



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
دوره ۱۷ / شماره ۲ (پیاپی ۶۶) / تابستان ۱۴۰۷  
صفحه ۷۹ تا ۹۸

## طراحی ساختار حقوقی و نظام پرداخت‌های شرکت‌های اکتساب با هدف خاص (اسپک) متناسب با بازار سرمایه ایران

وحید نوبخت

دانشجوی دکتری مالی، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران، (نویسنده مسئول)  
[v.nobakht@gmail.com](mailto:v.nobakht@gmail.com)

محمد مهدی بحر العلوم

استادیار گروه مالی و بانکداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران  
[m.bahrololoum@atu.ac.ir](mailto:m.bahrololoum@atu.ac.ir)

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۱۲/۱۰ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۱/۱۷

### چکیده

صنعت سرمایه‌گذاری در شرکت‌های اکتساب با هدف خاص صنعت نسبتاً جدیدی است و تحقیقات علمی متمرکز بر اثرات سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها رو به افزایش است. شرکت اکتساب با هدف خاص (که به اختصار به آن اسپک گفته می‌شود) شرکتی است که از طریق عرضه عمومی اولیه سهام خود با هدف تحصیل یک شرکت هدف در یک بازه زمانی مشخص، اقدام به تأمین مالی شرکت هدف می‌نماید. شرکت هدف معمولاً یک شرکت خصوصی است که پس از خرید توسط اسپک به طور خودکار به یک شرکت سهامی عام (سهامی عام) تبدیل می‌شود. در این پژوهش ابتدا با بررسی مبانی نظری تحقیق، به شناخت و مطالعه جامعی از تمامی ابعاد شرکت‌های اکتساب با هدف خاص با رویکرد تطبیقی پرداخته و الگوی اولیه شرکت‌های اکتساب با هدف خاص تدوین گردیده است. سپس با بهره‌گیری از مصاحبه‌های نیمه ساختاریافته و پرسشنامه، ساختار حقوقی این شرکت‌ها متناسب با بازار سرمایه ایران مورد بررسی شده است. در پایان نیز بر مبنای تحلیل مضمون و تجزیه و تحلیل پرسشنامه‌های جمع‌آوری شده از خبرگان و پس از استخراج نتایج حاصل از پرسشنامه، مطالعه تطبیقی و بررسی نمونه‌های موجود، به طراحی ساختار حقوقی شرکت‌های اکتساب با هدف خاص پرداخته شده است.

**واژه‌های کلیدی:** شرکت اکتساب با هدف خاص، ادغام، نهاد واسط، شرکت چک سفید، عرضه اولیه.

## ۱- مقدمه

یکی از وظایف کلیدی نظام‌های مالی در اقتصاد، تأمین و اختصاص بهینه وجوه است به طوری که رشد چشم‌گیری در مؤلفه‌های اقتصادی صورت پذیرد. به دلیل اهمیت زیاد رشد و پیشرفت بخش خصوصی، اختصاص متوازن و بهینه وجوه در این قسمت ضروری به نظر می‌رسد. توسعه همه جانبه جزو ملزومات دستیابی به کارایی و اثربخشی بخش خصوصی کشور است. این امر میسر نخواهد شد مگر با ایجاد ابزارها و نهادهای حرفه‌ای به منظور تأمین مالی بخش‌های مختلف اقتصاد. شرکت‌های اکتساب با هدف خاص (اسپک) یکی از نهادهای مالی مطرح در جهان است که هم نقش تأمین مالی را ایفا می‌کنند و هم جنبه سرمایه‌گذاری دارند (دنگ<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸).

شرکت اکتساب با هدف خاص (که از این پس به آن اسپک گفته می‌شود) شرکتی است که از طریق عرضه عمومی اولیه سهام خود با هدف تحصیل یک شرکت هدف در یک بازه زمانی مشخص، اقدام به تأمین مالی شرکت هدف می‌نماید (التی<sup>۲</sup>، ۲۰۲۲). شرکت هدف معمولاً یک شرکت خصوصی است که پس از خرید توسط اسپک به طور خودکار به یک شرکت سهامی عام (سهامی عام) تبدیل می‌شود. برخلاف یک عرضه عمومی استاندارد که در آن یک شرکت خصوصی با دارایی‌های عملیاتی می‌خواهد سهامی عام شود، یک اسپک هیچ دارایی عملیاتی یا واقعی در زمان عرضه عمومی خود ندارد و بیشتر شبیه به یک شرکت پوسته است. تنها دارایی اسپک در زمان عرضه عمومی، امکان خرید یک شرکت باپتانسیل در آینده است (دیمیترووا<sup>۳</sup>، ۲۰۱۷).

مفهوم یک شرکت پوسته که زیربنای اسپک است، جدید نیست زیرا شرکت‌های چک سفید<sup>۴</sup> قبلاً وجود داشته‌اند. با این حال، شرکت‌های چک سفید قبلی در برابر کلاهبرداری آسیب‌پذیر بودند اما اسپک‌ها بسترهای قانونی بهتری دارند. اسپک‌ها باید از مقررات خاص کمیسیون بورس و اوراق بهادار<sup>۵</sup> (SEC) پیروی کنند. سرمایه جمع‌آوری شده توسط اسپک در عرضه عمومی اولیه آن، منهای هزینه‌های مجاز اولیه، تا زمان تکمیل خرید شرکت هدف در یک حساب امانی<sup>۶</sup> نگهداری می‌شود (چاترجی<sup>۷</sup>، ۲۰۱۶).

بر اساس داده‌های مربوط به عملکرد اسپک‌ها که توسط وب سایت اسپک انالیتیکس<sup>۸</sup> در سال ۲۰۲۳ ارائه شده است، در مجموع ۱۳۳۵ اسپک در بازه زمانی ۲۰۰۳ تا ۲۰۲۲ با جذب سرمایه حدود ۳۳ میلیارد دلار وجود داشته است. اولین عرضه عمومی اسپک در سال ۲۰۰۳ انجام شد و اسپک‌ها به سرعت در تعداد و ارزش دلاری تا سال ۲۰۲۱ رشد یافتند. بورس‌های نیویورک<sup>۹</sup> و نزدک<sup>۱۰</sup> در سال ۲۰۰۸ به اسپک‌ها اجازه پذیرش دادند. تعداد اسپک‌ها و حجم دلاری آن‌ها به طور قابل توجهی در طول سال‌های بحران مالی کاهش یافت، اما اسپک‌ها تا سال

<sup>1</sup> Dang

<sup>2</sup> Altı

<sup>3</sup> Dimitrova

<sup>4</sup> Blank-Check Corporations

<sup>5</sup> Securities and Exchange Commission

<sup>6</sup> Trust Account

<sup>7</sup> Chatterjee

<sup>8</sup> SPAC Analytics

<sup>9</sup> NYSE

<sup>10</sup> NASDAQ

۲۰۱۱ بخشی از محبوبیت خود را بازیافتند. در ادامه محبوبیت اسپک‌ها هر سال افزایش پیدا کرده و در سال ۲۰۲۱ به اوج خود رسیده است.

ساختار تأمین مالی اسپک شامل دو بخش است. بخشی که توسط مؤسسين اسپک تأمین مالی می‌شود و بخشی که توسط مردم یا سهامداران بیرونی تأمین می‌شود. سهام متعلق به مؤسس اسپک به مؤسس انگیزه می‌دهد تا با صرف حداکثر تلاش خود، اطلاعات کاملی در مورد ویژگی‌های شرکت هدف به دست آورد و یک شرکت با کیفیت و ارزنده را برای خرید انتخاب کند (کامینگ<sup>۱</sup>، ۲۰۰۹).

شرکت‌های اکتساب با هدف خاص نقش مهمی را به منظور تأمین مالی شرکت‌های دانش‌بنیان و کسب‌وکارهای نوپا در بازارهای مالی ایفا می‌کنند. بر همین اساس، پژوهش پیش رو به دنبال بررسی ماهیت، الزامات و ساختار حقوقی شرکت‌های اکتساب با هدف خاص به عنوان یکی از برجسته‌ترین رویکردهای تأمین مالی در بازار سرمایه است تا شرایط موردنیاز برای شکل‌گیری این شرکت‌ها در کشور را فراهم نماید.

### مبانی نظری پژوهش

اکثر محققان در زمینه اقتصاد، کارآفرینی را موتور محرک توسعه اقتصادی و اجتماعی معرفی نموده‌اند. اهمیت اشتغال‌زایی در هر کشوری بالاست و برای همین سیاست‌های مهمی در جهت ایجاد کسب وکارها در برنامه اقتصادی دنیای امروز قرار گرفته است. نکته قابل تأمل کارآفرینان، بنگاه‌های کوچک اقتصادی با استارت‌آپ‌ها بعنوان موتور محرک هر کشوری این است که عموماً امکان ورود به بازارهای مالی و تأمین نقدینگی از آن را نداشته یا به دلیل نوپا بودن، امکان تأمین نقدینگی از بازار پول برایشان فراهم نیست. وظیفه شرکت‌های اکتساب با هدف خاص در اقتصاد کشور به عنوان کاتالیزور این است که زمینه توسعه در این بخش کوچک از اقتصاد را فراهم نمایند (بانرجی<sup>۲</sup>، ۲۰۲۱).

