

## روش‌های ارزیابی غرامت ناشی از سلب مالکیت در داوری سرمایه‌گذاری بین‌المللی

محسن محبی<sup>۱</sup>

حسن فرج‌مهرابی<sup>۲</sup>

### چکیده

هم ضابطه تعیین غرامت ناشی از سلب مالکیت و هم روش محاسبه آن تأثیر مستقیم بر میزان غرامت قابل پرداخت دارد. این مقاله هر دو مقوله یعنی ضوابط تعیین غرامت و روش‌های محاسبه غرامت وارده بر سرمایه‌گذار خارجی در اثر سلب مالکیت را مورد بررسی قرار می‌دهد اما تأکید بیشتری بر روش محاسبه غرامت دارد. بر اساس یافته‌های این مقاله، تشخیص دیوان داوری در خصوص قانونی یا غیرقانونی بودن سلب مالکیت در اتخاذ ضابطه غرامت و روش محاسبه آن نقشی تعیین کننده دارد. در سلب مالکیت‌های غیرقانونی، دیوان‌های داوری متمایل به ضابطه جبران کامل خسارت هستند، به طوری که آثار فعل متخلفانه به کلی زوده شود. اما در سلب مالکیت‌های مشروع یا قانونی، اوضاع متفاوت است و غرامت قابل پرداخت بر مبنای ضابطه مندرج در معاهده مربوطه و در صورت فقدان هرگونه توافق در این زمینه، بر مبنای انتظارات مشروع سرمایه‌گذار و نیز با توجه به نیازهای دولت میزبان در ایجاد تغییرات ساختاری و اعمال حاکمیت محاسبه می‌شود. در زمینه روش‌های محاسبه خسارت نیز نتایج این پژوهش بیانگر آن است که هیچ روش جامع و کاملی که بتوان از آن در همه اقسام سلب مالکیت استفاده کرد، وجود ندارد. روش‌های جریان نقدینگی تنزیل شده، مبادلات همسان و ارزش دفتری که از جمله متداول‌ترین روش‌های محاسبه ارزش اموال سلب مالکیت شده هستند، هر یک واجد مزایا و معایبی هستند. روش محاسبه ارزش مال در هر پرونده منحصر به فرد است و تابع عواملی مانند نوع دارایی سلب مالکیت شده، میزان پیشرفت سرمایه‌گذاری، اعتبار و قابلیت اتکای سوابق موجود و همچنین شرایط بازار مربوطه از لحاظ رقابتی یا انحصاری بودن مال موضوع سلب مالکیت است. ضمناً، مباحث این مقاله صرفاً ناظر به غرامت ناشی از سلب مالکیت اموال خارجی است و خسارات ناشی از نقض قرارداد توسط دولت میزبان را شامل نمی‌شود.

**کلیدواژه:** روش ارزیابی خسارت، غرامت کامل، غرامت مناسب، پرونده کارخانه کورزو، جریان نقدینگی تنزیل شده، روش مبادلات همسان، ارزش دفتری.

۱. عضو هیئت علمی و مدیر گروه حقوقی عمومی و بین‌الملل، دانشکده حقوق، هیات و علوم سیاسی دانشگاه آزاد اسلامی - واحد علوم

و تحقیقات تهران

Email: sd.mohebi@gmail.com

۲. دانشجوی دکتری رشته حقوق نفت و گاز - دانشگاه شهید بهشتی

Email: hassan.farajmehrabi@gmail.com

## مقدمه

داوری بین‌المللی متداول‌ترین ساز و کار حل و فصل اختلافات میان سرمایه‌گذاران خارجی و دولت‌های میزبان است که در تعداد پرشماری از قراردادهای سرمایه‌گذاری و نیز معاهدات دوجانبه و چندجانبه سرمایه‌گذاری میان دولت‌ها به چشم می‌خورد. با توجه به پیچیدگی و وسعت موضوعات حقوقی و مالی که در داوریه‌های سرمایه‌گذاری خارجی مطرح می‌شود معمولاً مرجع داوریه جریان داوریه را به دو قسمت اصلی تقسیم می‌کند: در بخش نخست مسئولیت خوانده<sup>۱</sup> مورد رسیدگی و تصمیم قرار می‌گیرد و در صورت احراز آن، در بخش دوم به موضوع ارزیابی و تقویم خسارت<sup>۲</sup> می‌پردازد. در مرحله تقویم خسارت، ضابطه و روشی که دیوان داوریه برای ارزیابی خسارت سرمایه‌گذار خارجی اعمال و اتخاذ می‌کند، بر میزان نهایی غرامت<sup>۳</sup> قابل پرداخت تأثیر به‌سزایی دارد.

اعمال متخلفانه دولت در برابر سرمایه‌گذار خارجی می‌تواند اشکال گوناگونی داشته باشد، اعم از اقسام تخلف قراردادی و سلب مالکیت.<sup>۴</sup> اما در این میان، سلب مالکیت (اعم از مصادره یا ملی کردن) از سرمایه‌گذار از سایر موارد متمایز به نظر می‌رسد چراکه برخلاف سایر اعمال متخلفانه، سرمایه‌گذار خارجی را برای همیشه از دارایی و سرمایه‌گذاری خود محروم می‌کند.

مبلغ نهایی که به عنوان غرامت در ازای سلب مالکیت پرداخت می‌شود، تابع ضوابط و روش‌هایی است که به وسیله آن دیوان داوریه خسارت وارده را ارزیابی و تعیین می‌کند. تاکنون ضوابط مختلفی برای تعیین غرامت توسط دیوان‌های داوریه معرفی شده است که طیف متنوعی را از جبران کامل خسارات تا غرامت مناسب بر اساس انتظارات مشروع سرمایه‌گذار، در بر می‌گیرد. روش‌های محاسبه و ارزیابی خسارت نیز متعدد است و اتخاذ هر یک از آنها می‌تواند بر میزان غرامت تعیین شده توسط دیوان داوریه تأثیرگذار باشد. برای تعیین غرامت در داوریه سرمایه‌گذاری بین‌المللی تنها دانش حقوقی کفایت نمی‌کند چرا که اعمال ضابطه صحیح و محاسبه و برآورد خسارت مستلزم احاطه بر حوزه‌های مالی و مهارت‌های حسابداری است. داوران و وکلای طرفین داوریه نیز معمولاً توجه دارند که روشی که برای محاسبه و ارزیابی خسارت اتخاذ می‌کنند با ضابطه حقوقی تعیین غرامت مطابقت داشته باشد. البته به این نکته نیز باید توجه داشت که مسئله ارزیابی اموال، علم محض نیست و لزوماً منجر به کشف ارزشی که روی کاغذ ایده آل به نظر

۱. Liability.

۲. Quantum.

۱. بین دو مفهوم خسارت (damage) و غرامت (compensation) تفاوت‌های ظریفی وجود دارد و نوعی رابطه عموم و خصوص من وجه بین آنها برقرار است. با این همه، این مقاله به این قسم تفاوت‌ها و ظرائف نمی‌پردازد و بعضاً از هر دو واژه به جای یکدیگر استفاده شده است.

۴. در مورد خسارت ناشی از نقض قرارداد رک. محبی، محسن و یزدانی، غلامرضا و امامی، محمد؛ «معیار محاسبه خسارت ناشی از نقض قرارداد سرمایه‌گذاری در فقه اسلامی و رویه داوریه بین‌المللی»، آموزه‌های فقه مدنی، ش ۱۳، ۱۳۹۵، صص ۱۸۵ به بعد.

می‌رسد نخواهد شد.<sup>۱</sup> در اثنای ارزیابی، بعضاً شرایط پرونده اقتضا می‌کند که انعطاف لازم از سوی دیوان داوری به کار گرفته شود تا مقصود از فرایند داوری که همانا صدور رأی نهایی است حاصل شود. این مقاله، ضمن معرفی ضوابط تعیین غرامت و نحوه اعمال آنها در داوری‌های سرمایه‌گذاری بین‌المللی، به بررسی روش‌های اصلی محاسبه و ارزیابی خسارت نیز می‌پردازد. در نهایت نیز بررسی خواهد شد که کدام یک از این روش‌ها تناسب بیشتری با ارزیابی خسارت در دعاوی سلب مالکیت در داوری‌های سرمایه‌گذاری بین‌المللی دارد.

### ۱- ضابطه تعیین غرامت

ارزش اموال ممکن است در نظر افراد گوناگون و در شرایط مختلف متغیر باشد. لذا لازم است که در ابتدای امر، مبنای ارزیابی توسط دیوان داوری مشخص شود. منظور از مبنای ارزیابی این است که ارزش مال مورد نظر بر اساس چه اصول و فرضیات اصلی بنیان نهاده می‌شود.<sup>۲</sup> محاکم داوری سرمایه‌گذاری برای این منظور از ضابطه تعیین غرامت استفاده می‌کنند که طی آن فرضیات و اوضاع و احوالی که باید برای ارزیابی در نظر گرفته شود معین می‌شود. این ضابطه را می‌توان در دو سطح معاهدات سرمایه‌گذاری و حقوق بین‌الملل عرفی مطالعه کرد که ذیلاً به هردوی آنها پرداخته خواهد شد.<sup>۳</sup>

#### ۱-۱- معاهدات دوجانبه سرمایه‌گذاری

از دهه ۹۰ میلادی به بعد، تعداد پر شماری از معاهدات دوجانبه سرمایه‌گذاری میان دولت‌ها در سراسر دنیا منعقد شده که حمایت قابل توجهی از سرمایه‌گذاری‌های خارجی به همراه داشته است.<sup>۴</sup> این معاهدات به عنوان یک قاعده کلی دولت میزبان را از مصادره سرمایه‌گذاری انجام شده منع می‌کنند، اما راه را بر ملی کردن موضوع سرمایه‌گذاری نمی‌بندند و دولت‌های میزبان را مکلف می‌کند که چنانچه اقدام به ملی کردن سرمایه‌گذاری خارجی کردند، بر اساس معیارهای مندرج در معاهده، غرامت بپردازند. معاهدات سرمایه‌گذاری معمولاً در بردارنده برخی ضوابط و روش‌های کلی برای محاسبه غرامت نیز هستند.

