ریال باشد، مبلغ پرداختی به چنین سهامدار ممتازی در هنگام تسویه، ۲ برابر آن یعنی ۲۰۰ ریال خواهد بود (Timothy J, 2003).

امتیاز انحلال ممکن است مشارکتی<sup>۳</sup> یا غیر مشارکتی<sup>۴</sup> باشد. اولویت انحلال مشارکتی بدین معناست که سرمایه‌گذار ابتدا مقدار مشخص شده برای تسویه را دریافت می‌کند، سپس نسبت به مبلغ باقی‌مانده به

1. liquidation preference

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

3. participating

4. non-participating

تناسب مالکیت خود با دیگر سرمایه‌گذاران سهامی می‌شود. اما در اولویت انحلال غیرمشارکتی، سرمایه‌گذار تنها مستحق دریافت مبلغ مشخص شده در زمان تسویه می‌باشد و در باقی‌مانده درآمد شرکت سهامی نخواهد داشت (Everette L, 1986).

این امتیاز نقش مهمی در سرمایه‌گذاری خطرپذیر در راستای حمایت از منافع سرمایه‌گذاران دارد. برای درک چرایی اهمیت این امتیاز در سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر لازم است توجه شود شرکت‌های نوپا اصولاً فاقد دارایی‌های محسوس بوده و از سوی دیگر تأمین مالی آن‌ها توسط سرمایه‌گذاران خطرپذیر صورت می‌گیرد. به عبارت دیگر، کارآفرینان و بنیان‌گذاران شرکت نقش چندانی در تأمین مالی شرکت ندارند. بنابراین از یک سو تأمین مالی توسط سرمایه‌گذار خطرپذیر صورت گرفته و از سوی دیگر شرکت دارایی محسوس قابل توجهی ندارد. در این شرایط طبیعی است سرمایه‌گذار مایل باشد در صورت نقد شدن دارایی‌های شرکت به هر دلیل، در دریافت وجوه حاصل از فروش دارایی‌ها حق تقدم داشته باشد، زیرا احتمال عدم تکافوی وجوه حاصل از فروش دارایی برای همه سهامداران و برگشت سرمایه‌گذاری صورت گرفته شرکت بالاست. اهمیت این نکته زمانی بیشتر می‌شود که توجه نماییم از نظر آماری شرکت‌های نوپا بیش از سایر شرکت‌ها دچار مشکل می‌شوند و پیش از این که شناخته شوند از بین می‌روند و در معرض فروش و یا انحلال قرار می‌گیرند (Pierre, 2005).

#### گفتار دوم: امتیازات غیر مالی

امتیازات غیر مالی بطور مستقیم آثار مالی ندارند، هرچند با نگاهی دقیق‌تر و با بررسی این امتیازات مشخص می‌شود که امتیازات غیر مالی نیز در نهایت منافع مالی برای دارندگان خود خواهد داشت. این امتیازات در سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر نقش مهمی در جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و متقاعد ساختن آن‌ها نسبت به انجام سرمایه‌گذاری می‌کنند و بطور خاص شامل حق رای (بند اول) و قابلیت تبدیل سهام ممتاز به سهام عادی (بند اول) هستند که در ادامه بررسی می‌شوند.

#### بند اول: حق رأی

در حقوق ایران میزان رای سهامدار شرکت وابسته به میزان سهام است و هر یک از سهام‌داران که سهام بیشتری داشته باشد از حق رأی بیش‌تری برخوردار است؛ مگر زمانی که برخی سهام‌داران دارای سهام ممتاز باشند و در اساسنامه برای دارندگان سهام ممتاز حق رأی چند برابر سهام عادی در نظر گرفته شده

باشد. با این حال هر چند برخی معتقدند اعطای امتیاز نیاز به هیچ نوع توجیه و قیدی ندارد<sup>۱</sup>، حق رأی چند برابری<sup>۲</sup> نسبت به سهام‌داران عادی تا حد زیادی مورد انتقاد حقوق‌دانان واقع شده‌است.<sup>۳</sup>