داده‌های مربوط به اسپک‌ها که توسط بلومبرگ<sup>۳</sup> گردآوری شده است نشان می‌دهد که در سال ۲۰۲۲ شرکت‌های اکتساب با هدف خاص در دنیا چندین میلیارد دلار تأمین مالی کرده‌اند که تمامی این مبالغ مستقیماً به بخش کوچک و پیشران اقتصاد هدایت شده است. شرکت‌های اکتساب با هدف خاص گرچه دارایی فیزیکی ندارند اما تیم مدیریتی حرفه‌ای دارند که طی مدت معین به دنبال بهترین فرصت سرمایه‌گذاری در بین شرکت‌های ارزنده با مزیت نسبی (بیشترین بازدهی متناسب با ریسک)، هستند.

سه عامل مهم که شرکت‌های سرمایه‌پذیر مشتاق به ادغام با شرکت‌های اکتساب با هدف خاص هستند، زمان، هزینه و منابع مالی است (توماس<sup>۴</sup>، ۲۰۱۱). همواره شرکت‌های کوچک در تأمین نقدینگی دچار مشکل هستند به خصوص شرکت‌هایی که دارایی اصلی آن‌ها تکنولوژیک است. همین امر سبب سخت شدن تأمین مالی از بازار پول به دلیل نبود دارایی ثابت مناسب می‌گردد. همچنین به دلیل اندازه این شرکت‌ها، تأمین نقدینگی مناسبی جهت

1 Cumming

2 Banerjee

3 Bloomberg

4 Thomas

رشد در اختیار آن‌ها قرار نمی‌گیرد. حتی در صورت وجود امکان ورود این شرکت‌ها به بازارهای سرمایه، معمولاً فرآیند عرضه عمومی برای چنین شرکت‌هایی زمان‌بر و هزینه‌بر خواهد بود. شرکت‌های اکتساب با هدف خاص تمام مراحل حقوقی و اداری را انجام می‌دهند، هزینه‌های عرضه عمومی را مدیریت، سرمایه مورد نیاز برای رشد شرکت را مهیا و در نهایت از طریق ادغام با شرکت هدف زمینه عرضه اولیه آن شرکت را فراهم می‌نمایند (کامینگ<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴).

شاید مهم‌ترین ریسک اسپیک‌ها برای سرمایه‌گذاران، ریسک عدم ادغام یا ادغام با شرکت نامناسب باشد. به این معنی که شرکت اکتساب با هدف خاص در صورت عدم موفقیت در ادغام، وجه سرمایه‌گذاران را تسویه می‌کند، اما در صورت ادغام با شرکت هدف، قیمت سهام یا واحدهای سرمایه‌گذاری اسپیک، معمولاً از ۱۰ دلار (قیمت عرضه در بازار) شروع به نوسان می‌کند (بوسابا<sup>۲</sup>، ۲۰۱۱). اسپیک در دوره قبل از ادغام، اطلاعات شرکت هدف خود را برای عموم منتشر می‌کند و سرمایه‌گذاران این فرصت را دارند که در صورت عدم پذیرش شرکت هدف، این سرمایه‌گذاری را لغو کنند. در صورت تأیید و قبول ریسک شرکت هدف، عرضه و تقاضای بازار ارزش شرکت جدید را مشخص می‌کند که ممکن است صعودی و یا نزولی باشد. در واقع تا لحظه آخر ادغام، سرمایه‌گذاران اختیار خروج از سرمایه‌گذاری خود را دارند. اسپیک مکانیزیم ویژه‌ای برای ایجاد یک ابزار سرمایه‌گذاری جدید جهت تنوع‌بخشی به سبد سرمایه‌گذاران ایجاد کرده است (دیمیتروا<sup>۳</sup>، ۲۰۱۷).

چرخه کلی عمر یک اسپیک شامل سه مرحله است:

۱. **مرحله اولیه:** این مرحله شامل مرحله تشکیل شرکت و عرضه اولیه می‌شود و تا زمان معرفی شرکت‌های هدف پیشنهادی، ادامه دارد.

۲. **مرحله میانی:** در این مرحله، اسپیک پس از انجام مذاکرات متعدد و تجزیه و تحلیل گزینه‌های پیش رو، شرکت هدف جهت ادغام انتخاب و اعلام می‌گردد.

۳. **مرحله پس از ادغام:** در این مرحله، اسپیک و شرکت هدف با یکدیگر ادغام می‌شوند که این امر منجر به ایجاد یک شرکت جدید درج و پذیرش شده در بورس می‌گردد (رودریگز<sup>۴</sup>، ۲۰۱۴).

اولین و مهم‌ترین تصمیمی که توسط مالکان کسب‌وکار اتخاذ می‌شود نوع ساختار حقوقی کسب‌وکار می‌باشد. ساختاری که انتخاب می‌شود از جهات مختلفی روی فعالیت کسب‌وکار تأثیرگذار است. ریسک، مالیات و پیچیدگی سه موضوعی است که در انتخاب ساختار حقوقی کسب‌وکار باید در نظر گرفته شود (انگ<sup>۵</sup>، ۲۰۰۳). تمامی ساختارهای حقوقی دارای درجه‌ای از ریسک هستند. به طور کلی مالکان کسب‌وکار به دنبال ساختارهای حقوقی هستند که تعهداتشان را نسبت به اشخاص ثالث کاهش دهد و از دارایی‌های شخصی آن‌ها در قبال اعتباردهندگان و دعاوی حقوقی حفاظت کند (فرانسیس<sup>۶</sup>، ۲۰۰۸). هر یک از ساختارهای حقوقی از نظر قوانین مالیاتی نیز متفاوت

<sup>2</sup> Busaba

<sup>3</sup> Dimitrova

<sup>4</sup> Rodrigues

<sup>5</sup> Eng

<sup>6</sup> Francis

هستند، مالکان کسب‌وکار با توجه به ماهیت آن و مزایای مالیاتی هر یک از ساختارهای حقوقی به انتخاب ساختار حقوقی مورد نظر می‌پردازند.

ساختارهای حقوقی از نظر پیچیدگی قانونی و حقوقی نیز تفاوت دارند و به طور کلی ساختارهای شرکتی از پیچیدگی‌های بیشتری نسبت به ساختارهای شراکتی برخوردارند. رایج‌ترین انواع ساختارهای حقوقی مورد استفاده توسط مالکان کسب‌وکار عبارتند از: مالکیت انفرادی<sup>۱</sup>، شراکت تضامنی<sup>۲</sup>، شرکت مسئولیت محدود<sup>۳</sup> و شرکت سهامی<sup>۴</sup> (خاص یا عام).

مالکیت انفرادی ساده‌ترین و رایج‌ترین نوع ساختار حقوقی است که توسط ۷۰ درصد از واحدهای تجاری در ایالات متحده مورد استفاده قرار می‌گیرد (اگروال<sup>۵</sup>، ۲۰۱۱). در این نوع ساختار هر فردی به تنهایی می‌تواند کسب‌وکاری راه‌اندازی کند. شراکت تضامنی متشکل از دو یا چند نفر است و هر یک از شرکاء به تنهایی در قبال تمامی بدهی‌ها و تعهدات شراکت مسئول هستند و حتی دارایی‌های شخصی شرکاء نیز در قبال خسارات و ضررهای ایجاد شده در کسب‌وکار قابلیت استفاده دارد. شرکت مسئولیت محدود یک ساختار ترکیبی از مشارکت و شرکت است که به اعضای خود اجازه می‌دهد علی‌رغم استفاده از مزایای مالیاتی و انعطاف‌پذیری مشارکت، مسئولیت‌های خود را نیز مانند ساختار شرکت‌های سهامی، محدود به میزان سرمایه‌گذاری خود کنند (کلب<sup>۶</sup>، ۲۰۱۶).

شرکت‌های سهامی دارای ساختار پیچیده‌تری هستند. در واقع مطابق قانون، شرکت‌های سهامی به‌عنوان یک شخصیت حقوقی مستقل در نظر گرفته می‌شوند به طوری که دارای حقوق قانونی هستند و مستقل از مالکان می‌توانند شکایت کنند، مورد شکایت قرار بگیرند، دارایی خرید و فروش کنند و یا حقوق مالکیتی را تحت عنوان سهام به فروش رسانند. شرکت سهامی دارای حقوق، امتیازات و مسئولیت‌های خاصی نسبت به افراد است. انجام کسب‌وکار در قالب شرکت سهامی ممکن است مزایای مالی و مالیاتی را به همراه داشته باشد؛ اما از طرف دیگر با موضوعاتی مانند افزایش هزینه صدور مجوز یا کاهش کنترل مدیریت و... نیز مواجه است. شرکت سهامی می‌تواند انتفاعی یا غیرانتفاعی باشد.

### انواع نهادهای مالی تحت نظارت سازمان بورس

از نگاه سازمان بورس و اوراق بهادار، در یک تقسیم‌بندی کلی، مهم‌ترین نهادهایی که در بازار سرمایه فعالیت می‌کنند به نهادهای خود تنظیم‌گر، واسطه‌های بازار و سایر فعالان بازار سرمایه تقسیم می‌شوند.