۱. Daniodaran, Aswath, Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 3rd edition, Wiley, 2012. p. 2.

۲. International Valuation Standards Council, International Valuation Standards 2013 (IVSC, 2013) 17.

۳. از نظر تاریخی مسئله ضابطه (استاندارد) غرامت در ازای سلب مالکیت دهه‌های طولانی است که بین کشورهای سرمایه فرست و کشورهای سرمایه پذیر مورد بحث و جدل است و طیف وسیعی از عدم پرداخت غرامت تا غرامت کامل را در بر می‌گیرد. برای اطلاع بیشتر، رک. محبی، محسن؛ مباحثی از حقوق نفت و گاز در پرتو رویه داوری بین‌المللی، تهران، شهر دانش، چاپ ۳، ۱۳۹۴؛ موحد، محمدعلی؛ درس‌هایی از داوری‌های نفتی: ملی کردن و غرامت، تهران، کارنامه، چاپ ۲، ۱۳۹۳.

۴. بر اساس اطلاعات منتشر شده از سوی آنکتاد، تا پایان ماه مارس ۲۰۱۹، تعداد ۲۹۳۲ معاهده دوجانبه سرمایه‌گذاری میان دولت‌ها منعقد شده است. رک.

بررسی دقیق‌تر این معاهدات نشان می‌دهد که شمار قابل توجهی از آنها ضابطه غرامت کامل<sup>۱</sup> را مبنای جبران خسارت در ازای سلب مالکیت قرار داده‌اند.<sup>۲</sup> بر اساس این ضابطه، غرامت کامل باید واجد سه خصوصیت فوری بودن، کافی بودن و مؤثر بودن باشد؛ به این معنی که غرامت باید بدون هیچ‌گونه تأخیر غیرمعقولی پرداخت شود (فوری)، برابر با ارزش عادلانه بازار برای دارایی تصاحب شده بلافاصله پیش از ملی کردن باشد (کافی) و به ارزی پرداخت شود که به راحتی در بازار قابل مبادله بوده و متناسب با جبران خسارت وارده باشد (مؤثر).<sup>۳</sup>

البته این قاعده در دهه‌های ۱۹۶۰ تا ۱۹۸۰ میلادی آماج انتقاد دولت‌های در حال توسعه و تازه استقلال یافته قرار گرفت. این دولت‌ها عقیده داشتند حق ملی کردن منابع طبیعی کشور، ناشی از حاکمیت ملی کشورهای سرمایه پذیر است و در جهت منافع ملی و رشد اقتصادی و جبران عقب ماندگی‌های ناشی از دوران استعمار یا سلطه خارجی‌انجام می‌شود؛ لذا غرامت قابل پرداخت برای آن تابع ضابطه دیگری تحت عنوان «غرامت عادلانه» است که به‌زعم آن دولت‌ها جانبداری کمتری از سرمایه‌گذار خارجی داشت.<sup>۴</sup> بر اساس این رویکرد، علی‌رغم آنکه ملی کردن فی‌الذمه یک عمل مشروع و مجاز است، متقابلاً پرداخت غرامت نیز یک اصل حقوقی است که منشأ آن احترام به مالکیت و حقوق مکتسب می‌باشد. اما پرداخت غرامت در هر صورت نباید منجر به تنبیه کشور ملی‌کننده شود. دلیل عمده معارضه با ضابطه غرامت کامل آن بود که دولت‌های معترض در شکل‌گیری قواعد مذکور در حقوق بین‌الملل مشارکتی نداشتند و تقریباً همه چیز بر مبنای خواست و اراده دولت‌های غربی تعیین شده بود.<sup>۵</sup>

---

۱. گاه از غرامت کامل، به عنوان «فرمول هال» (Hull Formula نام برده می‌شود. فرمول هال برگرفته از نام وزیر خارجه وقت ایالات متحده است. آقای هال، در خلال مذاکرات برای حل و فصل اختلاف میان ایالات متحده و مکزیک که در پی انقلاب مکزیک در اوایل قرن بیستم رخ داد و منجر به ملی کردن اموال و دارایی‌های سرمایه‌گذاران آمریکایی در مکزیک شد، طی نامه‌ای به مقام هم سطح خود در مکزیک اعلام می‌کند که غرامت قابل پرداخت سرمایه‌گذاران آمریکایی باید سریع، کافی و مؤثر باشد. برای مطالعه بیشتر رک. Hackworth, Green, Digest of International Law, Vol III, Washington, Government Printing Office, ۱۹۴۲, p. 658;

پیران، حسین؛ مسائل حقوقی سرمایه‌گذاری بین‌المللی، تهران، گنج دانش، ۱۳۸۹، ص ۲۵۳.

۲ برای مثال، ماده ۵ (۱) معاهده دوجانبه سرمایه‌گذاری میان اتریش و بنگلادش (۲۰۱۱)؛ ماده ۱۴۵ (۲) معاهده تجارت آزاد میان نیوزلند و چین (۲۰۰۸)؛ ماده ۴ معاهده دوجانبه سرمایه‌گذاری میان اتیوپی و سودان (۲۰۰۰).

۳ برای مطالعه بیشتر رک.

Dawson, Franck & Weston, Burns, "Prompt, Adequate and Effective: A Universal Standard of Compensation?", Fordham Law Review, Vol. 30, 1962, pp. 736-40 (1962); American Law Institute, Restatement (Third) of Foreign Relations Law of the United States, 1987, § 712.

۴. برای مطالعه بیشتر در این زمینه رک. عسکری، پوریا، حقوق سرمایه‌گذاری خارجی در پرتو رویه داوری بین‌المللی، با دیباچه محسن محبی، تهران، شهر دانش، ۱۳۹۱، صص ۳۲۳-۳۲۴.

۵. محبی، محسن، دیوان داوری ایران - ایالات متحده آمریکا: ماهیت، ساختار، عملکرد، تهران، فردافر، ۱۳۸۳، ص ۴۷۵.

تلاش این دولت‌ها سرانجام منجر به تصویب قطعنامه شماره ۳۲۰۱ مجمع عمومی سازمان ملل متحد در سال ۱۹۷۴ (نظم نوین اقتصادی بین‌المللی) شد که تا حدودی نظر کشورهای در حال توسعه و سرمایه پذیر را تامین می‌کرد.<sup>۱</sup> اما رویکرد منفی کشورهای توسعه یافته یا سرمایه فرست نسبت به ضابطه جایگزین برای محاسبه غرامت در ازای ملی کردن یا سایر اقسام سلب مالکیت از خارجیان مانع از آن شد که انتقادات کشورهای در حال توسعه به طور کامل مؤثر واقع شود و در نهایت، ضابطه غرامت کامل به قوت و اعتبار خود در حقوق بین‌الملل سرمایه‌گذاری باقی ماند.<sup>۲</sup> امروزه بسیاری از معاهدات سرمایه‌گذاری متضمن ضابطه غرامت کامل هستند که آن را با عباراتی هرچند متفاوت به عنوان ضابطه غرامت در برابر سلب مالکیت، مورد پذیرش قرار داده‌اند.<sup>۳</sup> تفاوت میان این معاهدات بیشتر در تعریف مولفه‌های غرامت کامل به ویژه «ارزش عادلانه بازار»<sup>۴</sup> دیده می‌شود.

مهم‌ترین عنصری که در ضابطه غرامت کامل وجود دارد و شایسته توجه بیشتری است، مفهوم ارزش عادلانه بازار (Fair Market Value) است که به عنوان شاخص غرامت «کافی» شناخته شده است. در تعریف این مفهوم گفته شده: «قیمتی که به موجب آن مال یا دارایی مورد نظر بین یک خریدار و فروشنده فرضی توانا و راغب به معامله، در بازار آزاد و بدون محدودیت و در شرایطی که هر دو واجد اطلاعات معقول از حقایق مربوطه هستند، مبادله می‌شود - بدون آنکه هیچ یک از خریدار و فروشنده اجباری برای خرید یا فروش داشته باشند».<sup>۵</sup>

در پرونده «شرکت آی. ان. ای. علیه ایران» که در دیوان دآوری دعاوی ایران و آمریکا مطرح شده بود، عبارت ارزش عادلانه بازار به این ترتیب تعریف شده است:

«ارزش عادلانه بازار را می‌توان مبلغی دانست که یک خریدار راغب به معامله برای انتقال سهام یک شرکت دایر و فعال به فروشنده پرداخت می‌کند؛ بدون توجه به هرگونه کاهش ارزش مال در اثر ملی‌سازی یا پیش‌بینی وقوع آن و همچنین بدون در نظر گرفتن اتفاقات بعد از آن که می‌توانست ارزش سهام را افزایش یا کاهش دهد».<sup>۶</sup>

۱. UN Doc. A/RES/S-6/3201 (1974).

۲. Wälde, Thomas, "A Requiem for the New International Economic Order" in: N. Al-Nauimi & R. Meese eds., International Legal Issues Arising under the United Nations Decade of International Law, 1995, p. 1323.

