



طراحی مدل حقوق مالی برای تغییرات (افزایش) سرمایه شرکت های سهامی عام در حقوق ایران و انگلیس

رضا محمدی درویش وند^۱

علی زارع^۲*

مهدی منتظر^۳

اسید یعقوب زراعت کیش^۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۹/۰۵ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۳/۰۸

چکیده

این مطالعه با هدف طراحی مدل حقوقی مالی تغییرات (افزایش) سرمایه شرکت های سهامی عام در حقوق ایران و انگلیس انجام شده است. روش پژوهش مطالعه حاضر آمیخته بوده و با دو نوع رویکرد کیفی و کمی (آمیخته) انجام شده است. در بخش کیفی پژوهش، جهت گردآوری داده‌ها به تدوین سوالات مصاحبه مبادرت ورزیده شد. در ادامه از پرسشنامه *ISM* استفاده گردید. جامعه آماری پژوهش شامل ۱۰ نفر از خبرگان حائز شرایط بوده‌اند که با استفاده از روش نمونه‌گیری هدفمند و غیراحتمالی انتخاب شدند و با آنها مصاحبه‌های عمیق و نیمه‌ساختاریافته انجام گرفت. گام اول مطالعه حاضر با استفاده از روش تحلیل کیفی مضمون (رویکرد ویرایش مصاحبه، تلخیص آنها و تفسیر مفاهیم و کلمات) برای شناسایی مقوله‌های اصلی و فرعی پژوهش استفاده شده است. سپس در بخش دوم و کمی پژوهش، از روش مدلسازی ساختاری-تفسیری و نرم‌افزار *MICMAC* جهت شناسایی روابط علی میان مقوله‌های اصلی پژوهش استفاده گردید. با استخراج مقوله‌های اصلی و فرعی پژوهش با استفاده از نتایج تحلیل کیفی مضمون و روش *ISM* مدل نهایی ارائه گردید. در مجموع الگوی به دست آمده مشتمل بر ۱۰ مقوله اصلی است. نتایج پژوهش نشان داد، ساختار سرمایه بر بدهی‌های کوتاه‌مدت، حقوق صاحبان سهام و بدهی‌های بلندمدت تاثیر دارد. متغیرهای مذکور نیز بر رفتار شرکت در تامین مالی عملیات اثر می‌گذارند. رفتار شرکت بر اجاره و وام بانکی، اوراق بدهی بلندمدت و صدور اوراق قرضه اثر می‌گذارند و در ادامه بر مدیریت ریسک اثر می‌گذارند. مدیریت ریسک نیز به افزایش سرمایه شرکت‌های سهامی عام منجر می‌گردد. به همین ترتیب از میزان تأثیرگذاری در سطوح بعد کاسته می‌شود و متغیرهای هم سطح یعنی تعامل متقابل با هم دارند.

کلید واژه ها :

حقوقی مالی، تغییرات سرمایه شرکت های سهامی عام، حقوق ایران و انگلیس ، رویکرد آمیخته

^۱ دانشجوی دکتری مالی با گرایش حقوق مالی، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه علوم و تحقیقات، تهران، ایران. M.DARVISH@yahoo.com

^۲ استادیار گروه حقوق خصوصی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات ، تهران، ایران (نویسنده مسئول)
dr.alizare@gmail.com

^۳ استادیار گروه حقوق خصوصی، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد دماوند، تهران، ایران mhdmontazer@yahoo.com

^۴ دانشیار گروه اقتصاد کشاورزی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران، ایران. drzeraatkish@gmail.com

مقدمه

نقش محوری سرمایه در دنیای تجارت امروز بر هیچ کسی پوشیده نیست یکی از مهمترین ملزومات هر فعالیت اقتصادی فراهم کردن منابع مالی مورد نیاز است. قطعا شناسایی راه های مختلف تامین مالی و بهره گیری از ابزارهای مناسب مالی، مدیریت را در اتخاذ تصمیمات صحیح تر و کسب منابع بیشتر یاری خواهد نمود (آب جام، ۱۳۸۸).

شرکت سهامی در شمار شرکتهای سرمایه است که در آن سرمایه شرکت در قالب سهام درآمده است. در ابتدای تشکیل شرکت سهامی، سهام معمولا شکل و حقوق یکسانی داشت و از اصول کلی مشارکت و تساوی سهام داران تبعیت می کند. رشد برای تمام شرکتهای صرف نظر از اینکه آیا آنها در صنایع رو به رشد یا در بازارهای بالغ و تکامل یافته هستند یا خیر، امری ضروری است. سرمایه گذاری، نیاز و الزام اساسی برای شرکتهایی است که در جستجوی فرصت های رشد هستند. فرصت های رشد (سرمایه گذاری)، نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه کرده، پاداشی برای سرمایه گذاران محسوب می شود. به منظور افزایش قدرت پیش بینی سرمایه گذاران و کاهش ریسک شرکت، شناسایی عوامل موثر بر فرصت سرمایه گذاری می تواند بسیار مفید و حائز اهمیت باشد (اسکینی، ۱۳۹۸). تغییرات سرمایه شرکتهای سهامی عام همواره موضوعی چالش برانگیز برای مدیران شرکت و همچنین سهامداران بوده است. استفاده از رویکردهایی برای کاهش یا افزایش سرمایه شرکت بحث مفصلی است که به یک دغدغه عمومی برای سهامداران تبدیل شده است. بر اساس تئوری نمایندگی، کلیه سهامداران خود مستقیما در تصمیم گیری های ساختار سرمایه شرکت ندارند. این اختیار را به اعضاء هیات مدیره تفویض کرده اند. در کشورهای مختلف، قوانین بعضا متفاوتی در رابطه با روند تغییرات سرمایه وضع شده است. با توجه به شواهد موجود دال بر بروز تعارضات زیاد بین سهامداران و مدیران شرکت حین تغییرات ساختار سرمایه، در پژوهش حاضر به تحلیل حقوقی مالی تغییرات سرمایه شرکتهای سهامی عام در حقوق ایران و انگلیس پرداخته می شود (اکبری، ۱۳۹۰).

همانند تعداد زیادی از عناوین مدیریت مالی، سرمایه در گردش نیز به وسیله افراد مختلف در مفاهیم متفاوتی به کار رفته است. هیث در سال (مایرز، ۱۹۷۷)، عقیده

دارد که سرمایه در گردش ریشه در نوشته های اقتصاددانان دارد. آنان به دو مفهوم «سرمایه چرخشی و سرمایه ثابت» اشاره کرده و پول صرف شده برای تحصیل اقلامی مانند ماشین آلات را که یک دوره نسبتا طولانی عامل حبس پول می شود، سرمایه ثابت و اقلام دیگری از دارایی ها مانند موجودی های جنسی که پول را مدت کوتاهی محبوس می کنند، سرمایه چرخشی می نامند. سرمایه در گردش یک شرکت، مجموعه مبالغی است که در دارایی های جاری سرمایه گذاری می شود (بیو و کوکو، ۲۰۱۲). اگر بدهی های جاری کسر گردد، سرمایه در گردش خالص به دست می آید. بسیاری از دارایی های جاری از محل بدهی های جاری تأمین مالی می شوند. در عین حال، برخی از شرکتهای بخشی از دارایی های جاری خود را از محل بدهی های بلندمدت (مثل وام بلندمدت) یا از محل حقوق صاحبان سهام (مثل صدور سهام) تأمین می کنند. به طور کلی، هر گونه تغییرات سرمایه در گردش از علل زیر ناشی می شود (رضایی و گرگر، ۱۳۹۲):

۱. افزایش در جمع دارایی های جاری بدون افزایش مشابه و متقابل در جمع بدهی های جاری.
۲. افزایش در جمع بدهی های جاری بدون افزایش مشابه و متقابل در جمع دارایی های جاری.