واسطه‌های بازار به عنوان نهادهای اجرایی و عملیاتی بازار اوراق بهادار، تمامی فعالیت‌های مربوط به عرضه اولیه اوراق و تضمین فروش آن‌ها، مدیریت پرتفوی، انجام سفارش‌های خرید و فروش مشتریان، مشاوره و امور

1 Sole Proprietorship  
2 General Partnership  
3 Limited Liability Corporation (LLC)  
4 Corporation  
5 Aggarwal  
6 Kolb

مربوط به تهیه، پردازش و انتشار اطلاعات دادوستد اوراق بهادار و تنظیم عرضه و تقاضای اوراق بهادار در بازار را انجام می‌دهند. نهادهای مالی که تحت نظارت سازمان بورس هستند عبارتند از:

- شرکت بورس
- شرکت فرابورس
- شرکت بورس کالا
- شرکت بورس انرژی
- کارگزاری‌ها
- شرکت‌های تأمین سرمایه، مشاور سرمایه‌گذاری، سببگردان و پردازش اطلاعات مالی
- شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری
- صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک
- صندوق‌های زمین و ساختمان
- مؤسسات رتبه‌بندی
- کانون‌های فعال در بازار اوراق بهادار
- نهادهای واسط

از آن جایی که مهم‌ترین مرحله در چرخه عمر اسپک‌ها، مرحله ادغام با شرکت هدف است، لذا در ادامه به بررسی مبانی حقوقی ادغام و اکتساب در کشور پرداخته شده است.

### مبانی حقوقی ادغام و اکتساب در اسپک

در ایران، مبحث حقوقی ادغام شرکت‌ها، موضوعی جدید محسوب می‌شود و از آنجا که قانون تجارت، بخشی از ادغام شرکت‌ها به میان نیاورده است، لذا حقوق‌دانان نیز کمتر در مورد آن بحث و تجزیه و تحلیل انجام داده‌اند. ماده ۵۳ قانون بخش تعاونی (مصوب ۱۳۷۰) اگرچه امکان ادغام شرکت‌های تعاونی را مطرح کرد، اما نه تعریفی از آن ارائه داد و نه شرایط و مسائل آن را بیان داشت. ماده ۴۰ قانون برنامه چهارم توسعه (مصوب ۱۳۸۳) برای اولین بار، ادغام شرکت‌های تجاری را در جهت ارتقای سطح و جذب فن‌آوری‌های برتر در بخش‌های مختلف اقتصادی مفید و مجاز دانست، به شرط آنکه موجب تمرکز و قدرت انحصاری نشود.

اولین تعریف قانونی در بحث ادغام در قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی منعکس شد. در آنجا، قانون‌گذار ادغام را اقدامی دانست که بر اساس آن چند شرکت ضمن محو، شخصیت حقوقی واحد و جدیدی تشکیل داده یا در شخصیت بر اثر ادغام، کلیه اموال منقول و غیر منقول، مطالبات، قراردادهای دعاوی له و علیه شرکت ادغام‌شونده، حقوق معنوی و نیز کلیه بدهی‌ها و تعهدات شرکت تجاری ادغام‌شونده به شرکت تجاری پذیرنده ادغام منتقل می‌شود و شرکت اخیر، به عنوان قائم مقام عام شرکت ادغام‌کننده خواهد بود. این انتقال به حکم قانون بوده و بنابراین لزومی به ذکر تک تک موارد فوق در قرارداد وجود ندارد، هر چند توافق برخلاف آن امکان‌پذیر است؛ این امر را می‌توان از بند (ز) ماده یک آیین‌نامه‌های اجرایی ماده ۱۱۱ اصلاحیه قانون مالیات‌های

مستقیم استنباط کرد. نتیجه نهایی ادغام، باید به مدیریت و تحت کنترل درآوردن شرکت ادغام‌شونده منجر شود، در غیر این صورت، صرف سودبری مشترک، بدون دخالت و نفوذ در مدیریت، منجر به تشکیل ادغام نمی‌شود. البته در حقوق ایران نظر به زوال شخصیت شرکت ادغام‌شونده امری بدیهی به نظر می‌رسد.

به هر حال، تعریف ادغام در قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی با هیچ یک از عقود و قراردادهای مذکور در قانون مدنی ایران تطابق ندارد، چرا که هیچ یک از عقود مورد اشاره در قانون مدنی، نمی‌تواند موجب محو شخصیت حقوقی یکی از طرفین قرارداد یا موجب ایجاد یک شخص حقوقی جدید شود؛ به نحوی که شخص حقوقی بازمانده یا جدید، جانشین کلیه حقوق و تعهدات شخص یا اشخاص محو شده شود و کلیه حقوق و تعهدات شرکت تجاری ادغام شده به شرکت تجاری بازمانده انتقال یابد. از سوی دیگر، منشأ این (اقدام)، حکم قانون‌گذار است و بنابراین آثار حقوقی اقدام مزبور، نتیجه ارائه ایجادکنندگان آن نیست، بلکه به حکم قانون‌گذار است.

#### دسته‌بندی حقوقی ادغام

ادغام شرکت‌های سهامی را می‌توان از جنبه‌های مختلف، دسته‌بندی کرد. شرکت‌های سهامی به دو طریق می‌توانند شرکت یا شرکت‌های سهامی دیگر را تحت کنترل خود درآورند:

الف. کنترل شرکت یا شرکت‌های سهامی دیگر از طریق محو شخصیت حقوقی آن‌ها

ب. کنترل شرکت یا شرکت‌های سهامی دیگر بدون محو شخصیت حقوقی آن‌ها

بر اساس تقسیم‌بندی بالا، می‌توان ادغام شرکت‌های سهامی را از منظر حقوقی به دو نوع تقسیم کرد:

الف. ادغام‌هایی که موجب می‌شوند شخصیت حقوقی شرکت یا شرکت‌های سهامی ادغام‌شونده محو شود که از آن به ادغام واقعی یا قانونی یاد می‌شود و خود انواع گوناگونی دارد.

ب. ادغام‌هایی که شخصیت حقوقی آنان پس از ادغام پابرجا می‌ماند و از آن‌ها با عنوان ادغام‌های عملی نام برده می‌شود و طبق تعریف قانون اجرای اصل ۴۴، اطلاق ادغام بر آن مجاز است. این نوع ادغام خود انواعی دارد که در ادامه ذکر می‌شود.

**ادغام واقعی** را بر اساس محو شخصیت حقوقی تمام یا بعضی از طرف‌های ادغام به دو گروه (ادغام یک جانبه یا ادغام ساده) و (ادغام دو یا چند جانبه یا ادغام مرکب) می‌توان تقسیم‌بندی کرد.

**ادغام ساده:** قراردادی بین دو یا چند شرکت تجاری و از جمله شرکت سهامی است که موجب محو شخصیت حقوقی یکی یا چند شرکت سهامی طرف قرارداد می‌شود و کلیه حقوق و تعهدات شرکت یا شرکت‌های سهامی محو شده به یکی از آن‌ها انتقال می‌یابد و دارندگان سهام شرکت یا شرکت‌های سهامی محو شده، مالک عوض تعیین شده در قرارداد می‌شوند. به بیان دیگر، در این شیوه از ادغام، کلیه شرکت‌های طرف قرارداد، در یک شرکت از مجموع شرکت‌های درگیر در این رابطه قراردادی، ادغام می‌شوند، بدون آنکه شرکت جدیدی ایجاد شود.

**ادغام مرکب (ادغام دو یا چند جانبه یا ادغام ترکیبی):** ماده ۵۹۰ لایحه جدید قانون تجارت (۱۳۹۱)، در تعریف ادغام مرکب بیان می‌دارد: «به تشکیل شرکت جدید از طریق ادغام حداقل دو شرکت در یکدیگر، ادغام مرکب اطلاق می‌شود. در ادغام مرکب، شرکت‌های طرف ادغام، شخصیت حقوقی خود را از دست می‌دهند». در ماده ۱۰۵ قانون برنامه پنجم توسعه، از «ادغام مرکب» به «ادغام دو یا چند جانبه» یاد شده است. به موجب این قرارداد، طرفین توافق می‌کنند دو یا چند شرکت در هم ترکیب شده و شرکت کاملاً جدیدی از آن‌ها به وجود آید. **ادغام عملی:** علی‌رغم اینکه ادغام‌های واقعی می‌توانند سبب ارتقای کارایی و بهره‌وری و افزایش سودآوری، کاهش هزینه تولید و ده‌ها مزیت دیگر شوند، اما مشکلاتی را نیز در پی دارند که موجب می‌شود مدیران شرکت‌های سهامی رو به ادغام عملی بیاورند. از جمله این مشکلات، تشریفات مفصل قانونی است که برای شرکت‌های بزرگ تجاری، مقرون به صرفه نیست. چرا که ممکن است پس از توافق هیئت مدیره دو شرکت سهامی و صرف هزینه‌های بسیار، سهامداران شرکت سهامی ادغام‌شونده با ادغام موافقت نکنند یا با وجود توافق، سهامداران اقلیت که با ادغام موافق نبوده‌اند مشکلاتی را برای شرکت سهامی ادغام‌کننده ایجاد کنند.