۳. Sabahi, Borzu & Birch, Nicholas, "Comparative Compensation for Expropriation" in S. Schill Stephan Ed., International Investment Law and Comparative Public Law, 2010, p. 760.

برای مثال ن. ک. به: ماده ۵ معاهده دوجانبه سرمایه‌گذاری میان روسیه و ترکیه (۱۹۹۷)، ماده ۴ (۲) معاهده دوجانبه سرمایه‌گذاری میان آلمان و چین (۲۰۰۳)، ماده ۵ معاهده دوجانبه سرمایه‌گذاری میان پاکستان و مصر (۲۰۰۰) و نیز ماده ۶ معاهده نمونه دوجانبه سرمایه‌گذاری ایالات متحده آمریکا (۲۰۱۲).

۴. Fair Market Value.

۵. American Society of Appraisers, Glossary of Business Valuation Standards, 2009, p. 27, available at <http://www.appraisers.org/docs/default-source/default-document-library/bv-standards.pdf?sfvrsn=2> (last visit on 7 August 2019).

۶. INA Corporation v The Government of The Islamic Republic of Iran, Award No. 184-161-1, Iran-US

می‌توان گفت که ارزش عادلانه بازار در واقع عنصر اصلی در ارزیابی بر اساس ضابطه غرامت کامل به شمار می‌رود. این ارزش با اتکا بر نحوه ارزیابی توسط یک شخص فرضی "معقول" محاسبه می‌شود و از این رو لزوماً برابر با غرامت کامل نیست و لزوماً شامل تمامی خسارات وارده به سرمایه‌گذار خارجی در اثر سلب مالکیت (من جمله عدم النفع) نیست.<sup>۱</sup> در هر حال، در ارزش عادلانه بازار عوامل متعددی موثر است و به ماهیت مال مربوطه نیز بستگی دارد که در ادامه راجع به آن توضیح داده می‌شود.

### ۱-۲- حقوق بین‌الملل عرفی

در کنار معاهدات دوجانبه سرمایه‌گذاری، در حقوق بین‌الملل عرفی خصوصاً در رویه قضایی و داوری بین‌المللی ضابطه غرامت قابل پرداخت در ازای سلب مالکیت مورد توجه و بحث قرار گرفته است. پرونده «کارخانه کورزو» بدون شک مهم‌ترین پرونده در حقوق بین‌الملل است که اصول و قواعد حاکم بر تعیین ضابطه غرامت و محاسبه خسارات وارده در آن بحث شده و مورد تصمیم قرار گرفته است.<sup>۲</sup> رای صادره در این پرونده در سال ۱۹۲۸ و توسط دیوان دائمی بین‌المللی دادگستری در دعوی آلمان علیه لهستان صادر شده است. در پی سلب مالکیت کارخانه نیترات در منطقه سیلزی علیا توسط لهستان در سال ۱۹۲۲ دولت آلمان در حمایت از صاحبان آلمانی کارخانه، علیه لهستان نزد دیوان دائمی بین‌المللی دادگستری طرح دعوی کرد.

کارخانه مذکور توسط دولت آلمان پیش از جنگ جهانی اول در سال ۱۹۱۵ و در زمانی که کورزو همچنان در خاک آلمان قرار داشت، ساخته شد. این کارخانه سپس به اوبرشلزیش اشتیکشتوف ورک،<sup>۳</sup> شرکت آلمانی که آن را ساخته بود، فروخته شد و مدیریت آن نیز با شرکت بایربیش اشتیکشتوف ورک،<sup>۴</sup> دیگر شرکت آلمانی بود. کورزو، همانند سایر قسمت‌های سیلزی علیا، در سال ۱۹۲۲ و پس از استقلال این کشور، به لهستان واگذار شد. اما دولت لهستان، بر خلاف معاهده‌ای که در خصوص منطقه سیلزی علیا با آلمان داشت (معاهده ژنو)<sup>۵</sup>، با دستور وزارتخانه مربوطه در ۲۴ ژوئن ۱۹۲۲ کنترل و مدیریت کارخانه را به یک تبعه لهستانی منتقل کرد. همان‌طور که اشاره شد، آلمان علیه لهستان طرح دعوی کرد و در

CTR, Vol. 8, 1985, p. 379.

۱. برای مطالعه بیشتر رک.

Marboe, Irmgard, "Compensation and Damages in International Law - The Limits of Fair Market Value", Journal of World Investment & Trade, Vol. 7, 2006, p. 731.

۲. Case Concerning the Factory at Chorzów (Germany v Poland), 1928 PCIJ (Ser. A) No. 17, p. 47.

۳. Oberschlesische Stickstoffwerke.

۴. Bayerische Stickstoffwerke.

۵. به موجب این معاهده که در ماه مه ۱۹۲۲ امضا شد، دولت لهستان اجازه یافت برخی اموال آلمان را در منطقه مذکور تصاحب کند اما کارخانه کورزو جزو آن اموال به شمار نمی‌رفت. برای مشاهده متن معاهده رک.

[https://www.icj-cij.org/files/permanent-court-of-international-justice/serie\\_A/A\\_15/52\\_Droits\\_de\\_minorites\\_en\\_Haute\\_Silesie\\_Ecoles\\_minoritaires\\_Annexe\\_1.pdf](https://www.icj-cij.org/files/permanent-court-of-international-justice/serie_A/A_15/52_Droits_de_minorites_en_Haute_Silesie_Ecoles_minoritaires_Annexe_1.pdf). (Last visit on 7 August 2018).

نهایت، دیوان دائمی بین‌المللی دادگستری این اقدام دولت لهستان را غیرقانونی تشخیص داد و آن دولت را بابت نقض معاهده ژنو و مصادره غیرقانونی کارخانه، مسئول تلقی کرد.

در پی تصمیم فوق در مورد مسئولیت بین‌المللی دولت لهستان به دلیل نقض معاهده ژنو، دیوان نظر خود را در مورد ضابطه جبران خسارت وارده نیز اعلام کرد. به موجب تصمیم دیوان در این پرونده، هدف از جبران ضرر و زیان، قراردادن شخص زیان دیده در وضعیت اقتصادی است که چنانچه اقدام متخلفانه صورت نمی‌گرفت، می‌توانست در آن وضعیت قرار داشته باشد.<sup>۱</sup> دیوان دائمی این ضابطه را مشخصاً بر مبنای ضرورت حفظ وضعیت موجود که به موجب کنوانسیون ژنو پدید آمده بود، اتخاذ کرد.<sup>۲</sup> از نظر دیوان مذکور، در مواردی که اقدام دولت خوانده غیر مشروع باشد، جبران عبارت است از اعاده وضع به حال اول و لغو دستور انتقال کارخانه، به عبارت دیگر طرف زیان دیده، اصولاً استحقاق مطالبه اعاده وضع به حال سابق را دارد و اگر اعاده وضع توسط دولت امکان‌پذیر نباشد، دولت خاطی (لهستان) باید معادل پولی اعاده وضع یا ترکیبی از اعاده وضع و معادل پولی را به عنوان خسارت ناشی از اقدام متخلفانه خود به خواهان (آلمان) بپردازد.

در سالهای بعد، ضابطه مندرج در رأی پرونده کارخانه کورزو مورد تأیید دیوان بین‌المللی دادگستری نیز قرار گرفت و این دیوان به طور مکرر به آن استناد کرده است.<sup>۳</sup> در رویه داورى سرمایه‌گذاری نیز عموماً پذیرفته شده است که ضابطه غرامت در سلب مالکیت‌های غیرقانونی در حقوق بین‌الملل عرفی، همان ضابطه‌ای است که در پرونده کارخانه کورزو به آن اشاره شده است.<sup>۴</sup> علاوه بر این، در مواد ۳۴ تا ۳۶ طرح مسئولیت بین‌المللی دولت‌ها در برابر اعمال متخلفانه بین‌المللی<sup>۵</sup> نیز موضع حقوق بین‌الملل عرفی در زمینه ضابطه غرامت، بر مبنای رأی پرونده کارخانه کورزو تبیین شده است.<sup>۶</sup> بر این اساس، اعاده وضع به حال سابق به عنوان روش جبران خسارت اولیه و پرداخت خسارت به عنوان روش ثانویه پیش‌بینی شده

۱. Chorzów Factory, op. cit.

۲. Ibid, pp. 47-48.

۳. برای مثال ن. ک.

Case Concerning Gabcikovo-Nagymaros Project, (Hungary v Slovakia), Judgment, 1997 ICJ Rep. p. 7; LaGrand case, (Germany v United States of America), Judgment, 2001 ICJ Rep. p. 466; Case Concerning Avena and other Mexican Nationals, (Mexico v United States of America), Judgement, 2004 ICJ Rep. p. 12.