در مورد حقوق ایران و انگلیس در بحث شرکتهای سهامی عام تفاوت هایی بین حقوق دو کشور وجود دارد. مانند تجزیه شرکت، باز خرید سهام و موارد مشابه. قانون گذاران در دو نظام حقوقی، برای سهامداران اقلیت، حقوقی را در نظر گرفته اند و راهکارهایی برای آنها پیش بینی کرده اند. علاوه بر این، هر دو نظام حقوقی نهادهایی نظارتی در داخل و خارج از شرکت برای تضمین چنین حقوقی در نظر گرفته اند. در حقوق ایران، بازرسان شرکت به عنوان نهاد داخلی و مرجع ثبت شرکتهای نقش دارند. در حقوق انگلیس، نهادهای متفاوتی با هدف حفظ حقوق سهامداران اقلیت وجود دارد، مانند دادگاه، وزرات تجارت و صنعت و سازمان اوراق بهادار (پاسبان، ۱۳۹۸). یکی از نویسندگان حقوق شرکتهای انگلستان بر این باور است که مؤسسان شرکت تلاش می کنند تا با استفاده از راهکارهای مختلف قدرت و اختیارات مدیریتی مربوط به سهام خود را افزایش دهند. این امر یا از طریق استفاده از انواع سهام ممتاز با حق رأی ویژه و یا با تحدید اختیارات مدیریتی و حق رأی سایر سهام داران به وقوع می پیوندد

ممکن است صادر کرده باشد و متعلق حق شرکاست استفاده کند. سرانجام اینکه می تواند طلب های اشخاص از خود را در قبال تخصیص سهام به آنان تهاتر کند. مجموعه ی این فروض را می توان در دو عنوان و در قالب دو فرض مهم بررسی کرد: فرض اول تصمیم شرکت به افزایش سرمایه از طریق مراجعه به عموم است و فرض دوم تصمیم شرکت به استفاده از امکانات مالی شرکای شرکت برای افزایش سرمایه است (رسولی قهرودی و همکاران، ۱۳۹۶).

افزایش سرمایه در حقوق ایران و انگلیس

منظور از افزایش سرمایه در حقوق ایران و انگلستان افزایش سرمایه اسمی شرکت می باشد یعنی آنچه در اساسنامه شرکت آمده است. در عمل شرکت به صورت اختیاری اقدام به افزایش سرمایه می کند، اما به تعبیری می توان گفت که هر شرکت در حال فعالیت در عرصه اقتصاد و تجارت مجبور به افزایش سرمایه است و الا موقعیت گذشته را از دست خواهد داد. برای افزایش سرمایه ممکن است دلایل و فواید و انگیزه های گوناگونی وجود داشته باشد که شرکت سهامی در پی تحصیل آن ها یکی از طرق افزایش سرمایه را که مناسب تر است انتخاب می کند. البته باید به این نکته توجه داشت که این مسأله شرط لازم است ولی شرط کافی نمی باشد که آن تحقق شرایطی است که خود قانون گذار مقرر نموده است (دیدار و همکاران، ۱۳۹۷).

دلایل و فواید افزایش سرمایه:

- ۱- شرکت برای ادامه یا توسعه عملیات خود محتاج به سرمایه اضافی است و سرمایه مزبور را نمی توان از طریق وام تحصیل کند.
- ۲- شرکت دارای وضع مالی محکمی است ولی برای اینکه زیر بار قرض نرفته و بهره ای پرداخت ننماید ترجیح می دهد به عوض دریافت وام سرمایه خود را افزایش دهد.
- ۳- گاه شرکت تعهداتی نموده است و سرمایه موجودش برای ایفا تعهداتش کافی نیست. مثلاً شرکت مقاطعه کاری را در زمینه راه قبول نموده و برای ایفای تعهداتش نیاز به خرید ماشین آلات و استخدام پرسنل جدید دارد که از طریق افزایش سرمایه هم نیازش را برطرف می نماید و هم اعتبارش بیشتر می گردد و وثیقه طلبکاران افزایش می یابد.
- ۴- گاه شرکت برای بالا بردن انگیزه فعالیت کارکنانش و بهتر انجام دادن وظایف محوله می خواهد که آنها نیز

(پاسبان و بهشتی، ۱۳۹۶). بنابراین، همانطور که از پژوهش حاضر مطرح است، تغییرات سرمایه در شرکتهای اعم از افزایش سرمایه، کاهش سرمایه، خرید سهام شرکت توسط همان شرکت و باز خرید سهام و... می باشد و این موضوعات از موضوعات مهمی است که قانگذار درباره آن شرایط و مقدراتی را پیش بینی نموده است، تبیین این قواعد و ضوابط قانونی مربوط به تغییرات (افزایش) سرمایه شرکتهای تجاری در نظام حقوقی ایران و انگلیس، مورد بحث در این پژوهش می باشد.

افزایش سرمایه

افزایش سرمایه یکی از روش های تامین مالی شرکتهاست. شرکتهای برای اینکه بتوانند فعالیت های خود را توسعه دهند و قدرت رقابت خود را حفظ و یا افزایش دهند اقدام به افزایش سرمایه می کنند. در برخی از مواقع نیز این کار به منظور اصلاح و بهبود ساختار مالی شرکت صورت می گیرد. این تامین منابع مالی جدید می تواند به شکل های مختلفی صورت پذیرد. هنگامی که یک شرکت در بورس اوراق بهادار بخواهد سرمایه خود را افزایش دهد باید تعدادی سهام جدید منتشر کند و به سهامداران بفروشد تا مبلغ مورد نیاز برای افزایش سرمایه را تامین کند. تفاوت اصلی بین انواع روش های افزایش سرمایه، در محل تامین این منابع جدید است. معمولاً روند افزایش سرمایه در شرکتهای به این شکل است که در مرحله اول هیئت مدیره شرکت پیشنهاد خود را به همراه دلایل کافی در خصوص افزایش سرمایه به سهامداران شرکت ارائه می کند. این پیشنهاد در مجمع عمومی فوق العاده شرکت مورد رای گیری سهامداران شرکت قرار می گیرد. سپس در صورت تصویب این پیشنهاد در مجمع و پس از ارائه مجوز از سوی بورس، افزایش سرمایه شرکت صورت می گیرد (میربهبهانی، ۱۳۹۴).

علل افزایش سرمایه متعدد است. اگر شرکت بخواهد فعالیت های خود را توسعه دهد با افزایش سرمایه، امکانات مالی آن افزایش می یابد. اگر بخواهد به جای افزایش سرمایه از اشخاص ثالث وام بگیرد بر بدهی های خود افزوده است، در حالی که آورده های جدید ناشی از افزایش سرمایه جنبه ی مثبت دارایی او را بیشتر می کند. شرکت به جای مراجعه به اشخاص ثالث می تواند از امکانات شرکا، یعنی اندوخته های شرکت و سود تقسیم نشده یا مبالغ حاصل از اضافه ارزش سهام جدیدی که

این است که تمام سرمایه قبلی شرکت تأدیه شده باشد. مادام که این امر تحقق پیدا نکرد افزایش سرمایه به هیچ یک از طرق مقرر در قانون میسر نمی‌باشد. در حقوق انگلستان هر گاه افزایش سرمایه به صورت نقدی باشد، تحقق شرط پرداخت کامل سرمایه ضرورت ندارد (نیوز^۱ و همکاران، ۲۰۲۰).

ب) ضرورت تصمیم مجمع عمومی: در حقوق انگلستان ارگانی وجود دارد به نام شورای نظارت که اگر طبق اساسنامه عملیات افزایش سرمایه باید تحت کنترل آن انجام گیرد این شورا نیز باید گزارشی جهت ارائه به مجمع عمومی فوق العاده بدهد. به غیر از مجمع عمومی فوق العاده سه نوع مجمع دیگر در شرکت‌های سهامی وجود دارد. یکی مجمع عمومی مؤسس، دوم مجمع عمومی عادی و در آخر مجمع عمومی خاص یا مجمع خاص (مایرز^۲، ۲۰۰۱).

ج) درج آگهی در روزنامه: قانونگذار برای اطلاع عموم و بالطبع اطلاع شرکا از تصمیم مجمع عمومی در مورد افزایش سرمایه انتشار برخی آگهی‌های راجع به تصمیم مزبور را ضروری تلقی کرده است.

پیشینه نظری

منوری و راسخ در سال ۱۳۹۷، پژوهشی با عنوان ابزار تنظیم بازار مالی در ایران و انگلیس انجام دادند. پیچیدگی های قراردادهای بازار مالی اعم از بازار پول و بازار سرمایه و نیز تاثیر این بازار بر کلیت نظام اقتصادی یک کشور از طریق تامین منابع مالی، باعث می شود تا حکومت ها از ابزار مختلفی برای دستیابی به منافع عمومی و تامین مالی خود، در این بازارها استفاده کنند. در این مقاله ایران و انگلستان که از دو نقطه شروع متفاوت به تنظیم بازار مالی رسیده اند، انتخاب شده اند تا مجموعه تدابیر، شیوه ها، ضمانت اجراها و منابع و نهادهایی که به صورت ساختارمند یک یا چند سیاست حکومتی را در دل بازارهای مالی در این دو کشور تمشیت می کنند تحت عنوان ابزار تنظیم مطالعه شوند.

شالی در سال ۱۳۹۸، روند کاهش سرمایه شرکت‌های سهامی در حقوق ایران و انگلیس بررسی کردند، کاهش سرمایه در حقوق ایران ممکن است اجباری یا

خود را سهام در سود و ضرر شرکت بدانند و بهترین کار این است که آنها سهام‌دار شرکت باشند و بدین منظور اقدام به افزایش سرمایه شرکت و صدور سهام جدید می‌کند.