ادغام عملی به دو شکل صورت می‌پذیرد. نخست ادغام عملی از طریق تحصیل سهام و دوم ادغام عملی از طریق تحصیل دارایی، این نوع ادغام در حقوق ایران ذیل عنوان (تملک) مدنظر قرار گرفته است که اجمالاً در زیر به تشریح هر یک پرداخته می‌شود:

**ادغام عملی از طریق تحصیل سهام:** در این نوع ادغام، قرارداد بین یک شرکت و سهامداران شرکت دیگر منعقد می‌شود. در تحصیل سهام کنترل‌کننده، شرکت سهامی ادغام‌کننده با تحصیل سهام شرکت سهامی دیگر، کنترل آن را در دست می‌گیرد و دو شرکت سهامی رابطه مادر و فرعی پیدا می‌کنند. در حقوق آمریکا، تحصیل سهام کنترل‌کننده به دو صورت امکان‌پذیر است: خرید مستقیم سهام از سهامداران و انعقاد قرارداد معاوضه سهام که هر یک مختصراً توضیح داده می‌شود.

در حقوق آمریکا، شرکت سهامی که سهام شرکت دیگر را می‌خرد، «شرکت سهامی تحصیل‌کننده» و شرکت سهامی که سهام آن توسط سهامداران آن فروخته می‌شود را «شرکت سهامی تحصیل‌شده» می‌نامند؛ معمولاً چنین قراردادی را قرارداد «خرید سهام» یا تحصیل سهام می‌نامند. در قرارداد خرید سهام، شرکت سهامی تحصیل‌شونده دخالتی در انجام معامله ندارد و شرکت سهامی تحصیل‌کننده، سهام را مستقیماً از سهامداران خریدهای سهامداران می‌کند.

ادغام عملی در حقوق ایران دارای منع قانونی نیست به خصوص آنکه بر اساس ماده ۵۸۸ قانون تجارت، اشخاص حقوقی از جمله شرکت‌های سهامی، می‌توانند سهام دیگر شرکت‌ها را خریداری کنند، مگر آنکه مشمول مقررات ضد رقابتی شود.

نوع دوم از ادغام‌های عملی که از طریق تحصیل سهام شرکت ادغام‌شونده صورت می‌گیرد ادغام عملی از طریق انعقاد قرارداد معاوضه سهام و در نتیجه اکتساب سهام شرکت دیگر است. تفاوت عمده‌ای که این شیوه با تحصیل سهام از طریق خرید سهام دارد آن است که طرفین قرارداد معاوضه سهام، هیئت مدیره دو شرکت سهامی هستند نه شرکت سهامی و سهامداران. به بیان دیگر، شرکت سهامی ادغام‌شونده بدون مداخله سهامداران خود سهام آنان

را با سهام شرکت سهامی تحصیل‌کننده معاوضه می‌کند. در این روش، یکی از شرکت‌های سهامی، کل سهام یک یا چند گروه از سهامداران شرکت سهامی دیگر را از طریق قرارداد معاوضه سهام تحصیل می‌کند. در حقوق ایران، انعقاد قرارداد معاوضه سهام بین شرکت‌های سهامی بدون رضایت سهامداران ممکن نیست. زیرا سهام در مالکیت سهامداران است و شرکت سهامی نمی‌تواند سهام آن‌ها را مورد معامله قرار دهد.

**ادغام عملی از طریق تحصیل دارایی:** یکی از انواع ادغام‌های عملی ادغام شرکت‌ها از طریق خرید دارایی‌های شرکت دیگر است. در این شیوه، شرکت سهامی ادغام‌کننده، کل یا بخش عمده دارایی‌های شرکت دیگر را تحصیل می‌کند و به نحو عملی کنترل شرکت دیگر را دست می‌گیرد. پس از انعقاد قرارداد شخصیت حقوقی شرکتی که دارایی آن خریداری شده باقی می‌ماند، اما معمولاً پس از فروش دارایی‌ها، شرکت با تصمیم ارکان آن منحل و وجوه حاصله را بین سهامداران تقسیم می‌کند به طور کلی، شرکتی که دارایی‌های شرکت دیگر را خریداری می‌کند مسئولیتی در قبال تعهدات شرکت فروشنده ندارد.

در حقوق ایران، خرید کل یا قسمت عمده دارایی شرکت با شرکت‌های سهامی توسط یک شرکت سهامی دیگر رایج نیست، لکن منع قانونی ندارد و شرکت‌های سهامی در حدود موضوع می‌توانند به خرید یا فروش دارایی مبادرت ورزند.

ادغام عملی در حقوق ایران، پیش از تصویب قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی نیز از طرف حقوق دانان مطرح شده بود. به نظر این گروه از نویسندگان، با توجه به خلأ قانونی درباره ادغام و نظر به این که هیچ اکثریتی به موجب ماده ۹۴ لایحه قانونی ۱۳۴۷ نمی‌تواند بر تعهد صاحبان سهام بیفزاید تنها راه حل این است که شرکت ادغام‌شونده با تصمیم مجمع عمومی منحل و سپس شرکت جدیدی تشکیل شود، امری که نتایج نامطلوبی دارد و مستلزم تصفیه شرکت‌هاست.

### الزامات حاکم بر ادغام شرکت‌ها

بر طبق ماده ۱۰۵ قانون برنامه پنجم توسعه، ادغام شرکت‌های تجاری نباید موجب ایجاد تمرکز و بروز قدرت انحصاری شود. بر طبق مقررات مذکور، کلیه حقوق و تعهدات، دارایی، بدهی‌ها و مطالبات شرکت یا شرکت‌های موضوع ادغام، به شرکت پذیرنده ادغام یا شرکت جدید منتقل می‌شود. لذا نمی‌توان ادغامی در نظر گرفت، بدون آن که بدهی‌ها و تعهدات آن منتقل نشود. در خصوص ادغام، معمولاً واگذاری اموال به شرکت بازمانده یا جدید از دریافت حق‌الثبت یا مالیات انتقال و هرگونه حقوق و عوارض انتقالی معاف است. البته این موضوع در قانون ثبت بیان نشده است، اما در قانون مالیات‌های مستقیم برخی از معافیت‌هایی در نظر گرفته شده است.

یکی از اهداف ادغام شرکت‌های تجاری کاهش هزینه و افزایش بهره‌وری است که این موضوع با ساماندهی کارکنان شرکت‌های ادغام‌شونده امکان‌پذیر است. در برنامه چهارم توسعه مقرر شده است که کارکنان شرکت‌های موضوع ادغام به شرکت پذیرنده ادغام با شرکت جدید انتقال خواهد یافت. در صورت عدم تمایل برخی از کارکنان شرکت قبلی با انتقال به شرکت پذیرنده ادغام یا شرکت جدید، شرکت مزبور مکلف به باز خرید آن‌ها مطابق مقررات قانون کار است.

در ماده ۱۰۵ قانون برنامه پنجم توسعه نیز مقررات قانون قبلی در قانون برنامه چهارم تکرار شده و مضافاً مقرر شده پس از ادغام، مزایای پایان کار، کارکنان شرکت‌های ادغام‌شونده مطابق قانون کار توسط شرکت مذکور به کارکنان یاد شده پرداخت شود. در مورد نیروی مازاد، مطابق قانون تنظیم برخی از مقررات تسهیل‌نوسازی صنایع کشور و اصلاح ماده ۱۱۳ قانون برنامه سوم توسعه، مصوب ۱۳۸۲ عمل می‌شود. لذا در ادغام شرکت‌های تجاری، شرکت ادغام‌پذیر یا شرکت جدید باید تعهدات مربوط به کارکنان شرکت‌های ادغام‌شونده را اعمال کند.

بر طبق ماده ۱۲ قانون کار، هر نوع تغییر حقوقی در وضع مالکیت کارگاه، از قبیل فروش یا انتقال به هر شکل، تغییر نوع تولید، ادغام در مؤسسه دیگر، ملی شدن کارگاه، فوت مالک و امثال این‌ها، در رابطه قراردادی کارگرانی که قراردادهای قطعیت یافته است مؤثر نیست و کارفرمای جدید، قائم مقام تعهدات و حقوق کارفرمای سابق خواهد بود. لذا بر طبق قانون کار و قانون برنامه پنجم توسعه شرکت ادغام‌پذیر به عنوان قائم مقام شرکت‌های ادغام‌شونده باید به تعهدات و حقوق کارکنان اقدام کند و کلیه دریافت‌های قانونی کارگر به اعتبار قرارداد کار اعم از مزد یا حقوق، کمک عائله‌مندی، هزینه‌های مسکن، خواربار، ایاب و ذهاب، مزایای غیرنقدی، پاداش افزایش تولید، سود سالانه و نظایر آن‌ها باید توسط شرکت ادغام‌پذیر پرداخت شود.

مطابق ماده ۴۰ قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران، ادغام شرکت‌های تجاری موضوع باب سوم (قانون تجارت)، با تصویب چهار پنجم صاحبان سهام در مجمع عمومی فوق‌العاده شرکت‌های سهامی یا چهار پنجم صاحبان سرمایه در سایر شرکت‌های تجاری موضوع ادغام، انجام می‌شود. معمولاً در شرکت‌ها مسئولان امور شرکت‌ها و مجامع عمومی صاحبان سهام وقتی تصمیم به ادغام شرکت‌ها می‌گیرند، یکسری شرایط و اصولی در جهت رعایت حقوق شرکاء و صاحبان سهام و همچنین در ارتباط با شرایط و تشریفات ادغام شرکت‌ها معین کرده و در ارتباط با آن موافقت‌نامه‌ای تنظیم می‌کنند، که تمام شرکت‌ها باید طبق آن عمل کنند.