در تأمین مالی از طریق سرمایه‌گذاری خطرپذیر، سرمایه‌گذاران به دنبال این هستند که کنترل ویژه‌ای بر هیات مدیره و تصمیمات شرکت داشته باشند (Ronald J and David M, 2003) و از این طریق منافع مالی خود را محفوظ نگه دارند، زیرا تأمین مالی و خدمات مدیریتی رابطه تنگاتنگی با یکدیگر دارند. در واقع، تأمین مالی برای حل چالش‌ها و عملکرد مؤثر و مناسب لازم و ضروری است، اما در عین حال بدون کمک مدیریتی به کارآفرینان جوان و کم‌تجربه محکوم به شکست است (Darek, 2010, p.1-5). در سرمایه‌گذاری خطرپذیر غالباً تنها دارایی شرکت، سرمایه‌ای است که سرمایه‌گذاران خطرپذیر با خرید سهام<sup>۴</sup> یا افزایش سرمایه از طریق صرف سهام وارد شرکت کرده‌اند و در طرف دیگر کارآفرینانی قرار دارند که اصولاً فاقد تجربه مدیریتی هستند. در عین حال به جهت عدم تأمین مالی کسب و کار توسط کارآفرینان، ممکن است این اشخاص دلسوزی لازم نسبت به نحوه استفاده از وجوه را نیز نداشته باشند و لذا کنترل یا حداقل نظارت سرمایه‌گذار بر نحوه خرج کردن سرمایه ضروری است.

از طرف دیگر به دلیل ریسک بالای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های نوپا، سرمایه‌گذاران خطرپذیر معمولاً درصد کمی از سهام شرکت را خریداری می‌کنند (Klaus M, 2003, p.1147). این امر دو منفعت برای سرمایه‌گذار در پی دارد: اولاً سرمایه‌گذار ریسک کمتری کرده و در صورتی که کسب و کار

۱. جهت ملاحظه این امر ر.ک به: اسکینی، ربیعا، حقوق تجارت (شرکت‌های سهامی)، ج. ۱، ص. ۱۰، انتشارات سمت، تهران، ۱۳۸۸.

## 2. Multiple voting

۳. جهت مطالعه نظرات حقوق‌دانان در این امر ر.ک به:

پاسبان، محمدرضا، حقوق شرکت‌های تجاری، سمت، تهران، ۱۳۸۵، ص ۲۸۱-۲۸۲.

عرفانی، محمود، حقوق تجارت، ج. ۹، بنیاد حقوقی میزان، تهران، ۱۳۸۷، ص ۲۸۵.

۴. ممکن است این ابهام پیش آید که در خرید سهام، وجه پرداختی توسط سرمایه‌گذاران خطرپذیر به فروشندگان (یعنی کارآفرینان) پرداخت می‌شود و ارتباطی با شرکت پیدا نمی‌کند. در این راستا باید به چند نکته توجه داشت: اولاً سازوکار ارزیابی و ارزش‌گذاری در شرکت‌های نوپا با سایر شرکت‌ها تفاوت دارد و ارزش این شرکت‌ها بر اساس تخمینی که از رشد آن‌ها در آینده وجود دارد تعیین می‌شود و به همین دلیل معمولاً ارزش این شرکت‌ها بر اساس نیاز مالی که دارند تعیین می‌شود و مبلغ مزبور به کارآفرینان بابت فروش بخشی از سهام پرداخت می‌شود؛ ثانیاً در روابط میان طرفین شرط می‌شود که کارآفرینان مبلغی را که بابت خرید سهام دریافت نموده‌اند باید در شرکت سرمایه‌گذاری کنند و نمی‌توانند به مصرف شخصی برسانند به نحوی که این مبلغ در افزایش سرمایه‌ای که متعاقباً انجام می‌شود به عنوان مطالبات کارآفرینان استفاده می‌شود، ثالثاً سرمایه‌گذار به نسبت سهام خود، سرمایه‌ای جدید را به عنوان قرض به شرکت تزریق می‌کند به نحوی که در افزایش سرمایه، نسبت سهام کارآفرینان و سرمایه‌گذار ثابت می‌ماند و شرکت به میزان مجموع سرمایه‌گذاری که انجام شده است افزایش سرمایه می‌دهد. طبیعی است که اگر افزایش سرمایه از طریق صرف سهام صورت گیرد نیز تمام ارزش افزوده وارد شرکت می‌شود. انتخاب راه‌حل خرید سهام علیرغم پیچیدگی بیشتر دلایلی مالیاتی دارد. در هر دو روش روشن است که تمام مبلغ سرمایه‌گذاری به وسیله سرمایه‌گذار پرداخت شده است.