۵-شرکتی که دارای ذخائر زیادی است به عوض تقسیم ذخائر بین صاحبان سهام ترجیح می‌دهد ذخائر خود را تبدیل به سرمایه کند تا هم وضعیتش را تحکیم کند و هم اعتبارش را افزایش دهد.

۶-گاه شرکت در وضعیت خوبی نیست و بخاطر خسارات وارده در اثر حوادث طبیعی یا در اثر حوادث دیگری مثل ورشکسته شدن بدهکاران دارائیش دچار کاستی شده و کفاف فعالیت‌هایش را نمی‌دهد.

۷-شرکتی که اجناسی دریافت می‌دارد به عوض پرداخت بهای آنها سهم می‌دهد.

۸-اگر شرکت به دلایلی به طور اختیاری یا به حکم قانون اقدام به کاهش سرمایه کند و سرمایه‌اش از میزان حداقلی که قانون برای شرکت‌های سهامی معین نموده است، کمتر گردد باید اقدام به افزایش سرمایه نماید.

۹-گاه دلیل افزایش سرمایه این است که شرکت سهامی خاص می‌خواهد به یک شرکت سهامی عام تبدیل گردد که در این صورت اگر سرمایه‌اش کمتر از حداقل مجاز باشد باید افزایش سرمایه دهد. ۸

۱۰-ادغام نیز می‌تواند دلیلی برای افزایش سرمایه باشد، یعنی اینکه ممکن است شرکت‌ها به جای رقابت تصمیم بگیرند یکی در دیگری ادغام بشود که در این صورت یکی منحل می‌شود و دیگری سرمایه خود را افزایش می‌دهد.

۱۱-شرکت برای تسهیل و تقویت بنیه مالی خود سهام مؤسس و برگ‌های قرضه یا وام‌های (به تصویر صفحه مراجعه شود) خود را به سهم تبدیل می‌نماید. البته دلایلی که ذکر شد تنها برخی از دلایل هستند که به ذهن می‌رسند و در عمل ممکن است که دلایل دیگری برای افزایش سرمایه وجود داشته باشد (جوانمرد و همکاران، ۱۳۹۸).

شرایط قانونی افزایش سرمایه

الف) شرایط راجع به شرکت: در شرکت سهامی عام افزایش سرمایه فقط به صورت نقدی امکان‌پذیر است. به عکس در شرکت سهامی خاص، به طور غیرنقدی هم می‌توان سرمایه را افزایش داد. افزایش سرمایه مشروط بر

۱ Neves

۲ Myers

کمرنگ بوده و در لایحه تجارت نیز جهت حمایت مناسب از سهامدار اقلیت پیش بینی لازم شده است.

انگینر و همکاران (۲۰۲۱)، مقررات سرمایه بانکی و ریسک پس از بحران مالی جهانی، ما تحولات مرتبط با مقررات سرمایه بانکی و ریسک بانکی را پس از بحران مالی جهانی بررسی و به صورت خلاصه ارائه می‌کنیم. تجزیه و تحلیل داده‌های سطح بانک، اهمیت تعریف دقیق سرمایه قانونی بانک را به عنوان کیفیت سرمایه در کاهش ریسک بانک اثبات می‌کنیم. این امر به ویژه در مورد بانک هایی که اختیار بیشتری در محاسبه نسبت های سرمایه قانونی دارند و تحت نظارت بازاری ضعیف تری هستند، صادق است؛

لی و ایسلام (۲۰۱۹)، ساختار سرمایه در صنعت گردشگری: نقش استراتژی دارایی سبک و استراتژی هزینه گرا. استراتژی دارایی سبک و استراتژی هزینه گرا (*ALFO*)، که ریسک را کاهش می دهد و رشد شرکت را با حداقل سرمایه گذاری تسهیل می کند، از سوی متخصصان صنعت و محققان دانشگاهی به ویژه در بخش خدماتی مانند صنعت گردشگری به طور چشم گیری مورد توجه قرار گرفته است. جالب توجه است، اگر چه *ALFO* رابطه ی مثبتی با نسبت بدهی بلند مدت شرکت های گردشگری دارد، تجزیه و تحلیل های بخش بخش ما نشان می دهد که این رابطه تنها در بخش رستوران، نه در بخش هتل قابل توجه است. مطالعه ما با شناسایی یک متغیر مهم صنعتی که بر ساختار سرمایه شرکت های گردشگری تاثیر می گذارد، به ادبیات کمک می کند؛

موکالا و همکاران (۲۰۱۹)، عوامل موثر بر ساختار سرمایه بانک های اسلامی در اقتصادهای در حال توسعه. این مقاله با هدف بررسی تاثیر ویژگی های خاص شرکت بر تصمیمات ساختار سرمایه بانک های اسلامی در کشورهای شورای همکاری خلیج فارس در سال های ۲۰۰۹-۲۰۱۱ می باشد. نتایج نشان داد که سودآوری، ملموس بودن و رشد، رابطه مثبت جزئی با نسبت اهرمی دارند، و این نشان می دهد که این عوامل در تصمیم گیری های ساختار سرمایه مهم نیستند. علاوه بر این، تولید ناخالص داخلی و سپر مالیاتی غیربدهی تأثیر منفی بر نسبت اهرمی و تاثیر معنادار برای تولید ناخالص داخلی دارد.

سوالات پژوهش

سوال اصلی تحقیق

اختیاری باشد و دلایلی که این کاهش را ایجاب می کند نیز متفاوت است. هریک از ارکان شرکت در روند کاهش سرمایه دخیل می‌باشند. در حقوق ایران کاهش سرمایه به پیشنهاد هیئت‌مدیره و گزارش خاص بازرسان و تصویب مجمع عمومی فوق‌العاده صورت می‌گیرد ولی مطابق قوانین انگلیس، کاهش سرمایه ممکن است به‌موجب مصوبه ویژه مجمع عمومی یا به‌موجب حکم دادگاه تصمیم‌سازی گردد.

همچنین مجمع عمومی هنگام تصویب کاهش سرمایه می‌بایستی شرایطی را مدنظر قرار دهد که از جمله می‌توان به رعایت محدودیت مربوط به حداقل مبلغ کاهش سرمایه، تساوی حقوق سهامداران و رعایت حقوق طلبکاران شرکت اشاره نمود. در این مقاله که به روش توصیفی - تحلیلی صورت گرفته مباحث حقوق ایران تا حد امکان با نگاهی به حقوق انگلیس مورد تطبیق و تبیین قرار می‌گیرد.

یوسفی صادق لو و بردستانی در سال ۱۳۹۴، پژوهشی با عنوان دلایل و شرایط افزایش و کاهش سرمایه در شرکت های سهامی ایران و انگلستان انجام دادند، سرمایه ی شرکت های سهامی از بعد حقوقی دارای قواعد و اصولی متعدد است و ما در این مقاله قصد داریم این قواعد و اصول حقوقی را در سیستم حقوقی ایران و انگلیس مورد شناسایی و ارزیابی قرار دهیم. آنچه که حاصل جستجوهای ما در این مقاله بوده است درک صحیح تفاوت‌های سرمایه ی شرکت های سهامی در ایران و انگلیس و ارائه ی راهکارهایی جهت بهبود اوضاع حقوقی سرمایه شرکتهای سهامی در ایران بوده است. این مقاله به روش تحلیلی - توصیفی انجام شده است و داده های آن به روش کتابخانه ای گردآوری شده اند. پاسبان و همکاران در پژوهشی در سال ۱۳۹۶ با عنوان بررسی تطبیقی حقوق سهامدار اقلیت در تجزیه شرکتهای سهامی (ایران و انگلستان) انجام دادند، مطالعه در دو نظام حقوقی نمایانگر آن است که اولاً برخلاف حقوق انگلیس، مقررات خاصی در خصوص تجزیه شرکتهای تجاری، به ویژه غیردولتی وجود ندارد. ثانیاً، در حقوق انگلیس مقررات مناسبی در خصوص حمایت از سهامداران اقلیت به ویژه در خصوص تجزیه شرکتهای پیش بینی شده است، لکن در حقوق ایران مقررات حمایتی نسبت به سهامدار اقلیت

ملاحظات اساسی تغییرات در سرمایه (افزایش و کاهش سرمایه) از منظر حقوق ایران و انگلیس چگونه است؟

سوالات فرعی تحقیق

۱- آیا نظر قانونگذار در ایران در تغییرات سرمایه، به بازخرید سهام شرکت توجه لازم را معطوف نداشته و فقط یک ماده را به این امر اختصاص داده که آن هم مبنی بر ممنوعیت آن می باشد؟