یکی از شرایط خاص جهت ادغام شرکت‌های تجاری، در خصوص ادغام شرکت‌های سهامی عام است که بر این اساس افزون بر شرایط بیان شده، شرکت سهامی عام باید مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار را کسب کند. بر طبق رویه موجود در سازمان بورس ادغام شرکت‌های سهامی عام پذیرفته نشده در بازار بورس اوراق بهادار در شرکت‌های سهامی عامی که در بازار بورس پذیرفته شده‌اند، مجاز است؛ لیکن عکس آن مقدور نیست. همچنین تشکیل شرکت‌های سهامی عام از ادغام شرکت‌هایی از نوع دیگر مجاز نیست. در ادامه، ادغام شرکت سهامی عام در شرکت‌های سهامی خاص نیز امکان‌پذیر نیست. ماده ۱۱۱ قانون مالیات‌های مستقیم در خصوص برخوردهای مالیاتی با ادغام‌های تجاری پیشتر بحث شده است.

### فرضیه‌های پژوهش

این پژوهش به دنبال طراحی ساختار حقوقی و نظام پرداخت‌های شرکت‌های اکتساب با هدف خاص در کشور است.

## روش پژوهش

این پژوهش طی مراحل زیر انجام خواهد گرفت:

**مرحله اول:** در این مرحله با بررسی مبانی نظری تحقیق، به شناخت و مطالعه جامعی از تمامی ابعاد حقوقی شرکت‌های اکتساب با هدف خاص با رویکرد تطبیقی پرداخته و الگوی اولیه شرکت‌های اکتساب با هدف خاص تدوین می‌گردد.

**مرحله دوم:** در این مرحله، با توجه به شناخت ایجاد شده در مرحله قبل، با بهره‌مندی از مطالعه تطبیقی، مصاحبه‌های نیمه ساختاریافته و طراحی پرسشنامه، الگوی حقوقی بومی‌سازی شده این شرکت‌ها در ایران مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

**مرحله سوم:** در این مرحله، بر مبنای تحلیل مضمون و تجزیه و تحلیل پرسشنامه‌های جمع‌آوری شده از خبرگان و پس از استخراج نتایج حاصل از پرسشنامه، مطالعه تطبیقی و بررسی نمونه‌های موجود، به طراحی ساختار حقوقی شرکت‌های اکتساب با هدف خاص پرداخته می‌شود.

در این پژوهش، جامعه آماری متشکل از متخصصان مالی شامل اعضای هیئت علمی دانشگاه‌ها، اعضای هیئت مدیره، مدیران عامل، مدیران و کارشناسان ارشد نهادهای مالی شامل شرکت‌های تأمین سرمایه، سیدگردان، مشاوران سرمایه‌گذاری و کارگزاری‌ها و همچنین اعضای هیئت مدیره، مدیران عامل، مدیران و کارشناسان ارشد نهادهای نظارتی همچون سازمان بورس، شرکت بورس و فرابورس به دلیل آشنایی با محیط و ضوابط قانونی جهت نظرسنجی در نظر گرفته شده است.

با توجه به ماهیت کار و نو بودن موضوع همچنین کمبود افراد با تجربه در حوزه مورد نظر، روش گلوله برفی در تعیین افراد انتخاب گردید. شایان ذکر است در مطالعات آماری مانند نظرخواهی‌های عمومی شرکت‌کنندگان به عنوان نماینده یک جامعه بزرگ محسوب می‌شوند در صورتی که در مطالعات دلفی اشخاصی که انتخاب می‌شوند نماینده یک جمعیت نیستند بلکه افرادی آگاه محسوب می‌شوند.

## روش‌های تحلیل داده‌ها:

با توجه به موضوع تحقیق، ابتدا باید با انجام مطالعه تطبیقی به شناخت کاملی در این حوزه دست پیدا کرد. سپس به منظور پاسخ به پرسش‌های تحقیق، با بهره‌مندی از مطالعه ادبیات موضوع، بررسی نمونه‌های موجود و طراحی پرسشنامه، طراحی شرکت‌های اکتساب با هدف خاص از ابعاد مختلف بررسی خواهد شد. در خصوص پرسشنامه، در گام اول به منظور بررسی و توصیف ویژگی‌های عمومی پاسخ‌دهندگان نظیر میزان تحصیلات، رشته تحصیلی، رده شغلی، سابقه تدریس، سابقه کار و محل اشتغال از روش‌های موجود در آمار توصیفی استفاده خواهد شد. در گام بعدی، آزمون‌های ناپارامتریک آمار استنباطی مورد استفاده قرار می‌گیرد، بدین‌صورت که به منظور سنجش روایی پرسشنامه از روش روایی محتوا، سنجش پایایی پرسش‌نامه از آلفای کرونباخ، جهت حصول اطمینان از نظر موافق یا مخالف آزمودنی‌ها در مورد هر سؤال از آزمون دوجمله‌ای، برای آگاهی از میزان موافقت یا مخالفت خبرگان با موضوع مطروحه در هر سؤال با هدف اطمینان از پاسخ موافق یا مخالف از آزمون t تک نمونه‌ای، تشخیص اجماع

(توافق نظر) یا عدم اجماع در بین خبرگان راجع به سؤال مورد پرسش از آزمون کلموگروف - اسمیرنوف و تشخیص همسان بودن یا نبودن پاسخ‌های خبرگان از آزمون کروسکال - والیس استفاده می‌گردد. سؤال اصلی که این پژوهش درصدد پاسخگویی به آن می‌باشد عبارت است از: «ساختار حقوقی شرکت‌های اکتساب با هدف خاص متناسب با بازار سرمایه کشور کدام است؟»

سؤالات پرسشنامه در این خصوص به شرح جدول زیر است:

جدول (۱): سوالات پرسشنامه

شماره	سوال پرسشنامه
۱	آیا با ایجاد اسپک‌ها در ساختار حقوقی شرکت سهامی موافق هستید؟
۲	آیا با پذیره‌نویسی اسپک‌ها در قالب سهامی عام در بستر بازار سرمایه موافق هستید؟
۳	آیا با ایجاد اسپک‌ها در قالب نهاد مالی واسط موافق هستید؟
۴	آیا با ایجاد اختیار خرید بر روی سهام شرکت اسپک موافق هستید؟
۵	ممنوعیت تأسیس اسپک جدید توسط موسسین قبل از پایان دوره سرمایه‌گذاری اسپک موجود، راهکار مناسبی جهت کاهش تضاد منافع می‌باشد.
۶	آیا خلأ قانونی و مقرراتی مانع انجام معاملات تملک اهرمی توسط اسپک‌ها در ایران خواهد بود؟
۷	در معاملات تملک اهرمی توسط اسپک‌ها، نسبت بدهی مساوی یا بیش از ۷۰٪ نسبت مناسبی است؟
۸	آیا در صورت عدم وجود منابع کافی جهت انجام یک معامله توسط اسپک، تشکیل سندیکا و در نتیجه تقسیم منافع با سایر اسپک‌ها موافق هستید؟
۹	آیا با تخصصی شدن اسپک‌ها در هر صنعت موافق هستید؟
۱۰	آیا با استفاده از بدهی در اسپک‌ها موافق هستید؟
۱۱	آیا دوره ۱۲ تا ۲۴ ماه، مدت زمان مناسبی برای انتخاب شرکت هدف است؟
۱۲	آیا با وجود حق اختیار خرید سهام اسپک برای مؤسسین موافق هستید؟
۱۳	آیا با وجود حق اختیار فروش سهام اسپک برای مؤسسین موافق هستید؟
۱۴	فعالیت اسپک با تأثیر مثبت بر بهره‌وری و رقابت‌پذیری موجب افزایش رشد اقتصادی در سطح اقتصاد کلان خواهد شد.
۱۵	موسسین اسپک به عنوان شرکای تضامنی باید دارای مسئولیت تضامنی نسبت به بدهی‌ها و تعهدات صندوق باشند.
۱۶	از دیدگاه سرمایه‌گذاران اسپک، بهترین روش خروج از سرمایه‌گذاری، ادغام با شرکت هدف است.
۱۷	آیا ۱ تا ۱٫۵ درصد سرمایه تعهد شده یا بهای تمام شده سرمایه‌گذاری‌ها به عنوان مبنای پرداخت کارمزد مدیریت برای اسپک‌هایی با سرمایه بالا و ۲ تا ۳ درصد برای اسپک‌هایی با سرمایه پایین، نرخ‌های مناسبی برای پرداخت کارمزد مدیریت می‌باشد؟
۱۸	با توجه به نوپا بودن اسپک‌ها، با وجود اختیار فروش واحدهای سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران عادی پس از گذشت نیمی از عمر اسپک با نرخ معادل سود سپرده کوتاه‌مدت بانکی موافق هستید؟

شماره	سوال پرسشنامه
۱۹	اسپک‌ها به صورت تخصصی بر حسب منطقه جغرافیایی عمل می‌کنند.
۲۰	آیا با پرداخت کارمزد مدیریت به صورت سالانه موافق هستید؟
۲۱	اعمال مقررهای مختلف در امیدنامه نسبت به امکان حق نظارت مستقیم سرمایه‌گذاران عادی روش کارتری جهت کاهش ریسک سرمایه‌گذاری در صندوق می‌باشد.