با شکست مواجه شود زیان کمتری می‌بیند؛ ثانياً کارآفرینان همچنان انگیزه کافی برای توسعه کسب و کار خواهند داشت، زیرا قسمت عمده سهام شرکت را همچنان در اختیار دارند. این وضعیت منجر به آن می‌شود که سرمایه‌گذار بار تامین مالی کسب و کار را تحمل کرده، اما از سهام و حق رای کافی برای نظارت بر نحوه هزینه‌کرد این مبالغ و تاثیرگذاری بر تصمیمات شرکت برخوردار نباشد (Herbert, Ann, Peter, 1989). بر این اساس طبیعی است سرمایه‌گذاران خطرپذیر، علیرغم سرمایه کمتر و در نتیجه میزان سهام پایین خود، انتظار تاثیرگذاری بر تصمیمات شرکت را داشته باشند.<sup>۱</sup> بدین ترتیب داشتن حق رأی چند برابر نسبت به سهام عادی سبب می‌شود اکثر تصمیمات شرکت منوط به موافقت سرمایه‌گذاران خطرپذیر باشد و این اشخاص علیرغم دارا بودن درصد سهام ناکافی برای مدیریت شرکت، در اداره شرکت نقشی اساسی داشته باشند (Douglas J, 2008; Yaron, 2009).

باید توجه داشت از آنجا که در سرمایه‌گذاری خطرپذیر، تزریق سرمایه به صورت مرحله به مرحله انجام می‌شود (George W, 1992)، در هر مرحله سرمایه‌گذاران خطرپذیر مقداری سهام ممتاز دریافت می‌کنند که علاوه بر حقوق مالی، حق رأی را نیز به همراه خواهد داشت (Charlos R, 2013). حق رای چند برابری امکان تاثیرگذاری بر روی تمامی تصمیمات شرکت را فراهم می‌کند. این تصمیمات امور مهمی همچون انحلال شرکت، تصویب صورت‌های مالی، تقسیم سود و اخذ تصمیم در زمینه تغییرات سرمایه را در بر می‌گیرد. در این بین، از جمله مزایای مهم داشتن حق رای چند برابر برای سرمایه‌گذاران خطرپذیر، امکان انتخاب اعضای هیات مدیره از میان صاحبان سهام ممتاز (سرمایه‌گذاران خطرپذیر) است. براساس ماده ۸۸ لایحه اصلاحی قانون تجارت، انتخاب اعضای هیات مدیره با اکثریت نسبی خواهد بود، لذا در صورتی که سرمایه‌گذار خطرپذیر بطور مثال ۴۰ درصد از سهام یک شرکت سهامی را با حق رای ۲ برابر مالک باشند می‌تواند با داشتن ۸۰ رای در مقابل ۶۰ رای سهامداران عادی، اکثریت مدیران را انتخاب نمایند. کنترل تصمیمات روزمره شرکت با کسب اکثریت اعضای هیات مدیره مقدور است. بدین ترتیب مهم‌ترین راه کنترل تصمیمات شرکت توسط سرمایه‌گذاران خطرپذیر، تخصیص قسمتی از کرسی‌های اعضای هیات مدیره به این سرمایه‌گذاران است (Darden Business Publishing, 2009).

سرمایه‌گذار خطرپذیر که درصد کمی از سهام شرکت را در اختیار دارد با پیش‌بینی سهام ممتاز برای خود و انتخاب تعداد معینی از اعضای هیات مدیره از میان دارندگان سهام ممتاز امکان کنترل بر

۱. سرمایه‌گذاری خطرپذیر از این جهت خاص محسوب می‌شود که برخلاف دیگر سرمایه‌گذاران به صورت عام، تنها عملیات تأمین مالی شرکت را انجام نمی‌دهند. بلکه سرمایه آن‌ها شامل کمک‌های مدیریتی و بازاریابی نیز می‌گردد.



عملیات شرکت را پیدا می‌کند<sup>۱</sup>. بدین ترتیب سرمایه‌گذار خطرپذیر می‌تواند بر تمامی مسائل شرکت در صلاحیت هیات مدیره است تاثیر بگذارد و ریسک را مدیریت کند (Ben, 2014; Ronald J, 2003; William W, 2002; Klaus M, 2003; George W, 1992). این امتیاز به مراتب از اولویت در پرداخت سود و یا اولویت در انحلال مهم‌تر است (Ronald J and David M, 2003).

### بند دوم: حق تبدیل سهام ممتاز به سهام عادی

در نگاه اول شاید تبدیل سهام ممتاز به عادی نه امتیاز، بلکه به زیان سهام‌داران ممتاز محسوب شود. با این حال بسته به امتیازاتی که سهام ممتاز دارد، گاهی قابلیت تبدیل سهام ممتاز به عادی، امتیازی مهم برای سهامدار است. چنین سهامی را «سهام ممتاز قابل تبدیل»<sup>۲</sup> می‌نامیم. «سهام ممتاز قابل تبدیل» اصولاً به سهامی اطلاق می‌شود که دارای سود معین و ثابت و از طرف دیگر فاقد حق مشارکت در دارایی‌ها<sup>۳</sup> با دیگر سهام‌داران است. چنین امتیازی (سود ثابت)، هنگامی که شرکت هنوز به وضع پایداری نرسیده برای سهامدار اهمیت دارد. اما روی دیگر سکه این امتیاز، محدود بودن آن به مبلغی ثابت است و در شرایط خوب، این، سهامداران عادی هستند که سود بیشتری دریافت می‌کنند. بدین ترتیب، هنگامی که ارزش شرکت به سطح بالایی برسد این امتیاز می‌تواند اثر منفی داشته باشد.