۲- نظر قانونگذار در ایران، در خصوص فلسفه وجودی کاهش سرمایه چگونه است؟

۳- نظر قانونگذار در ایران، در خصوص نقش اقتصادی افزایش سرمایه در شرکت سهامی عام با انتشار صدور سهام جدید و فروش آن به مردم چیست؟

۴- نظر قانونگذار در ایران، با فرض پذیرش حق تقدم سهامداران سابق در دریافت سهام جدید در هر دو نظام حقوقی و فرض یکسان بودن مبنای پذیرش حق تقدم چیست؟

روش شناسی

هدف اصلی از انجام این پژوهش، طراحی مدل حقوق مالی تغییرات سرمایه شرکتهای سهامی عام در حقوق ایران و انگلیس است، می توان گفت پژوهش حاضر از نظر هدف در حیطه تحقیقات بنیادی می باشد. از سوی دیگر با توجه به اینکه در این پژوهش از روش های مطالعه کتابخانه ای و نیز روش های میدانی نظیر مصاحبه استفاده شده است، می توان بیان کرد که پژوهش حاضر بر اساس ماهیت و روش، یک پژوهش توصیفی-تفسیری است که با رویکرد کیفی انجام می شود. جامعه آماری پژوهش، گروهی از خبرگان حوزه سرمایه شامل اساتید دانشگاه، مشاورین و مدیران ارشد شرکتهای تجاری انتخاب خواهند شد و مورد مصاحبه عمیق قرار گرفتند. این انتخاب و انجام مصاحبه، تا رسیدن به اشباع نظری ادامه یافت و پس از آن متوقف شد. در پژوهش حاضر از شیوه مصاحبه نیمه ساختاریافته برای گردآوری داده ها در بخش کیفی استفاده شده است. چهار مرحله شامل تعیین هدف: این مرحله با مطالعه اساس نظری پژوهش، تعیین هدف های کلی، اهمیت عملی آنها و علت اینکه چرا روش مصاحبه انتخاب شده است، انجام شده است؛ طراحی: برای طراحی سوالات با توجه به ملاحظاتمانند اینکه مصاحبه گر می خواهد به بررسی عمیق اظهارات پاسخ دهندگان پردازد یا نه، تحصیلات پاسخ دهندگان

انتظاراتی که می توان از پاسخ دهنده داشت، سطح انگیزش مصاحبه شونده، موقعیت پاسخ دهنده، تصمیم گیری شد؛ انجام مصاحبه: این مرحله با انتخاب مصاحبه شونده آغاز شد. پس از انتخاب افراد واجد شرایط برای مصاحبه، با آنها تماس برقرار شده و اهداف انجام چنین تحقیقی بیان شد. پس از موافقت خبرگان، مصاحبه انجام شده است. آخرین مرحله، نگارش: در تمامی مراحل مصاحبه به صرت مکتوب پاسخ های داده شده از طرف خبرگان ثبت شد. برای تحلیل داده های بخش کیفی از روش تحلیل کیفی مضمون با استفاده از نرم افزار *MaxQDA* استفاده شد و برای طراحی مدل اولیه شرکت های سهامی عام از روش مدلسازی ساختاری-تفسیری استفاده شده است.

یافته های پژوهش

جهت ارائه مدل برای طراحی مدل حقوق مالی برای تغییرات سرمایه شرکت های سهامی عام در حقوق ایران و انگلیس با خبرگان حوزه سرمایه صورت گرفته است. در این پژوهش از روش تحلیل کیفی مضمون استفاده شده است که بدین صورت بوده است که برای کدبندی، متن هر مصاحبه قطعه بندی شد و برای هر قطعه (مبنای قطعه معنا، محتوا و مضمونی بود که هدف پژوهش را پوشش می داد) یک کد در نظر گرفته شد و نام هر کد را به گونه ای انتخاب کردیم که دقیقاً و به صورت عینی توصیف کننده قطعه مشخص شده باشد. نتیجه این مرحله شناسایی تعداد زیادی کد بود که بین آنها مفاهیم و معانی مشترک زیادی وجود داشت. این کدها پس از چندین بار غربال شدن و با ملاحظه شباهت ها و تفاوت ها با یکدیگر ادغام شد که حاصل آن استخراج زیرمقوله ها و مقوله ها بود. بعد از تدوین مدل، جهت بررسی روایی از توافق تخصصی متخصصان استفاده شد. جهت بررسی پایایی مدل با استفاده از نظرات تخصصی خبرگان، با استفاده از فرم ارزیابی فرایند و ساختار مدل نهایی از روش توافق بین ارزیاب ها استفاده شد. مراحل تحلیل کیفی مضمون به صورت زیر بوده است: مرحله اول؛ آشنایی با داده ها، در این مرحله، به شناسایی شاخص های تحلیل حقوقی مالی تغییرات سرمایه شرکت های سهامی عام در حقوق ایران و انگلیس از متون مصاحبه مبادرت ورزیده می شود. مرحله دوم؛ ایجاد کدهای اولیه، مرحله دوم زمانی شروع می شود که محقق داده ها را خوانده و با آنها آشنایی پیدا کرده

وجود داشته باشد. محقق در این مرحله، تم‌هایی را که برای تحلیل ارائه کرده، تعریف کرده و مورد بازبینی مجدد قرار می‌دهد، سپس داده‌ها داخل آنها را تحلیل می‌کند. مرحله ششم؛ تهیه گزارش، مرحله ششم زمانی شروع می‌شود که محقق مجموعه‌ای از تم‌های کاملاً آبدیده در اختیار داشته باشد. این مرحله شامل تحلیل پایانی و نگارش گزارش است. در این پژوهش با بررسی و دسته‌بندی کدهای توصیفی حاصل از متون مصاحبه، ۵۶ مقوله فرعی را شناسایی نموده و با توجه به شباهت و قرابت معنایی آنها، در ۱۰ مقوله اصلی شامل: اجاره و وام بانکی، افزایش سرمایه شرکت‌های سهامی عام، بدهی‌های بلندمدت، حقوق صاحبان سهام، اوراق بدهی بلندمدت، بدهی‌های کوتاه‌مدت، رفتار شرکت در تامین مالی عملیات، ساختار سرمایه، صدور اوراق قرضه و مدیریت ریسک مالی دسته‌بندی شده است. نتایج در جدول ۱، ارائه شده است.

است. این مرحله شامل ایجاد کدهای اولیه از داده‌ها است. مرحله سوم؛ جستجوی مضامین، این مرحله شامل دسته بندی کدهای مختلف در قالب مقوله‌های بالقوه و مرتب کردن همه خلاصه داده‌های کدگذاری شده در قالب مقوله‌های مشخص شده است. مرحله چهارم؛ بازبینی مضامین، مرحله چهارم زمانی شروع می‌شود که محقق مجموعه‌ای از تم‌ها را ایجاد کرده و آنها را مورد بازبینی قرار می‌دهد. این مرحله شامل دو مرحله بازبینی و تصفیه تم‌ها است. مرحله اول شامل بازبینی در سطح خلاصه‌های کدگذاری شده است. در مرحله دوم اعتبار تم‌ها در رابطه با مجموعه داده‌ها در نظر گرفته می‌شود. اگر نقشه مقوله‌ها به خوبی کار کند، آنگاه می‌توان به مرحله بعدی رفت. اما، چنانچه نقشه به خوبی با مجموعه داده‌ها همخوانی نداشته باشد، محقق باید برگردد و کدگذاری خود را تا زمانی که یک نقشه مقوله‌ها رضایت‌بخش ایجاد شود ادامه دهد. مرحله پنجم؛ تعریف و نام‌گذاری مضامین، مرحله پنجم زمانی شروع می‌شود که یک نقشه رضایت‌بخش از مقوله‌ها