### یافته‌های پژوهش

به منظور تعیین توزیع جامعه آماری و تصمیم‌گیری در خصوص استفاده از آزمون‌های پارامتریک یا ناپارامتریک از آزمون کلموگروف-اسمیرنف استفاده می‌شود. با توجه به اینکه سطح معناداری در اکثر سؤالات پرسشنامه کمتر از ۰.۰۵ می‌باشد دلیل برای پذیرش این فرضیه که «نمونه موردنظر از توزیع یکنواخت به دست آمده است» وجود ندارد. علاوه بر این، با استفاده از عدم یکنواختی توزیع و شدت چولگی توزیع نظرات خبرگان می‌توان اجماع یا عدم اجماع نظرات در خصوص موافقت یا مخالفت با سؤالات پرسشنامه را نیز استنباط کرد. مطابق جدول (۲) در سطح اطمینان ۹۵٪ میزان آماره Z برابر ۱.۹۶ می‌باشد. چنانچه میزان Z در هر سؤال بیش از ۱.۹۶ + یا کمتر از ۱.۹۶ - باشد و چولگی شدید نیز وجود داشته باشد، نشانگر اینست که در سؤال موردنظر اجماع وجود دارد. اما در صورتیکه مقدار Z بین ۱.۹۶ - و ۱.۹۶ + باشد و درعین حال چولگی قابل توجهی نیز وجود نداشته باشد، شدت موافقت‌ها و یا مخالفت‌ها دارای توزیع تقریباً یکنواخت بوده و اجماع معناداری وجود ندارد.

جدول (۲): نتایج آزمون کلموگروف-اسمیرنف

سؤالات	پراکنده‌ترین تفاوت			Z	سطح معناداری	چولگی	نتیجه آزمون
	قدر مطلق	مثبت	منفی				
۱	۰.۴۸۱	۰.۰۶۵	-۰.۴۸۱	۲۶۷۶	۰.۰۰۰	-۱۳۱۸	اجماع
۲	۰.۵۳۸	۰.۰۶۵	-۰.۵۳۸	۲۹۹۳	۰.۰۰۰	-۱۹۷۱	اجماع
۳	۰.۵۷۰	۰.۰۳۲	-۰.۵۷۰	۳۱۷۳	۰.۰۰۰	-۲۲۶۴	اجماع
۴	۰.۳۴۸	۰.۰۶۱	-۰.۳۴۸	۱۹۴۰	۰.۰۰۱	-۰.۸۲۶	اجماع
۵	۰.۲۸۴	۰.۲۸۴	-۰.۰۹۷	۱۵۸۱	۰.۰۱۴	۰.۶۰۲	اجماع کم
۶	۰.۴۷۵	۰.۰۳۲	-۰.۴۷۵	۲۶۴۳	۰.۰۰۰	-۱۴۷۷	اجماع
۷	۰.۲۸۱	۰.۰۶۸	-۰.۲۸۱	۱۵۶۳	۰.۰۱۵	-۰.۵۵۵	اجماع کم
۸	۰.۴۷۷	۰.۰۳۲	-۰.۴۷۷	۲۶۵۸	۰.۰۰۰	-۰.۹۲۱	اجماع
۹	۰.۳۷۴	۰.۰۳۵	-۰.۳۷۴	۲۰۸۳	۰.۰۰۰	-۰.۹۹۶	اجماع
۱۰	۰.۴۲۳	۰.۰۹۷	-۰.۴۲۳	۲۳۵۵	۰.۰۰۰	-۰.۹۰۰	اجماع
۱۱	۰.۳۸۱	۰.۰۶۵	-۰.۳۸۱	۲۱۱۹	۰.۰۰۰	-۱۰۷۶	اجماع
۱۲	۰.۳۹۱	۰.۰۵۰	-۰.۳۹۱	۲۱۷۵	۰.۰۰۰	-۰.۷۵۳	اجماع
۱۳	۰.۶۰۶	۰.۰۳۲	-۰.۶۰۶	۳۳۷۷	۰.۰۰۰	-۲۲۴۸	اجماع

نتیجه آزمون	چولگی	سطح معناداری	Z	پراکنده‌ترین تفاوت			سوالات
				منفی	مثبت	قدر مطلق	
اجماع	-۰.۹۳۶	۰.۰۰۱	۱۹۰۴	-۰.۳۴۲	۰.۰۹۷	۰.۳۴۲	۱۴
اجماع	-۰.۸۸۲	۰.۰۰۰	۲۲۹۹	-۰.۴۱۳	۰.۱۵۸	۰.۴۱۳	۱۵
اجماع	-۰.۸۹۷	۰.۰۰۰	۲۱۱۹	-۰.۳۸۱	۰.۰۶۵	۰.۳۸۱	۱۶
اجماع	-۱۹۳۸	۰.۰۰۰	۳۰۲۳	-۰.۵۴۳	۰.۰۶۵	۰.۵۴۳	۱۷
عدم اجماع	۰.۲۸۳	۰.۱۰۱	۱۲۲۱	-۰.۱۲۳	۰.۲۱۹	۰.۲۱۹	۱۸
اجماع	۰.۸۲۱	۰.۰۰۰	۲۱۰۱	-۰.۹۴	۰.۳۷۷	۰.۳۷۷	۱۹
اجماع	-۱۰۱۷	۰.۰۰۰	۲۴۶۱	-۰.۴۴۲	۰.۰۳۲	۰.۴۴۲	۲۰
اجماع	-۱۰۴۸	۰.۰۰۰	۲۳۵۵	-۰.۴۲۳	۰.۰۳۲	۰.۴۲۳	۲۱

با توجه به نتایج حاصل از آزمون کلموگروف-اسمیرنف، تمامی سؤالات به جز سؤال شماره ۱۸ نشان‌دهنده عدم یکنواختی جامعه آماری است. همچنین در تمامی سؤالات به جز سؤال شماره ۵ و ۷ اجماع کامل میان نظرات خبرگان وجود دارد. نظر به اینکه نتایج حاصل از آزمون کلموگرو-اسمیرنف حاکی از عدم نرمال بودن جامعه آماری می‌باشد و جواب سؤالات پرسشنامه شامل دو حالت موافق (p) یا مخالف (q) است، به منظور تحلیل آنها از آزمون دوجمله‌ای استفاده می‌شود.

جدول (۳): نتایج آزمون دوجمله‌ای

سوالات	پاسخ	تعداد	نسبت (درصد)	سطح معناداری	نتیجه آزمون
۱	موافق	۲۵	۸۱٪	۰.۰۰۱	تأیید
	مخالف	۶	۱۹٪		
۲	موافق	۲۸	۹۰٪	۰.۰۰۰	تأیید
	مخالف	۳	۱۰٪		
۳	موافق	۳۰	۹۷٪	۰.۰۰۰	تأیید
	مخالف	۱	۳٪		
۴	موافق	۲۲	۷۱٪	۰.۰۲۹	تأیید
	مخالف	۹	۲۹٪		
۵	موافق	۱۰	۳۲٪	۰.۰۷۱	فاقد تفاوت معنی‌دار
	مخالف	۲۱	۶۸٪		
۶	موافق	۲۹	۹۴٪	۰.۰۰۰	تأیید
	مخالف	۲	۶٪		
۷	موافق	۲۰	۶۵٪	۰.۱۵۰	فاقد تفاوت معنی‌دار
	مخالف	۱۱	۳۵٪		

سوالات	پاسخ	تعداد	نسبت (درصد)	سطح معناداری	نتیجه آزمون
۸	موافق	۲۳	۷۴٪	۰.۰۱۱	تأیید
	مخالف	۸	۲۶٪		
۹	موافق	۲۴	۷۷٪	۰.۰۰۳	تأیید
	مخالف	۷	۲۳٪		
۱۰	موافق	۲۲	۷۱٪	۰.۰۲۹	تأیید
	مخالف	۹	۲۹٪		
۱۱	موافق	۲۴	۷۷٪	۰.۰۰۳	تأیید
	مخالف	۷	۲۳٪		
۱۲	موافق	۲۳	۷۴٪	۰.۰۱۱	تأیید
	مخالف	۷	۲۶٪		
۱۳	موافق	۲۸	۹۰٪	۰.۰۰۰	تأیید
	مخالف	۳	۱۰٪		
۱۴	موافق	۲۳	۷۴٪	۰.۰۱۱	تأیید
	مخالف	۸	۲۶٪		
۱۵	موافق	۲۳	۷۴٪	۰.۰۱۱	تأیید
	مخالف	۸	۲۶٪		
۱۶	موافق	۲۲	۷۱٪	۰.۰۲۹	تأیید
	مخالف	۹	۲۹٪		
۱۷	موافق	۲۹	۹۴٪	۰.۰۰۰	تأیید
	مخالف	۲	۶٪		
۱۸	موافق	۹	۲۹٪	۰.۰۲۹	تأیید
	مخالف	۲۲	۷۱٪		
۱۹	موافق	۲۳	۷۴٪	۰.۰۱۱	عدم تأیید
	مخالف	۸	۲۶٪		
۲۰	موافق	۲۳	۷۴٪	۰.۰۱۱	تأیید
	مخالف	۸	۲۶٪		
۲۱	موافق	۲۳	۷۴٪	۰.۰۱۱	تأیید
	مخالف	۸	۲۶٪		

با توجه به نتایج استخراج شده از آزمون دوجمله‌ای می‌توان استنباط کرد که اکثر خبرگان پرسش‌های مربوطه را تأیید نموده‌اند. سؤال شماره ۱۹ از دیدگاه خبرگان رد شده است و درواقع خبرگان نظر موافقی با آن نداشتند. همچنین برای برخی دیگر از سؤالات نظیر سؤالات شماره ۵ و ۷ تفاوت معناداری میان نظر پاسخ‌دهندگان وجود

نداشته است. در این مطالعه از آزمون کروسکال-والیس برای تشخیص همسان بودن یا نبودن پاسخ‌های گروه‌های مختلف خبرگان استفاده شده است. در نمونه‌های بزرگ توزیع آماره آزمون از توزیع کای-دو با درجه آزادی  $k-1$  تبعیت می‌کند.