ارزش سهام یک شرکت تا حدود زیادی به عملکردهای آینده و موفقیت شرکت بستگی دارد (George W, 1992, p.1059). تبدیل چنین سهام ممتازی به سهام عادی زمانی مورد پسند

<sup>۱</sup> از جمله دیگر روش‌ها برای کنترل تصمیمات هیات مدیره، افزایش اکثریت اعضای تصمیم‌گیرنده در هیات مدیره است، به‌نحوی که نمایندگان سرمایه‌گذار را نیز در بر گیرد و بدون حضور این نمایندگان اکثریت لازم جهت تشکیل جلسات حاصل نمی‌شود (Ola Bengtsson, "Covenants in Venture Capital Contracts" Management Science, Vol. 57, No. 11 (November 2011) 1934). ضرورت وجود رای مثبت نمایندگان سرمایه‌گذار ممکن است تنها مربوط به برخی تصمیمات مهم همچون استفاده از وجوه بالاتر از سقف معین یا به رهن‌گذارند دارایی‌های شرکت باشد (Pierre Henri Conac, "The New Ferench Preferred shares: Moving Towards a More Liberal Approach" ECFR 4, Vol. 10.1515(2005)500).

#### 2. Convertible preferred stock

3. participating preferred stock یکی از انواع سهام ممتاز است که به سهام‌دار ممتاز این حق را می‌دهد که پس از تقسیم سود در باقی مانده دارایی‌های موجود با سهام‌داران عادی مشارکت نمایند. سهام ممتاز مشارکتی علاوه بر اینکه به دارنده خود امتیاز اولویت در دریافت سود سهام را می‌دهد، به صورت همزمان اجازه می‌دهد که در درآمد اضافی شرکت نیز با سهام‌داران عادی شریک شود. ویژگی مشارکتی سهام ممتاز به دو نحو صورت می‌گیرد. گاه ممکن است مشارکت به صورت کامل (fully participating preferred stock) و در کل دارایی‌های حاصله باشد و گاه به صورت محدود و به میزان معینی (partially participating preferred stock) در نظر گرفته شود.

Timothy J. Harris, "Modeling the Conversion Decisions of Preferred Stock", The Business Lawyer, Vol. 58, No. 2 (February 2003), 589.

سرمایه گذاران خطرپذیر است که شرکت در وضعیت مطلوب و مناسبی قرار گرفته است و سرمایه گذار با تبدیل سهام خود به سهام عادی می تواند از پتانسیل بالای ارزش شرکت استفاده نماید. در واقع، تبدیل سهام ممتاز به عادی معمولاً زمانی برای سهامدار ممتاز مطلوبیت دارد که شرکت سهم قابل توجهی از بازار را در اختیار خود گرفته و ارزش بازار (Yaron, 2008) و بازده بالایی دارد (Yaron, 2008). در این شرایط اصولاً سود ثابت سهام ممتاز کمتر از سود تحقق یافته شرکت است که به دارندگان سهام عادی تعلق می گیرد و بنابراین تبدیل سهام ممتاز به عادی سودآوری بیش تری برای سهامدار ممتاز به دنبال خواهد داشت (Hussein H, 1969). نرخ تبدیل این نوع سهام در اساسنامه و یا بنا به تصمیم مجمع عمومی فوق العاده تعیین می شود. قیمت تبدیل متأثر از رشد بالقوه ی شرکت است، لذا هرچه رشد بالقوه بیشتر باشد، قیمت تبدیل نیز بالاتر خواهد بود. بطور مثال اگر نرخ تبدیل سهام ممتاز به عادی ۲ باشد، هر سهم ممتاز به ۲ سهم عادی می تواند تبدیل شود. حال چنانچه قیمت سهام عادی ۲۰۰۰ ریال و قیمت سهام ممتاز ۳۵۰۰ ریال باشد، تبدیل سهام ممتاز به عادی می تواند برای سهامدار ممتاز جذابیت داشته باشد. بدین ترتیب زمانی که قیمت سهام عادی در بازار افزایش می یابد دارندگان سهام ممتاز این اختیار را دارند که با تبدیل سهام خود به سهام عادی سود قابل توجهی را به دست آورند (Jarl, 2013). نرخ تبدیل تا حد زیادی وابسته به موفقیت شرکت در پروژه های خود است؛ بدین معنا که هرچقدر عملکرد شرکت مطلوب تر باشد و موفقیت های بیش تری کسب کند نرخ تبدیل بالاتر است و زمانی که شرکت وضعیت مطلوبی نداشته باشد نرخ تبدیل کاهش می یابد (Dana M, 2011; Dana M, 1990; George W, 1992). این امر باعث می شود که از یک طرف سرمایه گذاران خطرپذیر در برابر کاهش ارزش سهام حمایت شوند و از طرفی مدیران و کارآفرینان شرکت را وادار به بهبود عملکرد و فعالیت های خود می نماید؛ زیرا هرچه وضعیت شرکت بهتر باشد، میزان سهام عادی که سهام داران ممتاز در هنگام تبدیل به دست می آورند کم تر خواهد بود و مقدار بیش تری از سهام در دست کارآفرینان باقی ماند (Charlos R, 2013).