جدول ۱، مقوله‌های اصلی و فرعی پژوهش

مقوله اصلی	مقوله فرعی	مقوله اصلی	مقوله فرعی
اجاره و وام	اجاره عملیاتی	ریسک و نوسان کمتر نسبت به سهام	ریسک و نوسان کمتر نسبت به سهام
بانکی	اجاره مالی	اوراق قرضه شرکتی و دولتی به‌عنوان فعال ترین و نقدشونده‌ترین بازارها	اوراق قرضه شرکتی و دولتی به‌عنوان فعال ترین و نقدشونده‌ترین بازارها
	اجاره دارایی	ارجحیت دارندگان اوراق قرضه نسبت به سهامداران	ارجحیت دارندگان اوراق قرضه نسبت به سهامداران
افزایش سرمایه شرکت‌های سهامی عام	دریافت تسهیلات مالی از بانک	افزایش اعتماد مردم به بازارهای سرمایه	افزایش اعتماد مردم به بازارهای سرمایه
	افزایش سرمایه اسمی شرکت	ارتقاء وضعیت نقدینگی	ارتقاء وضعیت نقدینگی
	ارتقاء امکانات شرکاء و اندوخته‌های شرکت	تامین مالی عملیات کلی و رشد آن	تامین مالی عملیات کلی و رشد آن
	سود تقسیم نشده و مبالغ حاصل از اضافه ارزش سهام جدید	تحقق فرآیند پیچیده نقطه تعادل در رفتار شرکت	تحقق فرآیند پیچیده نقطه تعادل در رفتار شرکت
	تهاتر طلب‌های اشخاص در قبال تخصیص سهام به آنان	اندازه شرکت	اندازه شرکت
	افزایش سرمایه از طریق مراجعه به عموم	سن شرکت	سن شرکت
	افزایش سرمایه با استفاده از امکانات مالی شرکای شرکت	ساختار و ترکیب دارایی‌ها	ساختار و ترکیب دارایی‌ها
بدهی‌های بلندمدت	بازدهی کمتر نسبت به سهام	نحوه مدیریت	نحوه مدیریت
	قرار گرفتن در معرض ریسک نکول و ریسک تورم	نقش تعیین کننده ساختار سرمایه در تصمیمات سرمایه‌گذاری	نقش تعیین کننده ساختار سرمایه در تصمیمات سرمایه‌گذاری
	تامین سرمایه مورد نیاز برای حفظ عملیات یا توسعه خطوط تولید	ریسک‌پذیری و ریسک‌گریزی	ریسک‌پذیری و ریسک‌گریزی
	ریسک اعتبار و نرخ بهره	تاثیرگذاری شرایط تورمی	تاثیرگذاری شرایط تورمی
حقوق	میزان رشد فروش شرکت	وجوه ناشی از بدهی از طریق بانکها	وجوه ناشی از بدهی از طریق بانکها
	بررسی نسبت های مالی	افراد و موسسات مالی	افراد و موسسات مالی

صاحبان سهام	برآورد حاشیه سود شرکت بهبود رتبه اعتباری شرکت میزان سرمایه گذاری شرکت	قرضه	شرکتهای سرمایه گذاری لیزینگ و شرکتهای بیمه شناسایی ریسک سیستماتیک (رشد متنوع و پیچیده محیط تجاری)
اوراق بدهی بلندمدت	بدهی بانکی بدهی تجاری قراردادهای اجاره بدهی های مالیاتی بدهی های حقوق بازنشستگی پاداش معوق برای مدیریت و کارکنان	مدیریت ریسک مالی	شناسایی ریسک غیر سیستماتیک (مدیریت شرکت و عملیات داخلی شرکت و ...) استفاده از ابزارهای پوششی ریسک افزایش شفافیت عملکرد کنترل نوسانات جریانات نقدی و سود خالص استقرار و تقویت نظام کنترل های داخلی بررسی قراردادهای پیمان ها و تنوع بخشی در زنجیره ی تعمیم و زنجیره ارزش نوسان پذیری سود احساس ناامنی سرمایه گذاران کاهش ارزش بازار اوراق قرضه
	تضمین های کالا اوراق بهادار منتشر شده عمومی سرمایه گذاری خصوصی		

تشکیل ماتریس خودتعاملی ساختاری

ماتریس خودتعاملی ساختاری^۲ (*SSIM*) نخستین ماتریس در مدل سازی ساختاری-تفسیری است. از این ماتریس برای شناسایی روابط درونی شاخص ها مبتنی بر دیدگاه خبرگان استفاده می شود. ماتریس بدست آمده در این گام نشان می دهد یک متغیر بر کدام متغیرها تاثیر دارد و از کدام متغیرها تاثیر می پذیرد. بطور مرسوم برای شناسایی الگوی روابط عناصر از نمادهایی مانند ماتریس خودتعاملی ساختاری از ابعاد و شاخص های مطالعه و مقایسه آنها با استفاده از چهار حالت روابط مفهومی تشکیل می شود. اطلاعات حاصله بر اساس متد مدل سازی ساختاری تفسیری جمع بندی و ماتریس خودتعاملی ساختاری نهایی تشکیل می گردد (اصغرپور، ۱۳۹۲). با توجه به علائم مندرج در **Error! Not a valid bookmark self-reference.** ماتریس خودتعاملی ساختاری ارائه شده است.

در مرحله دوم، جهت طراحی الگوی نهایی از روش الگوسازی ساختاری-تفسیری^۱ استفاده شده است. مدل سازی ساختاری-تفسیری یکی از روش های اکتشافی طراحی مدل است که ایده اولیه آن توسط وارفیلد (۱۹۷۴) مطرح و توسط سیچ (۱۹۷۷) معرفی گردید. رویکرد *ISM* خبرگان را قادر می سازد که روابط پیچیده بین تعداد زیادی از عناصر را در یک موقعیت پیچیده تصمیم گیری، ترسیم کنند. این روش برای نظم بخشیدن و جهت دهی به پیچیدگی روابط میان سازه ها عمل می کند. در این روش با تحلیل تاثیر یک سازه بر سازه های دیگر، ترتیب و جهت روابط پیچیده میان سازه های یک سیستم بررسی و بدین وسیله بر پیچیدگی روابط بین سازه ها غلبه می شود (آذر و همکاران، ۱۳۹۸). الگوی روابط بین شاخص های شناسائی شده با استفاده از الگوی مندرج در **Error! Reference source not found.** تعیین شده است.

جدول استفاده می شود. خودتعاملی ساختاری نهایی تشکیل می گردد (اصغریور، ۱۳۹۲). با توجه به علائم مندرج در **Error! Not a valid bookmark self-reference.** خودتعاملی ساختاری ارایه شده است.

جدول ۲، حالتها و علائم مورد استفاده در بیان رابطه متغیرها

نماد	V	A	X	O
رابطه	متغیر i بر j تاثیر دارد	متغیر j بر i تاثیر دارد	رابطه دو سویه	عدم وجود رابطه

جدول ۳، ماتریس خودتعاملی ساختاری SSIM

SSIM	D01	D02	D03	D04	D05	D06	D07	D08	D09	D10
D01	V		X	A	A	O	A	A	X	V
D02		A		A	A	A	A			
D03			A		A	A	A			
D04				X		V	V			
D05					X		V			
D06						V				
D07							A			
D08								V		
D09									V	
D10										V

ماتریس طبق قوانین بولین^۳ (رابطه ۲) صورت می گیرد (آذر و خسروانی، ۱۳۹۸، ص ۲۶۰).

رابطه ۲: قوانین بولینی
 $1 \times 1 = 1; 1 + 1 = 1$

بنابراین برای اطمینان باید روابط ثانویه کنترل شود. به این معنا که اگر A منجر به B شود و B منجر به C شود در این صورت باید A منجر به C شود. یعنی اگر براساس روابط ثانویه باید اثرات مستقیم لحاظ شده باشد اما در عمل رخ نداده باشد باید جدول تصحیح شود و رابطه ثانویه را نیز نشان داد. ماتریس دسترسی نهایی متغیرهای افزایش سرمایه شرکت های سهامی عام در جدول ارائه شده است. تعیین روابط و سطح بندی ابعاد و شاخصها برای تعیین روابط و سطح بندی معیارها باید مجموعه خروجیها و مجموعه ورودیها برای هر معیار از ماتریس دریافتی استخراج شود. مجموعه دستیابی (عناصر سطر، خروجی یا اثرگذاریها): متغیرهایی که از طریق این متغیر می توان به آنها رسید؛ مجموعه پیش نیاز (عناصر ستون، ورودی یا اثرپذیریها): متغیرهایی که از طریق آنها می توان به این متغیر رسید.