۴. ADC Affiliate Limited and ADC & ADMC Management Limited v The Republic of Hungary, ICSID case No. ARB/03/16, Award of 2 October 2006; Compañía de Aguas del Aconquija S. A. and Vivendi Universal S. A. v The Argentine Republic, ICSID case No. ARB/97/3, Award of 20 August 2007; Siemens A. G v The Argentine Republic, ICSID case No. ARB/02/8, Award of 6 February 2007; Saipem S. p. A v The People's Republic of Bangladesh, ICSID Case No. ARB/05/7, Award of 30 June 2009; Waguih Elie George Siag and Clorinda Vecchi v The Arab Republic of Egypt, ICSID Case No. ARB/05/15, Award of 1 June 2009.

۵. UN Doc. A/56/10 (2001).

۶. برای مطالعه متن و شرح این مواد رک. کمیسیون حقوق بین‌الملل؛ مسئولیت بین‌المللی دولت: متن و شرح مواد کمیسیون حقوق بین‌الملل،

است. پرداخت خسارت بدل از اعاده وضع هنگامی صورت می‌گیرد که نتوان خسارات وارده را از طریق اعاده وضع به حال سابق، جبران کرد.

علاوه بر رای صادره در پرونده مشهور کورزو، آرای داوری دیگر نیز وجود دارند که در آنها مرجع داوری، خسارت ناشی از ملی‌کردن‌هایی که با اهداف عمومی توسط دولت‌ها انجام می‌شود را از خسارات ناشی از سلب مالکیت‌های موردی، تفکیک کرده‌اند. این مراجع در مورد ملی‌کردن‌ها، ضابطه انتظارات مشروع سرمایه‌گذار خارجی را به جای جبران کامل خسارت وارده اتخاذ کرده‌اند.<sup>۱</sup> مهم‌ترین رای داوری در این زمینه در دعوی بین امین اوایل و کویت در دهه ۱۹۸۰ صادر شده است.<sup>۲</sup> این داوری در پی لغو قرارداد امتیاز منعقد با شرکت امین اوایل (بهره‌برداری از منابع نفت و گاز) توسط دولت کویت و انتقال اموال امین اوایل به دولت کویت آغاز شد. دیوان داوری در این پرونده اعلام کرد ملی‌کردن اموال امین اوایل توسط کویت به طور قانونی صورت گرفته است و سپس به مسئله تعیین ضابطه قابل اعمال برای تعیین غرامت رفت. برای این منظور، دیوان داوری به قطعنامه ۱۸۰۳ مجمع عمومی سازمان ملل اشاره کرد و آن را مبنای ارزیابی خسارت در حقوق بین‌الملل دانست که در آن حق دولت‌ها بر ملی‌کردن منابع طبیعی و ایجاد تغییرات ساختاری در اقتصادشان به رسمیت شناخته شده بود.<sup>۳</sup> از نظر دیوان داوری، مفهوم انتظارات مشروع که در این قطعنامه آمده است از این فرضیه استنباط شده بود که قراردادهای بلند مدت واجد محاسبات اقتصادی و توازن میان حقوق و تعهدات، فرصت‌ها و مخاطرات بوده و یک نوع تعادل قراردادی در آن حکم‌فرماست.<sup>۴</sup> این تعادل که جوهره و رکن اصلی قرارداد است منجر به ایجاد انتظارات مشروع برای طرفین می‌شود و در سایه همین انتظارات است که می‌توان غرامت مناسب را ارزیابی کرد. به منظور ارزیابی این تعادل و همچنین بررسی انتظارات مشروع طرفین متن اصلی قرارداد و اصلاحیه‌های آن، تفسیرها و رفتارهایی که طرفین در طول حیات قرارداد داشته‌اند باید در نظر گرفته شود.<sup>۵</sup> دیوان داوری مقرر کرد آنچه که در حیطه انتظارات مشروع شرکت امین اوایل می‌گنجد، دستیابی به یک «نرخ بازگشت سرمایه معقول» است و نه سودهای احتمالی.<sup>۶</sup> بدین ترتیب، رأی امین اوایل نوآوری خاصی در تعیین ضابطه محاسبه غرامت بر اساس حقوق بین‌الملل عرفی در دهه ۱۹۷۰ میلادی پایه‌گذاری کرد که بر اساس آن، ارزش اموال ملی شده باید با توجه به انتظارات مشروع طرفین در زمان انعقاد قرارداد و همچنین در طول مدت اجرای آن، ارزیابی شود.<sup>۷</sup>

۱. برای مطالعه بیشتر در مورد مؤلفه‌های انتظار مشروع و همچنین نقش نیازهای دولت میزبان در تعیین میزان خسارت رک. محبی، محسن؛ مباحثی از حقوق نفت و گاز در پرتو رویه داوری بین‌المللی، شهر دانش، چاپ ۳، ۱۳۹۴، صص ۱۱۴ تا ۱۲۶.

۲. The Government of the State of Kuwait v The American Independent Oil Company, ILM, Vol. 21, 1982, p. 978.

۳. Ibid, para. 143.

۴. Ibid, para. 148.

۵. Ibid, para. 149.

۶. Ibid, paras. 150-160.

۷. برای مطالعه بیشتر در مورد این رأی ر. ک. محبی، محسن؛ پیشین، صص ۱۱۴ تا ۱۲۶.

See, M. Mohebi, The law of Petroleum: Expropriation and Compensation 121 (2015).



در پی رأی صادره در داوری امین اوایل، برخی دیوان‌های داوری دیگر نیز ضابطه غرامت مناسب بر مبنای انتظارات مشروع طرفین را اعمال کردند. برای مثال، در پرونده موبیل علیه ایران<sup>۱</sup> دیوان داوری ایران-ایالات متحده ضمن این که حقوق بین‌الملل را به عنوان قانون حاکم بر مسئولیت دولت ایران تشخیص داد،<sup>۲</sup> مقرر کرد که غرامت قابل پرداخت به طرف مقابل باید با توجه به انتظارات مشروعی که طرفین از قرارداد در نظر داشته‌اند، برآورد گردد.<sup>۳</sup>

همچنین در پرونده آموکو علیه ایران، دیوان داوری ایران و آمریکا این بار با صراحت بیشتری ضابطه انتظارات مشروع در مورد سلب مالکیت قانونی را اعمال کرد. در این پرونده، دیوان داوری ضمن ارجاع به حقوق بین‌الملل اعلام داشت که سلب مالکیت از آموکو قانونی بوده است (مرحله مسئولیت). در مرحله بعدی، دیوان داوری برای تقویم و تعیین غرامت قابل پرداخت، از ضابطه مندرج در پرونده کارخانه کورزو فاصله گرفت چراکه به زعم دیوان داوری، از زمان رسیدگی به پرونده مذکور در دیوان دائمی بین‌المللی دادگستری تا کنون (دهه ۱۹۸۰) تحولات بسیار مهمی در حقوق بین‌الملل رخ داده است و سبب شده که حق دولت‌ها بر ملی کردن حقوق و اموال بیگانگان برای اهداف عمومی، به رسمیت شناخته شود.<sup>۴</sup> دیوان داوری با تفکیک سلب مالکیت به شیوه مشروع و غیر مشروع، تصمیم گرفت در غرامت سلب مالکیت‌های مشروع عنصر منافع آتی که مشتمل بر عدم النفع<sup>۵</sup> است و در مفهوم اعاده وضع به حال اولیه مندرج و مستتر است، قابل محاسبه و پرداخت نیست.<sup>۶</sup> در پرونده شرکت آی. این. ای نیز قاضی لاگرگن در نظریه جداگانه خود به خوبی تشریح نمود که حقوق بین‌الملل عرفی دیگر اصل اعاده وضع به حال سابق را که برای جبران کامل خسارت در حقوق بین‌الملل پیشنهاد و مقرر شده بود، در پرونده‌های مربوط به ملی کردن‌های گسترده و عمومی نمی‌پذیرد و تجویز نمی‌کند.<sup>۷</sup> این قاضی سابق دیوان داوری دعاوی ایران و آمریکا، با اشاره به قطعنامه ۱۸۰۳ مجمع عمومی سازمان ملل و رویه جاری داوری بین‌المللی مانده آنچه در پرونده‌های تگزاکو علیه لیبی<sup>۸</sup>، امین اوایل علیه کویت<sup>۹</sup> و بانکو ناسیونال دو کوبا علیه چیس

۱. Mobil Oil Iran Inc. , and Mobil Sales and Supply Corporation v Government of The Islamic Republic of Iran and National Iranian Oil Company, Iran-US CTR, Vol. 16, 1987, p. 3.

۲. Ibid, para. 20.

۳. همان، بند ۵۴. البته این دیوان داوری در این پرونده سلب مالکیت را احراز نکرد، اما تمرکز دیوان به انتظارات مشروع طرفین برای ارزیابی خسارت شایان توجه است.

۴. Amoco International Finance Corporation v The Government of The Islamic Republic of Iran, National Iranian Oil Company, National Petrochemical Company and Kharg Chemical Company Limited, Partial Award, 15 Iran-US CTR, Vol 15, 1987, p. 220.

۵. lucrum cessans.

۶. برای تفصیل بیشتر رک. محبی، محسن؛ پیشین، صص ۱۴۱-۱۵۱.