این امتیاز در سرمایه گذاری های خطرپذیر بخوبی قابل استفاده است (Klaus M, 2003)، زیرا شرکت های نوپا در آغاز کار وضعیت ناپایداری دارند و با استفاده از این امتیاز، سرمایه گذار می تواند ریسک عدم حصول سود را پوشش دهد.<sup>۱</sup> براساس تحقیقاتی که در ایالات متحده آمریکا انجام شده

۱. البته دلایل دیگری وجود دارند که استفاده از چنین امتیازی را در بسیاری از سرمایه گذاری های خطرپذیر نامطلوب می سازند. از جمله اینکه همانطور که پیشتر اشاره شد اصولاً شرکت های نوپا فاقد سودی برای تقسیم بوده و نیازمند تزریق سرمایه بیشتر برای رشد و توسعه هستند.

است، تقریباً ۸۰ درصد از سرمایه‌گذاران خطرپذیر در این کشور سهام ممتاز قابل تبدیل دریافت می‌نمایند (Sridhar, 2005). در شرکت‌های نوپا ممکن است پس از طی مراحل اولیه، شرکت توسعه چشم‌گیری پیدا کند و حتی اقدام به عرضه اولیه سهام نماید و در نتیجه ارزش و سود سهام عادی آن به مراتب بیش از سهام ممتاز آن شود. از این رو در قراردادهای منعقد شده میان سرمایه‌گذاران و کارآفرینان معمولاً در رابطه با تبدیل سهام ممتاز به سهام عادی مقرره‌ای درج می‌شود که چنانچه درآمد سالانه شرکت از حد مشخصی تجاوز کند سهام ممتاز به طور خودکار به سهام عادی تبدیل شود یا بنابه درخواست سرمایه‌گذار قابلیت تبدیل داشته باشد (Paul A, 1997)، که در اینصورت تشریفات لازم به منظور ثبت این تبدیل در اساسنامه صورت خواهد گرفت. در عموم موارد در هنگام عرضه اولیه سهام، تبدیل سهام ممتاز به عادی اتفاق می‌افتد<sup>۱</sup> زیرا شرکت‌های نوپا زمانی وارد فرایند عرضه عمومی می‌شوند که به رونق و توسعه کافی رسیده باشند (Pierre, 2005).

خاطرنشان می‌سازد سرمایه‌گذاران خطرپذیر همیشه تأمین مالی و تزریق سرمایه را به صورت مرحله‌ای<sup>۲</sup> انجام می‌دهند و در هر مرحله مقداری سهام ممتاز با حقوق و امتیازات مالی و غیرمالی دریافت می‌کنند (Charlos R, 2013). شرکت‌های نوپا برای این که وارد مرحله بعدی فعالیت شوند نیاز به پول نقد دارند، در مقابل سرمایه‌گذاران خطرپذیر این اختیار را دارند که اگر نتیجه در هر یک از مراحل رضایت بخش نبود سرمایه‌گذاری را ادامه ندهند (William W, 2002). این مسئله باعث می‌شود که کارآفرینان انگیزه خود را برای رسانیدن شرکت به موفقیت با تمرکز بر برنامه‌های بلندمدت از دست بدهند و در این حالت برای اینکه بتوانند سرمایه‌گذاران خطرپذیر را به ادامه سرمایه‌گذاری ترغیب کنند، عملکردهای کوتاه‌مدت خود را ارتقا می‌بخشند. این امر سبب می‌شود تا کارآفرینان وضعیت شرکت را به گونه‌ای بهتر از آن چیزی که واقعاً هست نشان دهند.<sup>۳</sup> در این حالت، کارآفرینان به بدست آوردن درآمدهای کوتاه‌مدت تشویق می‌شوند و از دستیابی به اهداف بلندمدت خود که اصولاً زمان و تحقیقات بیشتری می‌طلبد باز می‌مانند (Douglas J, 2008, p.611). طبیعتاً این شیوه به نفع کسب‌وکار نیست و نه کارآفرینان و نه سرمایه‌گذاران تمایل ندارند تا در چنین دامی گرفتار شوند. برای تولید انبوه نیاز به