ایجاد ماتریس دسترسی نهایی

پس از آنکه ماتریس دسترسی اولیه بدست آمد، با وارد نمودن انتقال پذیری^۱ در روابط متغیرها، ماتریس دسترسی نهایی بدست می آید. این یک ماتریس مربعی است که هر یک از درایه های آن هنگامیکه عنصر به عنصر با هر طولی دسترسی داشته باشد یک و در غیراینصورت برابر صفر است. روش بدست آوردن ماتریس دسترسی با استفاده از نظریه اویلر^۲ است که در آن ماتریس مجاورت را به ماتریس واحد اضافه می کنیم. سپس این ماتریس را در صورت تغییر نکردن درایه های ماتریس به توان n می رسانییم. فرمول زیر روش تعیین دسترسی را با استفاده از ماتریس مجاورت نشان می دهد:

رابطه ۱: تعیین ماتریس دسترسی نهایی

$$M = (A + I)^n$$

ماتریس A ماتریس دسترسی اولیه ماتریس همانی و ماتریس دسترسی نهایی است. عملیات به توان رساندن

^۳ Boolean rule

^۱ Transitivity

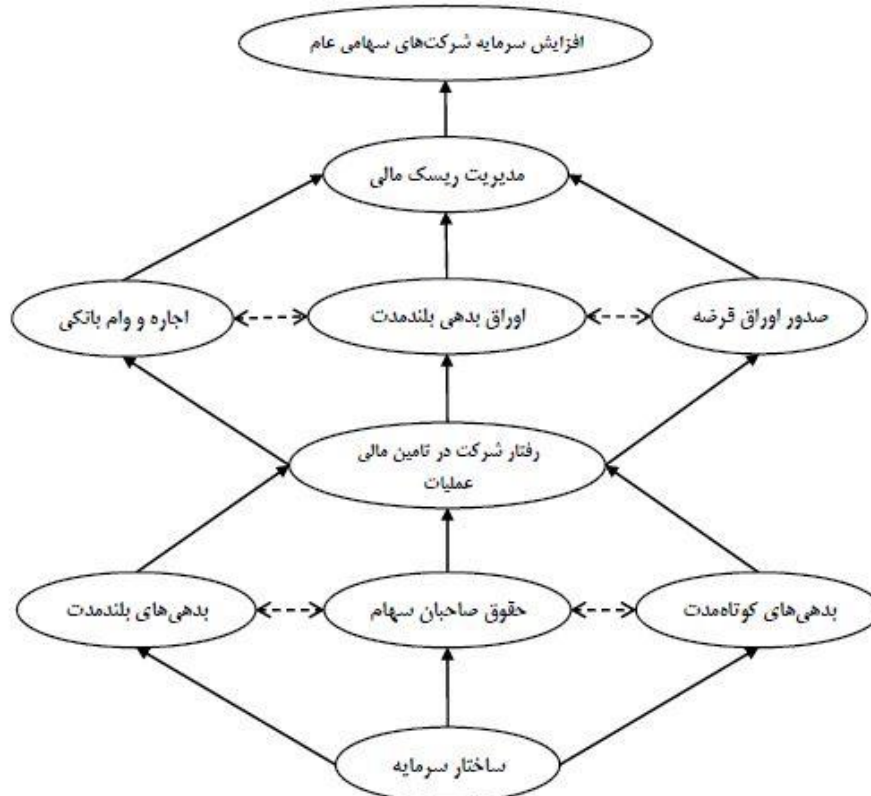
^۲ Euler

سرمایه (D08) در سطح شش قرار دارد. الگوی نهائی سطوح متغیرهای شناسائی شده در شکل ۱ نمایش داده شده است. در این نگاره فقط روابط معنادار عناصر هر سطح بر عناصر سطح زیرین و همچنین روابط درونی معنادار عناصر هر سطر در نظر گرفته شده است.

بر اساس نتایج بدست آمده، افزایش سرمایه شرکت های سهامی عام (D02) در سطح نخست قرار دارد. متغیر مدیریت ریسک مالی (D10) در سطح دو قرار دارد. متغیرهای اجاره و وام بانکی (D01)، اوراق بدهی بلندمدت (D03) و صدور اوراق قرضه (D09) در سطح سه قرار دارند. متغیر رفتار شرکت در تامین مالی (D07) در سطح چهار قرار دارد. متغیرهای بدهی های بلندمدت (D04)، بدهی های کوتاه مدت (D05) و حقوق صاحبان سهام (D06) در سطح پنج قرار دارند. متغیر ساختار

جدول ۴، ماتریس دسترسی نهایی متغیرهای افزایش سرمایه شرکت های سهامی عام

D10	D09	D08	D07	D06	D05	D04	D03	D02	D01	TM
1	1	0	0	0	0	0	1	1	1	D01
0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	D02
1	1	0	0	0	0	0	1	1	1	D03
1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	D04
1	1*	0	1	1	1	1	1	1	1	D05
1	1	0	1	1	1	1	1	1	1*	D06
1	1	0	1	0	0	0	1	1	1	D07
1*	1	1	1	1	1	1	1	1*	1	D08
1	1	0	0	0	0	0	1	1	1	D09
1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	D10



شکل ۱، الگوی افزایش سرمایه شرکت های سهامی عام

عنصر سطح هشت یعنی ساختار سرمایه بر بدهی های کوتاه مدت، حقوق صاحبان سهام و بدهی های بلندمدت تاثیر دارد. این متغیرها نیز بر رفتار شرکت در تامین مالی عملیات اثر می گذارند. رفتار شرکت بر اجاره و وام بانکی، اوراق بدهی بلندمدت و صدور اوراق قرضه اثر می گذارند و در ادامه بر مدیریت ریسک اثر می گذارند. مدیریت ریسک نیز به افزایش سرمایه شرکت های سهامی عام منجر می گردد. به همین ترتیب از میزان تأثیرگذاری در سطوح

بعد کاسته می شود و متغیرهای هم سطح یعنی تعامل متقابل با هم دارند.

تحلیل قدرت نفوذ-وابستگی: در مدل (ISM) روابط متقابل و تأثیرگذاری بین معیارها و ارتباط معیارهای سطوح مختلف به خوبی نشان داده شده است که موجب درک بهتر فضای تصمیم گیری به وسیله مدیران می شود. برای تعیین معیارهای کلیدی قدرت نفوذ و وابستگی معیارها در ماتریس دسترسی نهایی تشکیل می شود.

جدول ۵، قدرت نفوذ و میزان وابستگی متغیرهای افزایش سرمایه شرکت های سهامی عام

سطح	قدرت نفوذ	میزان وابستگی	متغیرهای پژوهش
۳	۵	۸	اجاره و وام بانکی (D01)
۱	۱	۱۰	افزایش سرمایه شرکت های سهامی عام (D02)
۳	۵	۸	اوراق بدهی بلندمدت (D03)
۵	۹	۴	بدهی های بلندمدت (D04)
۵	۹	۴	بدهی های کوتاه مدت (D05)
۵	۹	۴	حقوق صاحبان سهام (D06)
۴	۶	۵	رفتار شرکت در تامین مالی (D07)
۶	۱۰	۱	ساختار سرمایه (D08)
۳	۵	۸	صدور اوراق قرضه (D09)
۲	۲	۹	مدیریت ریسک مالی (D10)

بحث و نتیجه گیری

کند در کجا سرمایه گذاری کند و به عبارتی دارایی های موجود در قسمت سمت راست ترانزنامه با چه ترکیبی و از چه منبعی تامین گردد. به طور کلی ساختار سرمایه یک شرکت عبارتست از نسبت بدهی شرکت در مقابل سرمایه آن و شامل قسمت چپ ترانزنامه می شود. منابع تامین مالی شرکتها بر اساس سیاست های تامین مالی آنها، به دو بخش منابع تامین مالی داخلی و منابع تامین مالی خارجی تقسیم می شود. در شیوهی تامین مالی داخلی، شرکت از محل سودهای کسب شده اقدام به تامین مالی می کند یعنی به جای تقسیم سود بین سهامداران، سود را در فعالیتهای عمده تا عملیاتی شرکت، به منظور کسب بازده بیشتر به کار می گیرد و منابع تامین مالی خارجی شرکت از محل استقراض و انتشار سهام جدید می باشد. در این بخش سه مبحث نگهداری سرمایه، افزایش سرمایه مطرح شده است.