۷. INA Corporation v Iran, op. cit. p. 378.

۸. Texaco Overseas Petroleum Co. v. Libya, Journal de Droit International, Vol. 104, 1977, p. 350, translated in ILM. Vol 17, 1987 p. 1.

۹. The Government of the State of Kuwait v The American Independent Oil Company, ILM, Vol. 21, 1982

منهتن بانک<sup>۱</sup> رخ داد، توضیح می‌دهد که در ملی‌سازی‌های گسترده و عمومی، به موجب حقوق بین‌الملل عرفی غرامت سرمایه‌گذار خارجی باید با توجه به انتظارات مشروع صاحب سرمایه و همچنین نیازهای دولتی که تحت فرآیند بازسازی اقتصادی است، پرداخت شود و این غرامت همان «غرامت مناسب» است.<sup>۲</sup> با عنایت به آرای داوری فوق‌الذکر و همچنین تحولات حقوق بین‌الملل در زمینه شناسایی حق دولت‌ها در ملی‌کردن منابع طبیعی شان و البته بدون تبعیض و برای اهداف عمومی، از زمان صدور رأی در پرونده کارخانه کورزو به بعد<sup>۳</sup> می‌توان استنباط کرد که حقوق بین‌الملل عرفی ضابطه متمایزی برای تعیین غرامت در ملی‌کردن‌های قانونی عرضه کرده است و از این رو، ضابطه تعیین غرامت مندرج در رأی پرونده کارخانه کورزو تنها در مورد سلب مالکیت‌های غیرقانونی محل اجرا می‌یابد. اما در سلب مالکیت‌های قانونی، حقوق بین‌الملل عرفی ضابطه غرامت متناسب را به توجه به انتظارات مشروع طرفین معرفی می‌کند.<sup>۴</sup>

### ۱-۳- اعمال ضابطه‌های تعیین غرامت توسط مراجع داوری

باری، در دعاوی ناشی از سلب مالکیت مراجع داوری عموماً ضابطه مندرج در معاهده مربوط را بدون توجه به قانونی بودن یا غیرقانونی بودن سلب مالکیت، اعمال می‌کردند.<sup>۵</sup> اما پرونده ای. دی. سی علیه مجارستان در سال ۲۰۰۶ به رویه فوق‌پایان بخشید و پس از سالها به تفکیک ضابطه قابل اعمال در سلب مالکیت‌های قانونی و غیرقانونی اشاره کرد. این پرونده مربوط به یک پروژه سرمایه‌گذاری توسط سرمایه‌گذاران قبرسی در مجارستان و برای توسعه پایانه فرودگاه موجود، ساخت پایانه جدید و مشارکت در بهره‌برداری از آن‌ها به مدت بیست و پنج سال بود. قرارداد سرمایه‌گذاری در سال ۱۹۹۸ امضا و نهایی شد. اما چند سال بعد، وزیر حمل و نقل مجارستان با صدور دستوری، قرارداد را بدون آنکه اشاره‌ای به غرامت داشته باشد پایان بخشید و بهره‌برداری از فرودگاه را نیز به یک شرکت دولتی واگذار کرد. در نتیجه، شرکت ای. دی. سی. به استناد معاهده دوجانبه سرمایه‌گذاری میان مجارستان و قبرس، علیه دولت مجارستان طرح دعوی کرد. دیوان داوری، دولت مجارستان را مسئول قلمداد کرد و اقدام آن دولت در مصادره سرمایه‌گذاری خواهان

۱ Banco Nacional de Cuba v. Chase Manhattan Bank, 505 F. Supp. 412, 419 (S. D. N. Y. 1980).

۲. INA Corporation v Iran, Separate Opinion of Judge Lagergren, Iran-US CTR, Vol. 8, 1985, pp. 386-390.

۳. رک. قطعنامه‌های ش ۱۸۰۳ و ۳۲۸۱ مجمع عمومی سازمان ملل موسوم به حاکمیت دائمی دولت‌ها بر منابع طبیعی و منشور حقوق و تکالیف اقتصادی دولت‌ها.

۴. در مورد تحولات ضابطه غرامت رک. محبی، محسن؛ دیوان داوری ایران-ایالات متحده آمریکا: ماهیت، ساختار، عملکرد، ترجمه محمد حبیبی مجنده، تهران، فردا، ۱۳۸۳.

۵ برای مثال ن. ک.

CME Czech Republic B. V. v The Czech Republic, UNCITRAL Arbitration, Award of 14 March 2003; Middle East Cement Shipping and Handling Co. S. A. , v Arab Republic of Egypt, ICSID Case No. ARB/99/6, Award of 12 April 2002; Wena Hotels Ltd v Arab Republic of Egypt, ICSID Case No. ARB/98/4, award of 8 December 2000; Metalclad Corporation v United Mexican States, ICSID Case No. ARB (AF)/97/1, Award of 30 August 2000.

از طریق دستور وزیر را سلب مالکیت غیرقانونی به شمار آورد.<sup>۱</sup> از نظر دیوان داوری، معاهده مربوطه هیچ گونه قاعده‌ای در خصوص خسارات قابل پرداخت در سلب مالکیت غیر قانونی نداشته و تنها ضابطه تعیین غرامت قابل پرداخت در مورد سلب مالکیت‌های قانونی را تعیین کرده بود.<sup>۲</sup> دیوان داوری در ادامه اشاره کرد که با توجه به فقدان هر گونه قاعده خاص برای ارزیابی خسارت ناشی از سلب مالکیت غیرقانونی در معاهده فیما بین، ناگزیر است به حقوق بین‌المللی عرفی مراجعه کند.<sup>۳</sup>

این رویه توسط دیوان‌های داوری ایکسید که پس از سال ۲۰۰۶ تشکیل شدند نیز رعایت شد و در مواردی که سلب مالکیت به صورت غیرقانونی رخ داده باشد، دیوان‌های داوری متمایل به اعمال ضابطه موجود در حقوق بین‌الملل عرفی هستند تا اجرای مفاد معاهده مربوطه. چراکه ضابطه تعیین شده در معاهدات سرمایه‌گذاری فیما بین تنها ناظر بر سلب مالکیت‌های قانونی است.<sup>۴</sup>

## ۲- روش‌های ارزیابی

در زمینه روش‌های ارزیابی خسارت، سه رویکرد اصلی را می‌توان نام برد: رویکرد درآمد محور، رویکرد بازار محور و رویکرد دارایی محور. همان‌طور که از نام آن‌ها پیداست، هر یک از این رویکردها بر منشأ خاصی برای ارزیابی خسارت تمرکز دارند. در این قسمت روش جریان نقدینگی تنزیل شده، به عنوان رویکرد درآمد-محور، روش مبادلات همسان، به عنوان رویکرد بازار-محور و نهایتاً روش ارزش دفتری به عنوان رویکرد دارایی-محور مورد بحث قرار می‌گیرند. اما پیش از آغاز این بخش لازم است توضیح مختصری در مورد سه مفهوم «رویکرد»، «روش» و «طرز کار» که به کرات در آرای داوری و نظریه‌های کارشناسی مربوط به ارزیابی اموال به چشم می‌خورد و در این مقاله نیز به همان ترتیب استفاده شده است، داده شود. این سه عنوان در ارتباط کامل با یکدیگر هستند و می‌توان قائل به یک سلسله مراتب بین آنها شد. «رویکرد»، عام‌ترین مفهوم از بین مفاهیم فوق است و همان‌طور که ذکر شد می‌تواند یکی از اقسام سه گانه فوق باشد. پس از تعیین رویکرد نوبت به انتخاب «روش» ارزیابی می‌رسد که این قسمت بارزترین نمونه هر یک از رویکردهای مذکور را تشریح میکند. در نهایت، منظور از «طرز کار» نیز نحوه به کارگیری روش‌ها، محاسبات خاص، استفاده از داده‌ها و هرگونه جزئیات دیگر مربوط به اعمال روش‌های ارزیابی در عمل است. تعریف دقیق هر یک از سه مفهوم فوق و توجیه منطقی استفاده از آنها نقش مهمی در ارائه یک ارزیابی روشن و قابل فهم دارد.

۱. ADC v Hungary, op. cit. at Section VII. B

۲. Ibid, para, 481.

۳. Ibid, para, 483.

دیوان داوری در نهایت با توجه به رأی صادره در پرونده کارخانه کورزو، خواهان را مستحق اعاده وضع به حال سابق دانست اما چون امکان اعاده وضع از لحاظ عملی وجود نداشت، خوانده را به پرداخت معادل پولی آن (حدود ۷۵ میلیون دلار) محکوم نمود.