1. Automatic conversion

2. Stage Financing

۳. در حقوق خارجی این مسئله تحت عنوان «window dressing» مطرح می‌گردد. که به معنای هر عملی است که برای بهتر جلوه دادن ظاهر وضعیت، از آنچه که در واقعیت هست، انجام شود. این امر عموماً توسط حسابدارها برای اصلاح ظاهر ترازنامه‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد. برای مثال، بانک‌ها در پایان سال مالی با مطالبه کردن دیون کوتاه‌مدت خود و تأخیر در پرداخت‌ها سعی می‌کنند تا تراز نقدینگی بانک را بهتر از آنچه واقعاً هست نشان دهند.

سرمایه زیادی است که مؤسسان و کارآفرینان فاقد آن می باشند. سهام ممتاز با امتیازات مختلف خود از جمله سهام ممتاز قابل تبدیل مناسب‌ترین راه جهت جلوگیری از این مسئله است (Yaron, 2008, p.22)، زیرا به هر میزان که وضعیت شرکت در آینده مطلوب‌تر باشد، سهام ممتاز به سهام عادی کمتری تبدیل خواهد شد.

### نتیجه‌گیری

شرکت‌های نوپای دانش بنیان، کسب و کاری قابل توسعه و مبتنی بر ایده‌های ریسک‌پذیر هستند و اغلب در زمینه فناوری فعالیت می‌کنند. این شرکت‌ها امروزه به سرعت رو به گسترش هستند و از زمان تأسیس تا زمانی که رونق یابند و شناخته شوند مراحل و موانع بسیاری را پشت سر می‌گذارند و چه بسا فعالیت خود را در شرایطی آغاز می‌کنند که فاقد هر نوع دارایی و سرمایه‌ای هستند. از این رو شرکت‌های نوپا جهت تأمین مالی عمدتاً به منابع مالی سرمایه‌گذاران خطرپذیر وابسته هستند. سرمایه‌گذاران خطرپذیر، ریسک ورود به چنین کسب و کارهایی را با هدف کسب سود در آینده می‌پذیرند؛ با این حال همواره به دنبال راهی هستند تا ریسک ناشی از سرمایه‌گذاری خود را به حداقل برسانند. سهام ممتاز در این راستا نقش مهمی ایفا می‌کند. این نوع سهام با توجه به امتیازات و اولویت‌هایی که به دارندگان خود می‌دهد تا حد قابل توجهی سبب کاهش ریسک‌های حقوقی سرمایه‌گذاری می‌گردد. به دلیل ریسک اقتصادی بالای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های نوپا، سرمایه‌گذاران خطرپذیر معمولاً درصد کمی از سهام شرکت نوپا را خریداری می‌کنند. از سوی دیگر این امر سبب می‌شود کارآفرینان مالک عمده سهام شرکت باقی مانده و انگیزه کافی جهت تلاش در رشد ارزش شرکت داشته باشند. همچنین باید در نظر داشت که تأمین مالی شرکت در اغلب موارد بطور کامل توسط سرمایه‌گذاران انجام می‌شود و کارآفرینان نقشی در این امر ندارند. در این شرایط که سرمایه‌گذار خطرپذیر اکثریت سهامداری شرکت و در نتیجه کنترل آن را در اختیار ندارد، سهام ممتازی راهکاری مناسب برای حفظ حقوق این سرمایه‌گذار و انجام نظارت‌ها و کنترل‌های لازم است. بدین ترتیب سهام ممتاز سبب ترغیب سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری می‌گردد و همچنین حفظ سرمایه آنان را تا حدود زیادی تضمین می‌کند. سهام ممتاز حسب نوع امتیازات مالی و غیرمالی که برای آن در نظر گرفته می‌شود می‌تواند دغدغه سرمایه‌گذاران خطرپذیر را رفع کرده و آنان را در موقعیت امنی قرار دهد. این امتیازات از یک طرف شامل سود ثابت سهام و اولویت در دریافت آن و همچنین اولویت در زمان تسویه شرکت می‌باشد و از طرف دیگر امتیازاتی همچون حق رأی چند برابر و عضویت در هیأت مدیره موجب می‌شود سرمایه‌گذاران خطرپذیر بتوانند

کنترل و اداره شرکت را در دست داشته باشند و از سرمایه خود حمایت کنند و با دارا بودن قابلیت تبدیل سهام خود به سهام عادی، با تبدیل سهام خود در زمان رونق شرکت از مزایای آن بهره‌مند شوند.