ساختار سرمایه به عنوان مهم ترین پارامتر موثر بر ارزش گذاری شرکتها و جهت گیری آنان در بازارهای سرمایه مطرح شده است. محیط متغیر و متحول امروزی، درجه بندی شرکتها را از لحاظ اعتباری تا حدودی به ساختار سرمایه آنان منوط ساخته است. برای حفظ و ایجاد ارزش در شرکتها و همچنین مدیریت ریسک آنها در بازارهای تامین مالی، داشتن آگاهی جامع نسبت به جایگاه شرکت در بازارهای مالی و همچنین محیط پیرامون اثرگذار بر عملکرد شرکت های مختلف در قالب صنایع مختلف، امری ضروری است. به دلیل متفاوت بودن ویژگی های درونی شرکتها و صنایع مختلف، از جمله اندازه شرکت، وضعیت دارایی ها، سودآوری و فرصت های رشد، شیوهی تامین مالی و ساختار مالی این شرکتها متفاوت است. یک مدیر مالی در راستای به حداکثر رساندن ارزش شرکت باید مشخص

مبحث اول: نگهداری سرمایه

در حقوق انگلستان، مفهوم نگهداری سرمایه دارای دو معنای مالی ۸ و مادی ۹ می باشد. مفهوم مالی نگهداری سرمایه یعنی اینکه صرفاً سرمایه مالی شرکت نگهداری شود بدین صورت که میزان سرمایه پولی و مالی در پایان سال مالی با داراییهای خالص شرکت برابر باشد و یا اینکه میزان سرمایه پولی و مالی در آغاز سال مالی با کسر سود تقسیم شده بین سهامداران، استهلاکات سرمایه و ضرر های وارده سال های قبل، از دارایی خالص شرکت بیشتر باشد. مفهوم مادی نگهداری سرمایه نیز بر حفاظت و نگهداری سرمایه مادی تأکید می کند. بدین معنا که توانایی عملیاتی شرکت، پشتوانه و منابع مورد نیاز برای این توانایی در این مفهوم بیش از مفهوم مالی و پولی سرمایه، دارای اهمیت است. در این مفهوم نیز میزان توانایی عملیاتی، پشتوانه و منابع مورد نیاز آن باید بعد از مستثنی کردن تقسیم سود و جبران زیان های وارده در آغاز سال مالی شرکت برابر یا بیشتر از توانایی سود آوری مادی شرکت باشد.

آنچه از سوابق، مبانی، اصول و اهداف اصل نگهداری سرمایه در حقوق انگلستان استنباط می گردد، مفهوم مالی سرمایه است چرا که این سرمایه مالی شرکت است که بیشترین نقش را در رابطه با ایفای تعهدات شرکت در مقابل طلبکاران ایفا می کند و اساساً تا زمانی که سرمایه مالی شرکت بخصوص شرکت سهامی عام حفاظت و نگهداری نگردد، نمیتوان ادعا نمود که حقوق طلبکاران آن مورد حمایت قرار گرفته است و لذا اصل نگهداری سرمایه نیز مفهوم و معنا نخواهد یافت. بنابراین در یک تعریف کلی، اصل نگهداری سرمایه شامل حفاظت از سرمایه مالی شرکت و دقت در عدم بازگشت این سرمایه به سهامداران، کاهش متقلبانه آن به جهت حمایت از حقوق طلبکاران شرکت می شود چرا که مسئولیت سهامداران محدود به سرمایه تعهد شده مخصوصاً سرمایه پرداخت نشده می باشد بدین صورت که بعد از انحلال یا ورشکستگی شرکت سهامی عام، طلبکاران تنها به میزان سرمایه پرداخت نشده می توانند به سهامداران مراجعه نمایند بنابراین امکان عدم وصول قسمتی از طلب وجود خواهد داشت.

مطابق مواد ۸۳۱ و ۸۳۲ قانون شرکت های ۲۰۰۶ حتی اگر حساب های مربوطه یک شرکت سهامی عام سود کافی را برای توزیع نشان دهد، نمی توان این سود را بین

سهامداران تقسیم نمود چرا که مدیران این شرکت ابتدائاً موظفند بررسی نمایند پس از گذشت تاریخ ترازنامه (سال مالی)، آیا شرکت متحمل ضرر و زیان شده است یا خیر؟ همچنین تا زمانی که هزینه ها و استهلاکات سرمایه محاسبه و از سود کسر نشده و ذخیره قانونی نیز منظور نگردیده است، نمی تواند این سود را تقسیم نمایند زیرا وظیفه اصلی مدیران طبق ماده ۱۷۲ قانون شرکت های ۲۰۰۶ بالابردن سطح موفقیت شرکت و سود آوری ۱۰ آن می باشد و این مسائل بر توانایی شرکت در تقسیم سود تأثیر می گذارد.

در حقوق ایران نیز مطابق ماده ۲۳۹ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت مصوب ۱۳۴۷ «سود قابل تقسیم عبارت است از سود خالص سال مالی شرکت، منهای زیان های سال مالی قبل و اندوخته قانونی مذکور در ماده ۲۳۸ و سایر اندوخته های اختیاری به علاوه سود قابل تقسیم سال های قبل که تقسیم نشده است» بنابراین با توجه به این مواد، برای تعیین سود قابل تقسیم بایستی سه معیار را در نظر داشت، تا بتوان در راستای اصل نگهداری سرمایه گام برداشت که آن سه معیار عبارتند از: ۱- کسر زیان های سال های مالی قبل ۲- ذخیره یک قسمت از سود خالص بعد از کسر زیان های سال مالی قبل به عنوان اندوخته قانونی (الزامی) ۳- منظور نمودن قسمتی از سود خالص با تصویب مجمع عمومی عادی شرکت سهامی عام به عنوان اندوخته اختیاری. به طوری که هر سودی بدون رعایت مقررات قانونی و رعایت این معیارها بین شرکا تقسیم شود، منافع موهوم تلقی خواهد شد که ضمن نقض اصل نگهداری سرمایه، مسئولیت کیفری و حقوقی را برای شرکت و مدیران آن به بار خواهد آورد.

مبحث دوم: افزایش سرمایه

پرداخت با آورده نقدی و غیرنقدی تأدیه باعث می شود که در دوران حیات و فعالیت شرکت، آورده جدید به آورده های اولیه افزوده شده و اموال شرکت افزایش یابد. حسن کار هم در همین است چون شرکت می تواند اقدامات ضروری را تحقق بخشد مثلاً فعالیت هایش را گسترش دهد یا کارخانه جدید احداث کند و یا ادغام شرکت دیگری را در خودش بپذیرد. در حقوق ایران آورده جدید باید نقدی باشد و فقط در شرکت سهامی خاص تأدیه تمام یا قسمتی از مبلغ اسمی سهام جدید به غیرنقد نیز مجاز است. و توجیه قانع کننده ای برای منع

به رعایت آن ندارد. در حقوق ایران قیدی است که در حقوق انگلستان وجود ندارد و آن اینکه مطالبات باید نقدی باشد و به نظر می‌رسد گرچه قانونگذار به شرکت‌های سهامی خاص اجازه داده که مقابل سهام جدید آورده غیرنقد بپذیرد اما در تبدیل مطالبات در شرکت‌های سهامی خاص این مطالبات باید نقدی باشد. دلیل این حکم قانونگذار دقیقاً معلوم نیست و اگر دلیل آن جلوگیری از سوء استفاده باشد می‌توان پاسخ داد که بررسی مطالبات غیرنقدی توسط کارشناس رسمی می‌توانست جلوی این سوء استفاده‌ها را بگیرد. در حقوق انگلستان هم مطالبات نقدی و هم غیرنقدی قابل تبدیل به سهام می‌باشد. اگر طلب نقدی باشد و در روز پذیره‌نویسی حال باشد و سهام نقدی صادر شود دو دین تهاثر می‌شود.

فهرست منابع

صفری، محمد (۱۳۹۷)، حقوق بازرگانی اسناد، جلد اول و دوم، شرکت سهامی انتشار.

اسدی و همکاران (۱۳۹۳)، عوامل مالی و غیرمالی موثر بر تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه، دوره ۴، شماره ۲، شماره پیاپی ۱۴، صفحه ۱۸۷-۲۰۳.

رضایی و گرکز (۱۳۹۲)، اثر تغییرات سرمایه در گردش بر فرصت های سرمایه گذاری، دوره ۱، شماره ۳ صفحه ۹۹-۱۱۸

جهانخانی، علی و پارساییان، علی (۱۳۸۰)، مدیریت مالی، ریموند پی نوو، جلد دوم، ترجمه و اقتباس، تهران، انتشارات سمت، چاپ پنجم، بهار، ص ۱ تا ۴.

اکبری، فضل الله (۱۳۹۰)، تجزیه و تحلیل صورتهای مالی، انتشارات مرکز پژوهشهای تخصصی حسابداری و حسابرسی سازمان حسابرسی، نشریه ۱۲۹، چاپ نهم، ص ۱۲۲ تا ۱۲۵.

ستوده تهرانی، حسن (۱۳۸۱)، حقوق تجارت، انتشارات دادگستر نشر.

پاسبان، محمدرضا (۱۳۹۸)، کتاب حقوق شرکتهای تجاری، انتشارات سمت، چاپ پانزدهم، ص ۱ تا ۴۷۶.

منوری، حسین و راسخ، محمد (۱۳۹۷)، ابزار تنظیم بازار مالی در ایران و انگلیس، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)، دوره ۱۱، شماره ۳۹، ص ۹۵-۱۱۲.