۴. Siemens v Argentina, op. cit. para. 352; Vivendi v Argentina, op. cit. para. 8. 2. 3.

## ۲-۱- جریان نقدینگی تنزیل شده Discount Cash Flow

رویکردهای درآمد محور برای ارزیابی اموال اصولاً حول این عقیده می‌گردند که ارزش یک دارایی در میزان منافع مالی که برای مالک آن ایجاد می‌کند سنجیده می‌شود.<sup>۱</sup> این رویکرد در واقع ارزش دارایی مربوطه را از طریق تبدیل درآمد آتی آن به ارزش سرمایه‌ای فعلی معین می‌کند. روش جریان نقدینگی تنزیل شده<sup>۲</sup> یکی از متداول‌ترین روش‌های مبتنی بر رویکرد درآمد محور برای ارزیابی ارزش عادلانه بازار سرمایه‌گذاری خارجی است که دیوان‌های داوری برای محاسبه ارزش مال مورد سلب مالکیت به کار می‌برند.<sup>۳</sup> در این روش ارزش فعلی جریان نقدینگی آتی، با استفاده از یک نرخ تنزیل مشخص، محاسبه می‌شود.<sup>۴</sup>

به بیان ساده‌تر، روش جریان نقدینگی تنزیل شده ارزش جریان نقدینگی آتی سرمایه‌گذاری در یک دوره معین را محاسبه و سپس با اعمال نرخ تنزیل مشخص ارزش آن را در زمان ارزیابی، تعیین می‌کند. هدف از این روش، دستیابی به مبلغ درآمد خالصی است که سرمایه‌گذار می‌توانست (در صورت عدم سلب مالکیت) از سرمایه‌گذاری خود انتظار داشته باشد. قاعدتاً هیچ سرمایه‌گذاری دارایی خود را در پروژه‌ای که درآمد خالص تخمینی آن (بر اساس روش جریان نقدینگی تنزیل شده) کمتر از قیمت پرداختی برای آن باشد، به کار نمی‌گیرد. بنابراین، قیمتی که با اعمال این روش به دست می‌آید، می‌تواند به خوبی ارزش عادلانه سرمایه‌گذاری در بازار را نشان دهد. روش جریان نقدینگی تنزیل شده بر اساس فرمول ذیل به کار گرفته می‌شود:

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots$$

در این فرمول  $r$  و  $CF$  به ترتیب بیانگر نرخ تنزیل و جریان نقدینگی هستند و هر کسر بیانگر یک سال مالی مجزا، به جهت اهمیت درک کارکرد این عوامل در اعمال این روش، هر یک از این عناصر در ادامه با تفصیل بیشتر مورد بررسی قرار می‌گیرد.

### ۲-۱-۱- جریان نقدینگی (Cash flow=CF)

در مرحله اول، باید جریان نقدی آتی شرکت یا سرمایه‌گذاری مورد نظر را محاسبه کرد. به طور کلی، پیش‌بینی جریان نقدینگی آتی مستلزم گردآوردن اطلاعات عدیده و تحلیل وضعیت گذشته، حال و آینده اموال مورد ارزیابی بر اساس اطلاعات به دست آمده است. لذا این امر می‌تواند از طریق بررسی جریان

۱. Pratt, Shannon, Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, 5th edition, 2008, p. 56.

۲. Discounted Cash Flow (DCF).

۳. علت استقبال مراجع داوری از این روش را می‌توان در این امر جست و جو کرد که در روش‌های مدرن ارزیابی اموال، استفاده از جریان نقدینگی در برابر سایر مولفه‌های درآمدی مانند سود یا درآمد کلی ارجحیت دارد. برای مطالعه بیشتر در این زمینه رک.

Damodaran, op. cit., p. 6.

۴. American Society of Appraisers, Glossary of Business Valuation Standards, op. cit.

نقدینگی آزاد<sup>۱</sup> سالهای پیشین انجام شود. جریان نقدینگی آزاد، میزان نقدینگی است که یک شرکت قادر است، پس از کسر هزینه‌هایی که برای حیات یا توسعه کسب و کار خود لازم دارد، ایجاد کند. این عامل را می‌توان با کسر هزینه‌های سرمایه‌ای از جریان نقدینگی جاری شرکت، محاسبه کرد. جریان نقدینگی آزاد در واقع میزان پولی است که یک شرکت برای پرداخت بدهی‌ها به طلبکاران یا پرداخت سود به سهامداران خود در اختیار دارد.<sup>۲</sup>

در مرحله دوم، نرخ رشد جریان نقدینگی در سالهای آتی از طریق بررسی نرخ رشد نقدینگی آزاد در سالهای قبل، مورد محاسبه قرار می‌گیرد. با محاسبه این نرخ رشد، به سادگی می‌توان تخمین زد که شرکت مربوطه در سالهای آتی چه میزان درآمد خواهد داشت. میزان درآمدی که برای هر یک از سالهای آتی تخمین زده می‌شود، با یکدیگر جمع شده و مجموع جریان نقدینگی آن شرکت را برای یک دوره مشخص در آینده، مثلاً تا پایان مدت قراردادی که در اثر سلب مالکیت خاتمه یافته، نشان می‌دهد.<sup>۳</sup> نکته قابل توجه در پیش‌بینی جریان نقدینگی آتی آن است که اجرای این امر باید لحاظ کردن احتمال‌های منطقی و به دور از تعارض و تناقض در داده‌ها باشد. لذا در این تحلیل شرایط بازار مربوطه، اوضاع و احوال خاص اقتصادی در صنعت مربوطه، مسائل مربوط به تولید، تأمین مالی و رقابت و تحولات آنها در آینده باید در تحلیل جریان نقدینگی آتی در نظر گرفته شود به طوری که نکات مثبت و منفی در کنار یکدیگر لحاظ شده باشند.

## ۲-۱-۲- نرخ تنزیل (Rate of Discount)

مبلغی که از محاسبات فوق به دست می‌آید بدون در نظر گرفتن دو عامل زمان. ریسک است. در واقع، مبلغ تخمینی که بدین طریق به دست می‌آید قرار است طی یک دوره مشخص در آینده (مثلاً ده سال) و به تدریج حاصل شود، نه به صورت یک جا. اگر دیوان داور کل این مبلغ را به عنوان غرامت بپذیرد، در واقع به این معنی است که خواهان، تمام درآمد سالهای آتی خود را پیشاپیش و حتی بدون در نظر گرفتن عامل ریسک، یکجا دریافت کند. در این صورت، وضعیت خواهان حتی از شرایطی که در آن سلب مالکیت صورت نگرفته بود نیز بهتر خواهد شد و این امر آشکارا غیرمنصفانه است. برای حل این مشکل، روش جریان نقدینگی تنزیل شده عامل «نرخ تنزیل»<sup>۴</sup> را در نظر می‌گیرد تا ارزش جریان نقدینگی آتی

۱. Free Cash Flow.

۲ See, Pratt, Shannon and Niculita, Alina V. , The Lawyer's Business Valuation Handbook: Understanding financial Statements, Appraisal Reports, and Expert Testimony, American Bar Association, 2nd ed. , 2010, p. 41

۳. شایان ذکر است که این مدت با توجه به اوضاع و احوال هر پرونده تعیین می‌شود و لزوماً برابر با مدت قرارداد سرمایه‌گذاری سلب مالکیت شده نیست. در بسیاری از موارد سرمایه‌گذاری سلب مالکیت شده مقید به مهلت خاصی نیست، با این حال این دوره زمانی توسط کارشناس ارزیاب تعیین و بر اساس آن ارزیابی صورت می‌گیرد. رک. زیرنویس ش. **Error! Bookmark not defined.**

۴. Discount Rate.

در زمان ارزیابی به دست آید.<sup>۱</sup> تعیین نرخ تنزیل پیچیده‌ترین بخش ارزیابی ارزش اموال از طریق این روش است. زیرا یک تغییر بسیار اندک در میزان نرخ تنزیل، تأثیر چشم‌گیری بر مبلغ نهایی می‌گذارد.<sup>۲</sup> نرخ تنزیل قابل اعمال در روش جریان نقدینگی تنزیل شده (عامل r در رابطه فوق) را می‌توان از دو طریق به دست آورد: الف- «روش تجمیعی»؛<sup>۳</sup> ب- روش «میانگین موزون هزینه سرمایه».<sup>۴</sup> روش تجمیعی متشکل از سه جزء است که با یکدیگر جمع می‌شوند و نرخ تنزیل را تشکیل می‌دهند. این سه جزء عبارتند از: نرخ بدون ریسک،<sup>۵</sup> ریسک عمومی بازار،<sup>۶</sup> و ریسک عینی<sup>۷</sup> برای آن شرکت مشخص.<sup>۸</sup> اما روش دوم، که پر کاربردتر نیز هست، از طریق اعمال روش میانگین موزون هزینه سرمایه به دست می‌آید و می‌تواند توسط دیوان داوری به عنوان نرخ تنزیل در فرمول جریان نقدینگی تنزیل شده به کار گرفته شود. بر اساس این مدل، ریسک یک کسب و کار یا شرکت به همان میزانی تعیین می‌شود که بازیگران بازار واقعی آن را تخمین می‌زنند.<sup>۹</sup> با توجه به پیچیدگی بیشتر این روش، توضیحات بیشتری در مورد نحوه اعمال آن به شرح ذیل ارائه می‌شود.

#### ۱-۲-۱-۲- میانگین موزون هزینه سرمایه (Weighted Average Cost of Capital)

میانگین موزون هزینه سرمایه، هزینه شرکت را برای قرض کردن پول با توجه به ساختار سرمایه شرکت (یعنی نسبت بدهی و سهام) اندازه‌گیری می‌کند. به بیان دیگر، این روش، محاسبه می‌کند که هزینه‌های آتی افزایش سرمایه، چه از طریق ایجاد بدهی و چه از طریق صدور سهام جدید، برای شرکت به چه میزان است. هر چه میزان میانگین موزون هزینه سرمایه بالاتر باشد، به این معنی است که سرمایه‌گذاری در

۱. Pratt, and Niculita, op. cit. , p. 47.

۲. Kantor, Mark, "Valuation for Arbitration: Uses and Limits of Income - Based Valuation Methods", Transnational Dispute Management, Nov. 2007, p. 45.