جدول (۴): نتایج آزمون کروسکال والیس

نتیجه	سطح معناداری	درجه آزادی	آماره کای دو	گروه‌های شغلی				نتایج آزمون دو جمله‌ای	سوالات		
				ارکان نظارتی		نهادهای مالی				دانشگاه	
				تعداد	میانگین	تعداد	میانگین			تعداد	میانگین
همسان	۰.۱۸۰	۲	۳.۴۲۹	۱۳.۰۰	۵	۱۷.۴۳	۲۱	۱۳.۰۰	۵	تأیید	۱
همسان	۰.۴۶۵	۲	۱.۵۳۱	۱۴.۵۰	۵	۱۶.۷۱	۲۱	۱۴.۵۰	۵	تأیید	۲
همسان	۰.۷۸۸	۲	۰.۴۷۶	۱۵.۵۰	۵	۱۶.۲۴	۲۱	۱۵.۵۰	۵	تأیید	۳
همسان	۰.۰۵۴	۲	۵.۸۴۴	۱۱.۵۰	۵	۱۸.۱۴	۲۱	۱۱.۵۰	۵	تأیید	۴
ناهمسان	۰.۰۰۵	۲	۱۰.۷۵۹	۱۵.۰۰	۵	۱۵.۰۰	۲۱	۲۱.۲۰	۵	تأیید	۶
ناهمسان	۰.۰۱۲	۲	۸.۹۱۶	۲۴.۴۰	۵	۱۴.۲۱	۲۱	۱۵.۱۰	۵	تأیید	۸
همسان	۰.۳۹۷	۲	۱.۸۴۷	۱۵.۶۰	۵	۱۶.۹۳	۲۱	۱۲.۵۰	۵	تأیید	۹
همسان	۰.۱۲۰	۲	۴.۲۳۴	۱۱.۵۰	۵	۱۵.۹۳	۲۱	۲۰.۸۰	۵	تأیید	۱۰
همسان	۰.۳۲۲	۲	۲.۲۶۹	۱۸.۷۰	۵	۱۶.۱۹	۲۱	۱۲.۵۰	۵	تأیید	۱۱
همسان	۰.۷۲۷	۲	۰.۶۳۷	۱۵.۱۰	۵	۱۵.۶۹	۲۱	۱۸.۲۰	۵	تأیید	۱۲
همسان	۰.۵۷۴	۲	۱.۱۰۹	۱۷.۶۰	۵	۱۵.۹۸	۲۱	۱۴.۵۰	۵	تأیید	۱۳
همسان	۰.۳۲۱	۲	۲.۲۷۳	۱۸.۲۰	۵	۱۶.۴۳	۲۱	۱۲.۰۰	۵	تأیید	۱۴
همسان	۰.۰۸۳	۲	۴.۹۶۹	۱۲.۰۰	۵	۱۷.۹۰	۲۱	۱۲.۰۰	۵	تأیید	۱۵
همسان	۰.۷۸۸	۲	۰.۴۷۶	۱۷.۷۰	۵	۱۵.۹۳	۲۱	۱۴.۶۰	۵	تأیید	۱۶
همسان	۰.۳۸۶	۲	۱.۹۰۱	۱۵.۰۰	۵	۱۵.۷۴	۲۱	۱۸.۱۰	۵	تأیید	۱۷
همسان	۰.۷۸۸	۲	۰.۴۷۶	۱۷.۴۰	۵	۱۶.۰۷	۲۱	۱۴.۳۰	۵	عدم تأیید	۱۹
همسان	۰.۷۲۷	۲	۰.۶۳۷	۱۸.۲۰	۵	۱۵.۶۹	۲۱	۱۵.۱۰	۵	تأیید	۲۰
همسان	۰.۷۲۷	۲	۰.۶۳۷	۱۸.۲۰	۵	۱۵.۶۹	۲۱	۱۵.۱۰	۵	تأیید	۲۱

نتایج آزمون کروسکال-والیس نیز نشان داد که بین هر سه گروه پاسخ‌دهنده در همه سؤالات به جز سؤالات شماره ۶ و ۸ همسانی پاسخ‌ها وجود دارد. در سؤال شماره ۶ مبنی بر «خلأ قانونی و مقرراتی مانع انجام معاملات تملک اهرمی توسط صندوق‌ها در ایران خواهد بود.» نظر گروه شغلی دانشگاهی متفاوت از افراد فعال در حوزه نهادهای مالی و نظارتی بوده است. و در سؤال شماره ۸ مبنی بر «در صورت عدم وجود منابع کافی جهت انجام یک معامله توسط صندوق، تشکیل سندیکا و در نتیجه تقسیم منافع با سایر صندوق‌ها راهکار مناسب‌تری نسبت به استفاده از بدهی است.» نظر افراد فعال در ارکان نظارتی مغایر با افراد دانشگاهی و افراد فعال در نهادهای مالی بوده است.

طبق نظر خبرگان، تأسیس اسپک‌ها در قالب ساختار حقوقی سهام عام و پذیره‌نویسی در بازار سرمایه صورت می‌گیرد. با توجه به این که شرکت‌های اسپک فاقد عملیات و دارایی‌های فیزیکی هستند و عمر آن‌ها نیز محدود است، می‌توان گفت نزدیک‌ترین نهاد در بازار سرمایه کشور به این شرکت‌ها نهادهای مالی واسط است. البته ذکر این نکته ضروری است که در حال حاضر نهادهای واسط به صورت مسئولیت محدود اجازه تأسیس دارند لذا به منظور تطبیق اسپک با نهاد واسط لازم به بازنگری در دستورالعمل تأسیس و فعالیت نهاد واسط می‌باشد.

مرحله تجهیز منابع اسپک حدود ۱۲ تا ۲۴ ماه نیاز به زمان دارد. طبق امیدنامه نمونه اسپک، این شرکت‌ها باید صنایع مشخصی را به عنوان حوزه فعالیت تعریف کنند. همچنین آمارهای موجود در خصوص اسپک‌های فعال در بازار سرمایه نیز نشان می‌دهد که همه اسپک‌ها در صنایع محدود و مشخصی فعالیت می‌کنند اما منطقه جغرافیایی آن‌ها محدود نیست. در ایران قوانین و مقرراتی در خصوص معاملات تملک اهرمی وجود ندارد و برای اینگونه معاملات تاکنون تعاریف و قوانینی ارائه نشده است. بنابراین طبق نظر خبرگان، خلأ قانونی و مقرراتی مانع انجام معاملات تملک اهرمی توسط اسپک‌ها در ایران خواهد بود. در مرحله سرمایه‌گذاری، با توجه به اینکه فلسفه استفاده از اسپک‌ها، تأمین مالی و عرضه عمومی شرکت‌های سرمایه‌پذیر است، خرید سهام جدید نسبت به سهام موجود در شرکت سرمایه‌پذیر پیشنهاد می‌شود. همچنین در صورتیکه اسپک با کمبود منابع مالی برای انجام یک معامله مواجه باشد؛ تشکیل سندیکا با دیگر اسپک‌ها و در نتیجه تقسیم منافع نسبت به روش استفاده از بدهی مناسب‌تر است. زیرا استفاده از بدهی علاوه بر کاهش بازدهی بالقوه سرمایه‌گذاران موجب اهرمی شدن ساختار سرمایه اسپک نیز خواهد شد و ممکن است اسپک را با مشکل کمبود نقدینگی جهت بازپرداخت استقراض دریافتی مواجه سازد. فعالیت اسپک با تأثیر مثبت بر بهره‌وری و رقابت‌پذیری موجب افزایش رشد اقتصادی در سطح اقتصاد کلان خواهد شد. طبق نظر خبرگان، با توجه به اینکه اسپک‌ها با عدم قطعیت در حفظ سرمایه و بازده سرمایه‌گذاری مواجه هستند نباید بیش از ۵۰٪ سهام شرکت سرمایه‌پذیر را تملک کنند. به منظور حفاظت از ارزش خلق شده در اسپک‌ها مقرره‌هایی همچون اختیار خرید و فروش سهام و سرمایه‌گذاری مرحله‌ای تعریف می‌شود. از میان استراتژی‌های مختلف خروج، ادغام با شرکت هدف بهترین روش خروج از دیدگاه خبرگان برای اسپک‌ها است. خبرگان بر این باورند که ممنوعیت تأسیس اسپک جدید توسط موسسین قبل از پایان دوره سرمایه‌گذاری اسپک موجود، راهکار مناسبی جهت کاهش تضاد منافع می‌باشد. این امر به دلیل وجود اطلاعات نهانی در فرآیند انتخاب شرکت هدف منطقی به نظر می‌رسد. همچنین نیازی نیست که موسسین اسپک به عنوان شرکای تضامنی باید دارای مسئولیت تضامنی نسبت به بدهی‌ها و تعهدات صندوق باشند. در نهایت خبرگان با پرداخت کارمزد مدیریت به صورت سالیانه معادل ۱ تا ۱٫۵ درصد سرمایه تعهد شده یا بهای تمام شده سرمایه‌گذاری‌ها به عنوان مبنای پرداخت کارمزد مدیریت برای اسپک‌هایی با سرمایه بالا و ۲ تا ۳ درصد برای اسپک‌هایی با سرمایه پایین، موافقت کردند.