## منابع و مآخذ

۱. اسکینی، ربیعا. (۱۳۸۸). حقوق تجارت (شرکت‌های سهامی)، ج. ۱، چ. ۱۰، تهران، انتشارات سمت.
۲. پارساپور، محمدباقر، تفرشی، محمدعیسانی. (۱۳۸۴). «مبانی فقهی سهام ممتاز»، فصلنامه مدرس علوم انسانی، دوره ۹، شماره ۳، صص ۲۱-۳۵.
۳. پاسبان، محمدرضا. (۱۳۸۵). حقوق شرکت‌های تجاری، تهران، انتشارات سمت.
۴. جنیدی، لعیا، رحمت، دشتی. (۱۳۸۸). «حقوق حاکم بر سهام ممتاز در حقوق ایران و انگلیس»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال دوم، ۱۳۸۸، شماره ۷، صص ۱۰۴-۸۱.
۵. سلطانی، محمد. (۱۳۹۶). حقوق بازار سرمایه، چاپ دوم، تهران، انتشارات سمت.
۶. سلطانی، محمد، «درآمدی بر ماهیت و رژیم حقوقی صندوق‌های سرمایه‌گذاری»، فصلنامه پژوهش حقوق، شماره ۳۴.
۷. طباطبایی، سیدصادق. (۱۳۹۴). «تحلیل فقهی اقتصادی سهام ممتاز»، مجله جستارهای اقتصادی ایران، شماره ۲۴، صص ۱-۲۳.
۸. عرفانی، محمود. (۱۳۸۷). حقوق تجارت، چ. ۹، تهران، انتشارات میزان.
۹. موسویان، سیدعباس. (۱۳۸۶). ابزارهای مالی اسلامی، چ. ۱، تهران، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی تهران.
10. Arcot, Sridhor. (2013). "participating convertible preferred stock in venture capital exist", Journal of Business Venturing: 31-38.
11. Bratton, William W. (2002). "Venture Capital on the Downside: Preferred Stock and Corporate Control", Georgetown University Law Center, Vol.100, No.05: 891- 945.
12. Barry, Christopher. (1994). "New direction in research on venture capital finance", financial management, Vol.23, No.3: 3-15.
13. Casamatta, Cotherine. (2005). " financial and advising optimal financial contracts with venture capitalists", Journal of finance, Vol.LVIII, No.5: 2059-2085.
14. Chemmanur. Thomas J and Zhaohui. Chen. ( 2014). " Venture Capitalists Versus Angels: The Dynamics of Private Firm Financing Contracts", Review of Corporate Finance Studies, Vol. 3, No. 1-2: 39-86.

15. Cox. Dr Bill D. (1990). " preferred stock:usage and characteristics", journal of Applies business research, vol. 9, no. 4: 33-38.
16. Cumming, Douglas J. (2008). "A Contract and exit in venture capital finance", Review of financial studies, Vol. 21, No.5: 1941-1982.
17. Cumming, Douglas J. (2008) " Agency Costs, Institutions, Learning and Taxation in Venture Capital contracting", Journal of business venturing, Vol.20
18. Cumming, Douglas J. (2002). "A cross-country comparison of full and partial venture capital exit", Law and Economics research paper, No. 01-04:1-47.
19. Cumming. Douglas J and Sofia A. Johan. (2007). "Advice and monitoring in venture capital finance". Finance market and portfolio management, Vol.21, No.1: 3-43.
20. Darden Business Publishing. (2009). "The early stage term sheet", University of Virginia, No.121: 12-26.
21. Dent Jr. George W. (1992). "venture capital and the future of corporate finance", Washington University Law Quarterly, Vol. 70:1029:1029-1085.
22. Dow. Clifford G. (1998). "Preferred Stocks", Dow Publishing Company, No. 207.878.3000.
23. Elsaid, Hussein H. (Jul. - Aug., 1969). " The Function of Preferred Stock in the Corporate Financial Plan", Financial Analysts Journal, Vol. 25, No. 4: 112-117.
24. Francis. Jack clark and Richard w, Taylor. (1992). Theory and problems of investment. U.S.A, Mcgraw-hill.
25. Gilson, Ronald J. and David M. Schize r. (Jan., 2003). "Understanding Venture Capital Structure: A Tax Explanation for Convertible Preferred Stock", Harvard Law Review, Vol. 116, No. 3: 874-916.
26. Gomper. Paul A. (1997). "Ownership and control in entrepreneurial firms: an examination of convertible security in venture capital investment". Working paper Harvard university: 1-43.
27. Guerard Jr. John And Eli Schwartz.( 2007). Quantitative Corporate Finance, U.S.A, Business & Economics.
28. Harris, Timothy J. (February 2003). "Modeling the Conversion Decisions of Preferred Stock", The Business Lawyer, Vol. 58, No. 2 587-600.
29. Henri Conac. Pierre. (2005). "The New Ferench Preferred shares: Moving Towards a More Liberal Approach", ECFR 4, Vol. 10.1515: 447-511.
30. Jassy. Everettle L. (1986). " Issuance of floating rate preferred stock", Tax lawyer, Vol.39, No.3: 519-561.
31. Kallberg. Jarl. (2013). " Preferred Stock: Some Insights into Capital Structure", Thunderbird School of Global Management, Code. G14: 2-25.