۳. Build-up Procedure.

۴. Weighted Average Cost of Capital.

۵. بیانگر کمترین نرخ بهره‌ای که سرمایه‌گذار می‌توانست دریافت کند؛ معمولاً برابر با نرخ بهره اوراق قرضه دولتی مانند اوراق قرضه خزانه داری آمریکا فرض می‌شود. برای مطالعه بیشتر رک.

<https://www.investopedia.com/terms/r/risk-free-rate.asp> (last visit on 7 August 2019)

۶. ریسک موجود برای همه انواع سرمایه‌گذاری در بازار مربوطه وجود دارد و از طریق ایجاد تنوع برطرف نمی‌شود. رک.

American Society of Appraisers, Glossary of Business Valuation Standards, op. cit. p. 32

۷. Subjective Risk.

۸. ریسک موجود در سرمایه‌گذاری خاص. ریسک‌های مالی، مدیریتی، تولیدی از جمله مهمترین ریسک‌های ذهنی و غیر سیستمی هستند. رک.

Dunn, Robert & Harry, Everett, "Modeling and Discounting Future Damages", Journal of Accountancy 2002, available at: <https://www.journalofaccountancy.com/issues/2002/jan/modelinganddiscountingfuture DAMAGES.html> (last visit on 7 August 2019).

همچنین رک. هوهن، فلدرن، زایدل؛ حقوق بین‌الملل اقتصادی، ترجمه قاسم زمانی، تهران، شهر دانش، چاپ ۲، ۱۳۸۳، صص ۱۹۵ به بعد.

۹. Koller, Tim and Goedhart, Mark and Wessels, David, Valuation: Measuring and managing the Value of Companies, Wiley Finance, 6th ed. , 2015, p. 626.

شرکت مربوطه سودآوری بالقوه کمتری دارد، زیرا این شرکت مجبور است هزینه‌های بیشتری را برای رسیدن به سود متحمل شود. عامل مذکور از طریق روش ذیل محاسبه می‌شود:<sup>۱</sup>

$$WACC = \frac{E}{V} * Re + \frac{D}{V} * Rd * (1 - Tc)$$

اصطلاحات به کار رفته در این فرمول بدین شرح است

Re = هزینه مالکانه<sup>۲</sup>

Rd = هزینه بدهی<sup>۳</sup>

E = ارزش بازاری سهام شرکت

D = ارزش بازاری بدهی شرکت

$E + D = V$  که برابر است با مجموع ارزش مالی شرکت در بازار (بدهی و سهام)

$\frac{E}{V}$  = درصدی از تأمین مالی که مربوط به سهام است

$\frac{D}{V}$  = درصدی از تأمین مالی که مربوط به بدهی است

Tc = نرخ مالیات شرکت‌ها

مهم‌ترین تفاوت میان میانگین موزون هزینه سرمایه و روش تجمیعی در مسیری است که این دو روش از آن طریق هزینه مالکانه شرکت مربوطه را محاسبه می‌کنند. برخلاف روش تجمیعی، میانگین موزون هزینه سرمایه برای این منظور از «مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای»<sup>۴</sup> به جای ریسک عینی یا شخصی بهره می‌برد. این امر باعث می‌شود نتیجه حاصله، اتکای کمتری بر حدس و گمان داشته و نزدیکی بیشتری به قیمت عادلانه بازار پیدا کند.<sup>۵</sup> در مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای برای ارزیابی نرخ بازگشت سرمایه مورد انتظار از اوراق بهادار یا سبد سهام استفاده می‌شود که در واقع ارزش زمانی پول سرمایه‌گذار و ریسکی که به همراه دارد را از طریق فرمول زیر ارزیابی می‌کند:

$$Ra = Rf + \beta (Rm - Rf)$$

در این فرمول، Ra بیانگر بازدهی مورد انتظار از اوراق بهادار، Rf نرخ بدون ریسک،  $\beta$  بتای اوراق بهادار و Rm بازدهی مورد انتظار بازار می‌باشد و  $(Rm - Rf)$  نیز صرف ریسک یا همان میزانی است که سرمایه‌گذار در ازای ریسکی که تقبل کرده است به نرخ سود مورد انتظار خود می‌افزاید. نرخ بدون ریسک، ارزش زمانی پول را نشان می‌دهد و نیمه دوم فرمول نیز بیانگر ریسک است و میزان غرامتی را که سرمایه‌گذار باید برای تحمل ریسک اضافی در نظر بگیرد محاسبه می‌کند.<sup>۶</sup> بتا یا همان اصلاح کننده نوسان، ریسک

۱. برای مطالعه بیشتر رک.

https://www.investopedia.com/terms/w/wacc.asp (last visit on 7 August 2019)

۲. هزینه‌ای است که شرکت باید برای حفظ ارزش سهام خود و به منظور راضی نگه داشتن سهامداران بپردازد.

۳. هزینه‌ای است که شرکت باید برای پرداخت بدهی‌های خود بپردازد.

۴. Capital Asset Pricing Model (CAPM).

۵. See, Kantor, op. cit. p. 55.

۶. See, https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp (last visit on 7 August 2019).

سرمایه‌گذاری بر روی یک اوراق بهادار خاص یا سبد اوراق را در مقایسه با ریسک کلی بازار نشان می‌دهد. در واقع، معیاری برای تعیین ریسک نظام اوراق بهادار است که نمی‌توان آن را صرفاً با ایجاد تنوع در سبد اوراق بهادار از بین برد.<sup>۱</sup> زمانی که مقدار بتا بیشتر از یک باشد، سطح ریسک بالاتر از میانگین بازار است و در صورتی که آن مقدار کمتر از یک باشد، سطح ریسک از میانگین ریسک بازار کمتر است. هرچه مقدار بتا بالاتر رود، عدم قطعیت در بازگشت سرمایه نیز بیشتر می‌شود و بالتبع منجر به تعیین نرخ تنزیل بالاتری خواهد شد.<sup>۲</sup>

بنابراین، برخلاف روش تجمیعی که پیش‌تر بیان شد، در تعیین نرخ تنزیل از طریق میانگین موزون هزینه سرمایه، ریسک‌های ذهنی و شخصی به عنوان یک عنصر تعیین‌کننده جایی ندارند و از این رو نرخ تنزیل به دست آمده از طریق این روش با حدس و گمان کمتری همراه خواهد بود.

### ۲-۱-۳- مزایا و معایب روش DCF

مزیت اصلی روش جریان نقدینگی تنزیل شده در آن است که این روش از انعطاف‌پذیری بالایی برخوردار است و قابلیت اعمال بر شرایط گوناگون را دارد به طوری که می‌توان از آن برای ارزیابی گستره متنوعی از اموال بهره برد.<sup>۳</sup> عناصر متعددی که در این روش به کار گرفته می‌شود، اعم از هزینه زمان و ریسک‌های موجود در بازار مربوطه، محاسبه غرامت حاصل از این روش را به ارزش واقعی سرمایه‌گذاری در بازار نزدیک‌تر می‌کند. به بیان دیگر، روش جریان نقدینگی تنزیل شده، اجزای فرآیند ارزیابی را در اختیار داوران قرار می‌دهند و این امر داوران را قادر می‌سازد متناسب با شرایط و اوضاع و احوال پرونده، ارزیابی دقیق‌تری از اموال سلب مالکیت شده به دست آورند.

در مقابل، روش جریان نقدینگی تنزیل شده نیز مانند هر روش درآمد محور دیگری، به شدت وابسته به اطلاعات و سوابق فعلی و گذشته مال موضوع ارزیابی است. در نتیجه، روش جریان نقدینگی تنزیل شده برای ارزیابی سرمایه‌گذاری که در مراحل ابتدایی باشد، روش مناسبی نیست. زیرا هیچ‌گونه سابقه قابل اتکایی از جریان نقدینگی برای سرمایه‌گذاری وجود ندارد. به علاوه، هر گونه اشتباه، هر چند اندک، در فرضیاتی که بر اساس سوابق سرمایه‌گذاری صورت می‌گیرد، منجر به انحراف چشمگیر در نتیجه محاسبه خواهد شد. از این رو، دیوان داوری باید با دقت بسیار زیادی هر یک از فرضیات مورد نظر کارشناس ارزیاب را بررسی کند تا مبادا رأی صادره شامل خسارت ناکافی یا بیش از میزان واقعی ضرر باشد.

علاوه بر موارد فوق، به کارگیری روش جریان نقدینگی تنزیل شده برای تعیین میزان خسارت همواره با این مخاطره همراه است که منجر به جبران دوگانه خسارت شده و یا بر عکس، خسارتی کمتر از میزان

۱. این نرخ معمولاً برای بخش‌های مختلف تجاری و صنعتی ارزیابی و منتشر می‌شود. رک.

Pratt, op. cit. , pp. 175 et seq.

۲. برای مطالعه بیشتر رک.

Kantor, op. cit. p. 57.