### بحث و نتیجه گیری

این پژوهش به دنبال طراحی ساختار حقوقی شرکت‌های اکتساب با هدف خاص در ایران صورت گرفته است. شرکت اکتساب با هدف خاص شرکتی است که از طریق عرضه عمومی اولیه سهام خود با هدف تحویل یک

شرکت هدف در یک بازه زمانی مشخص، اقدام به تأمین مالی شرکت هدف می‌نماید. در این پژوهش ابتدا با بررسی مبانی نظری تحقیق، به شناخت و مطالعه جامعی از تمامی ابعاد شرکت‌های اکتساب با هدف خاص با رویکرد تطبیقی پرداخته و الگوی حقوقی اولیه شرکت‌های اکتساب با هدف خاص تدوین گردید. سپس با بهره‌گیری از مصاحبه‌های نیمه ساختاریافته و پرسشنامه، ساختار این شرکت‌ها در ایران مورد بررسی قرار گرفت. در پایان نیز بر مبنای تحلیل مضمون و تجزیه و تحلیل پرسشنامه‌های جمع‌آوری شده از خبرگان و پس از استخراج نتایج حاصل از پرسشنامه، به طراحی ساختار حقوقی شرکت‌های اکتساب با هدف خاص پرداخته شد. نتایج حاصل از نظرسنجی صورت گرفته از خبرگان، منجر به تعیین ساختار حقوقی مناسب برای ایجاد شرکت‌های اسپک متناسب با بازار سرمایه کشور گشته که به تفصیل در بخش یافته‌های پژوهش به آن اشاره شده است. انتظار می‌رود شکل‌گیری این نهادها منجر به تسهیل فرآیند تأمین مالی شرکت‌های سرمایه‌پذیر و برآورده ساختن ترجیحات ریسک و بازده گروهی از سرمایه‌گذاران گردد.

با توجه به جدید بودن شرکت‌های اسپک، تاکنون هیچ مقاله مشابهی در این خصوص در داخل کشور انجام نشده است و از این رو این مقاله یک پژوهش بدیع در این زمینه به حساب می‌آید. با توجه به گردآوری اطلاعات این پژوهش با استفاده از ابزار پرسشنامه و تکمیل آن توسط گروه خبرگان، محدودیت‌هایی از جمله عدم دسترسی به برخی خبرگان و همچنین عدم دریافت پاسخ از خبرگان علی‌رغم تلاش‌ها و پیگیری‌های متعدد در جریان این پژوهش ایجاد شده است. علاوه بر این، با توجه به عدم وجود سوابق پژوهش در ایران یکی از مشکلات و موانع موجود، وجود مفاهیم و اصطلاحات پیچیده لاتین است که تبیین و مصداق‌یابی آنها ممکن است به درستی بیان‌کننده مفهوم و معانی گسترده آن نباشد. در همین راستا، یکی از خطرات استفاده از ابزار پرسشنامه جهت گردآوری اطلاعات، برداشت نادرست از سؤال‌ها توسط پاسخ‌دهنده است، لذا محقق تلاش کرده است با برگزاری جلسات حضوری با خبرگان و ارائه توضیحات به شکل حضوری این خطر را به حداقل رساند ولی در هر حال وجود برخی برداشت‌های احتمالی نادرست می‌تواند از جمله محدودیت‌هایی باشد که نتایج را تحت تأثیر قرار داده است. بر مبنای نتایج حاصل از این پژوهش می‌توان گفت نزدیکترین ساختار به منظور پیاده‌سازی شرکت‌های اکتساب با هدف خاص در کشور، ساختارهای مربوط به نهادهای مالی واسط است که عملاً هیچ گونه عملیات اجرایی ندارند و صرفاً نقش جمع‌آوری و تخصیص منابع را ایفا می‌کنند. همچنین باید به این نکته توجه داشت که از آن جا که اسپک‌ها در قالب شرکت سهامی عام اقدام به پذیره‌نویسی می‌کنند، نهاد واسط اسپک نباید در قالب مسئولیت محدود تأسیس گردد. همچنین امکان انتشار اختیار خرید و فروش نیز بر پایه سهام اسپک وجود دارد. شکل‌گیری اسپک‌ها موجب تسهیل فرآیند تأمین مالی و کوتاه شدن زمان مورد نیاز جهت عرضه اولیه شرکت‌ها می‌گردد. همچنین با عنایت به این که شرکت هدف توسط تیم حرفه‌ای اسپک (متشکل از مدیران مالی و سرمایه‌گذاری حرفه‌ای) بررسی و انتخاب می‌گردد این امر منجر می‌شود شرکت‌های با پتانسیل سودآوری مناسب به منظور ادغام و عرضه در بازار سرمایه برگزیده گردند. یکی از کارکردهای اسپک‌ها در دنیا تسهیل فرآیند ورود شرکت‌های خارجی در بورس‌های داخلی است. اسپک‌ها می‌توانند موانع مقرراتی مربوط به درج و پذیرش شرکت‌های خارجی در بازار سرمایه را تا حد زیادی مرتفع سازند.

### فهرست منابع

- S. Chatterjee et al (2016). Security design for a nonstandard IPO: The case of SPACs *Journal of International Money and Finance*.
- D. Cumming et al (2014). The fast-track IPO—success factors for taking firms public with SPACs *Journal of Banking & Finance*.
- L. Dimitrova (2017). Perverse incentives of special purpose acquisition companies, the “poor man’s private equity funds” *Journal of Accounting and Economics*.
- J. Kolb et al (2016). Going public via special purpose acquisition companies: Frogs do not turn into princes *Journal of Corporate Finance*.
- U. Rodrigues et al (2014). What all-cash companies tell us about IPOs and acquisitions *Journal of Corporate Finance*.
- A. Alti et al (2022). A model of informed intermediation in the market for going public.
- S. Banerjee et al (2021). Harnessing the overconfidence of the crowd: A theory of SPACs.
- Cumming Douglas et al (2014). The fast-track IPO – success factors for taking firms public with SPACs *J. Bank. Finance*.
- R. Aggarwal et al (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors *J. Financ. Econ*.
- W.Y. Busaba et al (2015). The dark side of cross-listing: a new perspective from China *J. Bank. Financ.*
- Thomas J. Chemmanur et al (2011). IPO waves, product market competition, and the going public decision: theory and evidence *J. Financ. Econ*.
- M. Dang et al (2018). Target corporate governance, acquirers’ location choices, and partial acquisitions.
- L.L. Eng et al (2003). Corporate governance and voluntary disclosure *J. Account. Public Policy*
- B.B. Francis et al (2008). Financial market integration and the value of global diversification: evidence for US acquirers in cross-border mergers and acquisitions *J. Bank. Finance*.

## **Designing the Legal Structure and Payment System of Special Purpose Acquisition Companies (SPAC) for the Iranian Capital Market**

**Vahid Nobakht**

Ph.D. Candidate of Finance, Faculty of Management and Accounting, Allameh Tabataba'i University  
(Corresponding Author)  
v.nobakht@gmail.com

**Mohammad Mahdi Bahrololoum**

Assistant Professor of Finance, Faculty of Management and Accounting, Allameh Tabataba'i University  
m.bahrololoum@atu.ac.ir

### **Abstract**

The investment industry in special purpose acquisition companies is a relatively new industry, and academic research focused on the effects of investing in these companies is increasing. A special purpose acquisition company (SPAC) is a company that finances a target company through an initial public offering of its shares with the aim of acquiring a target company within a specified period of time. The target company is usually a private company that automatically becomes a public company (public joint stock company) after being purchased by the SPAC. In this study, by first examining the theoretical foundations of the research, a comprehensive understanding and study of all dimensions of special purpose acquisition companies with a comparative approach has been carried out and an initial model of special purpose acquisition companies has been developed. Then, using semi-structured interviews and a questionnaire, the legal structure of these companies has been examined in accordance with the Iranian capital market. Finally, based on the content analysis and analysis of questionnaires collected from experts, and after extracting the results from the questionnaire, comparative study, and review of existing samples, the legal structure of special purpose acquisition companies has been designed.

**Keywords:** Special Purpose Acquisition Company, Merger, Special Purpose Vehicle, Blank Check Company, Initial Public Offering.