شرکت‌های سهامی عام در تأدیه مبالغ اسمی سهام جدید با آورده غیرنقد وجود ندارد و معلوم نیست قانون‌گذار چرا چنین حکمی داده است اما در حقوق انگلستان هم در شرکت سهامی عام و هم در شرکت سهامی خاص تأدیه مبالغ اسمی سهام جدید با آورده نقد و غیرنقد جایز است. در حقوق ایران این آورده‌های جدید باید هنگام پذیره‌نویسی تماماً تأدیه گردند. اما در حقوق انگلستان همان مقررات سهم در مقابل آورده نقدی و غیرنقدی هنگام تأسیس حکمفرما است. ارزش اسمی سهام جدید در حقوق ایران برابر است با قیمت اسمی سهام قدیم چون در قانون آمده است. ولی در حقوق انگلستان چنین حکمی نیست و هر سهامدار به نسبت مبلغ اسمی سهم یا سهامش از حقوق مربوط به سهم برخوردار است. اگر شرکت در وضع نامطلوبی باشد یعنی فعالیت‌های شرکت همراه با ضرر باشد و دارائی شرکت کمتر از بدهی‌هایش باشد در این صورت قیمت واقعی سهم کمتر از قیمت اسمی آن است.

در حقوق انگلستان و ایران به طور ضمنی بیان شده که فروش سهام کمتر از قیمت اسمی ممکن نیست و در عمل شرکت‌ها برای جلب خریدار، سهام ممتاز صادر می‌کنند یا آنکه ابتدا به میزان ضرر شرکت سرمایه خود را کاهش می‌دهند و بعد اقدام به افزایش سرمایه می‌کنند اما اگر شرکت در وضعیت مطلوبی باشد یعنی میزان دارائی شرکت بیشتر از میزان بدهی آن باشد در این حالت ارزش واقعی هر سهم بیش از قیمت اسمی آن است و این دارائی بیشتر را باید از آن سهامداران قدیم دانست و اگر سهامداران جدید وارد شرکت شوند این مبلغ بیش از بدهی، بین آنها هم تقسیم خواهد شد. یعنی گرچه آنها به میزان قیمت اسمی سهام، آورده به شرکت می‌آورند اما قیمت واقعی سهمشان در همان بدو ورود بیش از قیمت اسمی می‌باشد.

در حقوق انگلستان از دو نوع حق تقدم سهامداران قدیم نامبرده شده است یکی حق تقدم غیرقابل کاهش و دیگری حق تقدم قابل کاهش حق تقدم غیرقابل کاهش همان است که گفته شد یعنی نسبت سهام سابق به سهام جدید. اما حق تقدم قابل کاهش عبارتست از: حق تقدم نسبت به سهامی که سهامداران قدیم کلا یا جزئا درباره آنها حق تقدمشان را اعلام ننموده‌اند. این حق تقدم قابل کاهش در حقوق ایران نیامده است و شرکت هیچ الزامی

- mine production safety based on the combination of DEMATEL and ISM. *Safety science*, 103, 51-61.
- Yuan Li and Manisha Singal (2019), *Capital structure in the hospitality industry: The role of the asset-light and fee-oriented strategy*, *Tourism Management* 70, pp. 124–133.
- Rajput, S., & Singh, S. P. (2018). *Identifying Industry 4.0 IoT enablers by integrated PCA-ISM-DEMATEL approach. Management Decision*.
- Martino, E. (2020). *Bank Governance and the Bail-in in the EU: A Law & Finance analysis on the role of bail-inable creditors*.
- Kor, Y. Y., Mahoney, J. T., & Watson, S. (2017). *The effects of demand, competitive, and technological uncertainty on board monitoring and institutional ownership of I.P.O firms. Journal of Management & Governance*, 12(3), 239-259.
- Abdullah, Hariem and Tursoy, Turgut (2021), *Capital structure and firm performance: evidence of Germany under IFRS adoption, Review of Managerial Science* 15,379–398(2021).
- Deniz Anginer, Ata Can Bertay, Robert Cull, Asli Demirgüç-Kunt, Davide S. Mare,(2021), *Bank capital regulation and risk after the Global Financial Crisis, journal of financial stability*.
- Bukair, A. A. A. (2019). *Factors influencing Islamic banks' capital structure in developing economies. Journal of Islamic Accounting and Business Research*.
- Elnahass, M., Izzeldin, M., & Steele, G. (2018). *Capital and earnings management: evidence from alternative banking business models. The International Journal of Accounting*, 53(1), 20-32.
- شالی، حمید (۱۳۹۸)، روند کاهش سرمایه شرکت های سهامی در حقوق ایران و انگلیس، نشریه علمی پژوهش های حقوقی، دوره ۱۸، شماره ۳۸، ص ۱۳۷-۱۵۸.
- یوسفی صادق لو، مهدی و بردستانی، زینب، (۱۳۹۴)، دلایل و شرایط افزایش و کاهش سرمایه در شرکت های سهامی ایران و انگلستان، دومین کنفرانس بین المللی حقوق و توسعه پایدار جامعه مدنی، شیراز، <https://civilica.com/doc/471860>.
- پاسبان، محمدرضا، فرخی، سیدهدادی و بیگی حبیب آبادی، احمد (۱۳۹۶)، بررسی تطبیقی حقوق سهامدار اقلیت در تجزیه شرکتهای سهامی (ایران و انگلستان)، فصلنامه پژوهش حقوق خصوصی، سال هفتم، شماره ۲۶، ص ۸۷-۱۱۳.
- پاسبان، محمدرضا و بهشتی، شقایق (۱۳۹۷)، سهام بدون حق رأی و شرایط سلب و تحدید حق رأی سهام (با مطالعه تطبیقی در حقوق ایران و انگلستان)، فصلنامه تحقیقات حقوقی، شماره ۸۶، ص ۹۹-۱۱۸.
- Myers, S. C. (1977). "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, pp. 145-75.
- Yapa Abeywardhana, D. (2017). *Capital structure theory: An overview. Accounting and finance research*, 6(1).
- Havoutis, N,(2003) "Profitability in the balance", *AFP Exchange* , Vol. 23 ,No. 6,
- Zhang, Dongyang (2021), *Is export tax rebate a quality signal to determine firms' capital structure? A financial intermediation perspective, Research in International Business and Finance*, 55 (2021) 101317.
- Li, L., & Islam, S. Z. (2019). *Firm and industry specific determinants of capital structure: Evidence from the Australian market. International Review of Economics & Finance*, 59, 425-437
- Wang, L., Cao, Q., & Zhou, L. (2018). *Research on the influencing factors in coal*

Designing a legal and financial model for capital changes in public joint stock companies in Iranian and English laws

¹Reza Mohammadi Darvishvand

²Ali Zare*

³Mehdi Montazer

⁴Seyed Yaghoub Zeraat Kish

Abstract

This study was conducted with the aim of designing the financial legal model of capital changes (increase) of public companies in Iranian and British law. The research method of the present study is mixed and it is done with two types of qualitative and quantitative (mixed) approaches. In the qualitative part of the research, in order to collect data, interview questions were developed. In the following, the ISM questionnaire was used. The statistical population of the research included 10 qualified experts who were selected using non-probability and purposive sampling method, and in-depth and semi-structured interviews were conducted with them. The first step of the current study was using the qualitative analysis method (interview editing approach, summarizing them and interpreting concepts and words) to identify the main and subcategories of the research. Then, in the second and quantitative part of the research, the modeling method was used. Structural-interpretive and MICMAC software were used to identify the causal relationships between the main research categories. By extracting the main and sub-categories of the research using the results of the qualitative analysis of the theme and the ISM method, the final model was presented. In total, the pattern obtained consists of 10 main categories. The results of the research showed that the capital structure has an effect on short-term debt, equity and long-term debt. The aforementioned variables also affect the company's behavior in financing operations. The behavior of the company affects the lease and bank loan, long-term debt and bond issuance and further affects the risk management. Risk management also leads to the increase of capital of public companies. In the same way, the amount of influence on the next levels is reduced and the variables of the same level, that is, have mutual interaction with each other.

Keyword: *Financial law, capital changes of public companies, Iranian and British law, mixed approach.*

¹ PhD Student in Financial Law, Faculty of Economics and Management, University of Science and Research, Tehran, Iran RM.DARVISH@yahoo.com

² Assistant Professor, Department of Private Law, College of Law, Theology and Political Science, Tehran science and research branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.dr.alizare@gmail.com

³ Assistant Professor, Private Law, Faculty of Human Sciences, Islamic Azad University, Damavand Branch, Tehran, Iran.mhdmontazer@yahoo.com

⁴ Associate Professor, Department of Agricultural Economics, Islamic Azad University, Science and Research Branch, Tehran, Iran.drzeraatkish@gmail.com

Journal of Financial Knowledge of Securities Analysis
Vol. 16 / No. 60, Winter 2023