32. Korsmo, Charlos R. (2013). " Venture capitall and preferred stock", school of law, Vol 78:4.
33. Klačmer Čalopa. Marina and Jelena. Horvat and Maja. Lalić. (2014). "Analysis of financing sources for start-up companies", Original scientific paper, Vol. 19, No. 2: 19-43.
34. Klaus M. Schmidt. (Jun., 2003). " Convertible Securities and Venture Capital Finance," The Journal of Finance, Vol. 58, No. 3: 1139-1166.
35. Klein, O'Brien, Peters. (2002). "Debt vs. Equity and Asymmetric Information:A Review", Financial Review, Vol. 37.
36. Klonowski. Darek. (2010). The venture capital investment process. U.S.A, palgrave macmilan.
37. L. Houston, Jr. and Carol Olson Houston. (Autumn, 1990). " Financing with Preferred Stock", Financial Management, Vol. 19, No. 3: 42-54.
38. Leitner. Yaron. (2009). "Convertible securities and venture capital finance", business review, Q3: 18-42.
39. Lerner. Joshua. (1994). " Venture capitalists and the decision to go public", Journal of Financial Economics, Vol. 35: 293-316.
40. Mark. J.P. Anson. (2009). An Introduction to core topic in Alternative investment, UK, John Wiley & Sons. Inc.
41. Mason. Colin M. and Richard T. Harisson. (2002). "Barriers to investment in the informal veture capital", Entrepreneurship and reginal development, No. 14: 271-287.
42. Mathonet. Pierre-Yves and Thomas Meyer. (2007). Managing a portfolio of venture capital and private equity funds, UK, John Wiley & Sons. Inc.
43. McNally. Kevin. (2005). Corporate venture capital: Bridging the equity gap in the small business sector, London and New York, Taylor and francis group.
44. McKaskil. Dr. Tom. (2009). Rasing angel & venture capital finance: an entrepreneur s guide to securing venture finance, Melburne, Breakthrough Publications.
45. Ola, Bengtsson. (November 2011). " Covenants in Venture Capital Contracts", Management Science, Vol. 57, No. 11: 1926-1943.
46. Ooghe, Herbert, Ann Bekaert and Peter van den Bossche. (1st Quarter, 1989). " Venture Capital in the U.S.A., Europe and Japan", Management International Review, Vol. 29, No. 1: 29-45.



47. Ramadani. Veland. (2012). " The Importance Of Angel Investors In Financing The Growth Of Small And Medium Sized Enterprises", International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences, Vol.2, No.7: 306-322.
48. Ross. Stephen and Randolph. Westerfield and Jeffrey. Jaffe and Bradford. Jordan. (2008). Corporate Finance, Ross, UK, 8th Edition.
49. Sullivan. Austin P. (1940). "Preferred stock as an investment security", The Georgetown law journal, Vol.28: 232-258.
50. Stanley M. Rubel.(April 1969). " what venture capital financing has done for small business", The Business Lawyer, Vol. 24, No. 3: 945-973.
51. Thompson, George Jarvis. (1921). "Respective right of preferred and common stock holders in surplus profitd", University of pittsburgh law school, Vol.XIX, No.5: 463-486.
52. Walker. Scott Edward .(2010).Beware the trappings of liquidation preference. U.S.A, VentureBeat.
53. Warren. Dana M. (2011). " Venture capital investment: Status and trends", business law journal, Vol.6: 505-522.