۳. Damodaran, op. cit. , p. 11.



ضرر وارده، به زیان دیده پرداخت شود. برای مثال دیوان داوری باید در زمان تعیین نرخ تنزیل هوشیار باشد که هر یک از ریسک‌ها صرفاً یک مرتبه و تحت یک عنوان در محاسبات لحاظ شوند. در غیر این صورت، نرخ تنزیل بالاتر از میزان واقعی تعیین شده و نهایتاً خسارت کمتری به سرمایه‌گذار پرداخت می‌شود. همچنین، اگر دیوان داوری قصد داشته باشد خسارات مستقیم و عدم‌النفع را جداگانه محاسبه کند و مجموع آن را به عنوان غرامت قابل پرداخت به سرمایه‌گذار تعیین کند، روش جریان نقدینگی تنزیل شده برای خسارت عدم‌النفع مناسب نمی‌باشد.<sup>۱</sup> توضیح آنکه خسارت عدم‌النفع تنها ناظر بر جبران سود از دست رفته است که سرمایه‌گذار می‌توانست در صورت ادامه سرمایه‌گذاری خود به دست آورد. در حالی که روش جریان نقدینگی تنزیل شده هم سرمایه به کار گرفته شده و هم بازده آتی آن را محاسبه می‌کند. بنابراین، استفاده از روش جریان نقدینگی تنزیل شده برای ارزیابی عدم‌النفع یا هر گونه معادل دیگری برای سود آتی از دست رفته مناسب نیست.

## ۲-۳- مبادلات همسان (Comparable Transaction)

ارزیابی اموال موضوع سلب مالکیت می‌تواند بر اساس قیمت آن در بازار مربوطه (به جای درآمد گذشته و آتی) انجام گیرد. براساس رویکرد بازار محور، مرجع داوری برای یافتن ارزش کسب و کار یا دارایی مورد نظر به بازار مربوط به آن مراجعه می‌کند. همان‌طور که بیان شد، ارزش عادلانه بازار قیمتی است که بر اساس آن یک خریدار توانا و راغب به خرید و فروشنده فرضی متمایل به فروش در شرایط آزاد و بدون محدودیت در بازار، اقدام به مبادله دارایی مورد نظر می‌کنند. ساده‌ترین راه برای دستیابی به این ارزش، مراجعه به بازار و جست و جوی معاملات مشابه است. برای مثال قیمت سهام شرکت‌هایی که در بازار بورس معامله می‌شوند مبنای مناسبی برای تعیین ارزش به شمار می‌رود زیرا در این بازار فروشندگان و خریداران با علم و اطلاع کافی وارد بازار شده و هیچ‌گونه عامل انگیزشی یا اکراهی خاص در معاملات آنها دخیل نبوده است. اگرچه ممکن است گفته شود قیمت‌ها در بازار سرمایه همیشه در نوسان است و همچنین قیمت نهایی به دست آمده نیز لزوماً برآمده از عوامل اقتصادی نیست و عوامل سیاسی و روانی نیز بر آن تأثیرگذار است، اما از آنجایی که کارکرد بازار سرمایه ایجاد تعادل میان عرضه و تقاضا به منظور تسهیل مبادله سهام شرکت‌ها بر اساس ارزش بازاری آنها است، لذا قیمت به دست آمده همچنان معیار مهمی برای ارزش‌گذاری شرکت‌ها به شمار می‌رود.<sup>۲</sup>

روش مبادلات همسان<sup>۳</sup> بهترین روش ارزیابی اموال مبتنی بر رویکرد بازار محور است. در این روش، اطلاعات مربوط به مبادله اموال مشابه با مال تحت ارزیابی به کار گرفته می‌شود.<sup>۴</sup> مبادله همسان باید در

۱. Wells, Louis; "Double Dipping in Arbitration Awards? An Economist Questions Damages Awarded to Karaha Bodas Company in Indonesia", Arbitration International, Vol. 19, 2003, pp. 474-475.

۲. Kantor, Mark, Valuation for Arbitration, Kluwer Law International. (2008), p. 15.

۳. Comparable Transactions.

۴. International Valuation Standard Council, International Valuation Standards, 2017, p. 31.

همان صنعت و با رعایت متغیرهای اقتصادی مشابهی باشد. بازار بورس عمومی، بازار مربوط به ادغام شرکت‌ها و همچنین مبادلات مشابهی که قبلاً در مورد کسب و کار مربوطه صورت گرفته است از مهم‌ترین منابع دستیابی به اطلاعات بازار برای تعیین معاملات مشابه یا مبادلات همسان هستند.<sup>۱</sup> بهترین عملکرد این روش تنها در بازار رقابتی و شفاف امکان‌پذیر است، چرا که در چنین بازاری است که می‌توان به منابع قابل اتکا برای یافتن مبادلات همسان دسترسی داشت.<sup>۲</sup> لذا در شرایطی که دارایی یا کسب و کار مربوطه در بازار ناقص و غیررقابتی جاری است، دیوان داوری باید برای ارزشیابی اموال به سراغ روش دیگری برود.<sup>۳</sup>

برای اعمال روش مبادلات همسان لازم است که پس از شناسایی مبادلات مربوطه، تشابهات و تفاوت‌های کیفی و کمی میان کالا یا مال مورد معامله با مال تحت ارزیابی مشخص شود.<sup>۴</sup> اعمال این تعدیل‌ها روی معیار ارزیابی اجتناب‌ناپذیر است چراکه اصولاً یافتن دو مبادله کاملاً مشابه یکدیگر در بازار واقعی به ویژه در مورد ارزش شرکت‌ها بسیار دشوار است. برای مثال دیوان داوری در پرونده کریستالکس علیه ونزوئلا اعلام کرد تعداد ۷۳ شرکتی که از سوی کارشناس خواهان به عنوان شرکت‌های مشابه انتخاب شده‌اند، اگرچه در برخی از آنها تشابهات کمتری دیده می‌شود، اما برای اعمال روش مبادلات همسان قابل قبول به نظر می‌رسد. از نظر دیوان داوری پذیرش این پدیده که در عمل نمی‌توان مبادلات کاملاً مشابه پیدا کرد، باید در صورت اعمال این روش برای ارزیابی اموال به عنوان یکی از شرایط ذاتی آن پذیرفت.<sup>۵</sup> اصولاً دیوان داوری به منظور اجتناب از تخمین‌های کلی در مورد قیمت بازار، باید بررسی کند که آیا مبادلات مبنای ارزیابی واقعاً با دارایی موضوع ارزیابی قابل مقایسه هستند یا خیر.<sup>۶</sup> دیوان داوری همچنین باید نسبت به تاریخ مبادلات همسان توجه کافی داشته باشد زیرا هرچه این مبادلات به تاریخ ارزیابی نزدیک‌تر باشند، نتیجه به دست آمده قرابت بیشتری با ارزش واقعی بازار دارد. علاوه بر این، اطلاعات مربوط به مبادلات همسان نیز باید بررسی شده و اطمینان حاصل شود که از منابع قابل اتکایی به دست آمده‌اند.

۱. International Valuation Standards Committee, International Valuation Guidance Note No. 06 Business Valuation, 2003, p. 273.

۲. Gabehart, Scott and Brinkley, Richard, The Business Valuation Book, Amacom, 2002, pp. 39 et seq.

۳. برای مثال دیوان داوری در پرونده ساوترن پسیفیک علیه مصر، به دلیل فقدان تعداد کافی از مبادلات همسان اعمال این روش را کنار گذاشت.

Southern Pacific Properties (Middle East) Limited v. Arab Republic of Egypt, ICSID Case No. ARB/84/3, award of 20 May 1992 para. 197.

۴. International Valuation Standards Council, op. cit. p. 32.

۵. Crystallex International Corporation v. Bolivarian Republic of Venezuela, ICSID Case No. ARB (AF)/11/2 Award ¶ 902 (Apr. 4, 2016).

۶. Marboe, Irmgard, Calculation of Compensation and Damages in International Investment Law, 1st edition, Oxford University Press, 2009, pp. 201-202.

بنا به مراتب فوق، روش مبادلات همسان علی‌رغم آنکه برای ارزیابی اموال عینی خاص مناسب است، نمی‌تواند روش دقیقی برای ارزیابی کسب و کار اقتصادی به طور کلی به شمار رود. بسیاری از سرمایه‌گذاری‌ها منحصر به فرد بوده و هیچ‌گونه نمونه خارجی در بازار ندارند یا تنها تعداد انگشت شماری از کسب و کارهای تقریباً مشابه آن وجود دارد و لذا نمی‌توان قیمت واقعی بازار را به دست آورد. این در حالی است که برای شبیه‌سازی سازکار عرضه و تقاضا در بازار لازم است که به تعداد زیادی از مبادلات در بازار آزاد و شفاف اتکا شود.<sup>۱</sup> از سوی دیگر، تفاوت‌های زیاد میان کسب و کار تحت ارزیابی و کسب و کارهای مشابه، مستلزم اعمال تعدیل‌های متعدد است و این امر در نهایت سبب می‌شود نتیجه ارزیابی بیشتر شبیه به یک تخمین بر مبنای حدس و گمان باشد تا ارزش عادلانه واقعی در بازار. در نتیجه، اتخاذ این روش برای ارزیابی سرمایه‌گذاری‌های منحصر به فرد، منجر به مبلغ غیرواقعی خواهد شد که تفاوت زیادی با ارزش عادلانه بازار دارد. مذاقه در رویه داوری بین‌المللی نیز نتیجه مشابهی را نشان می‌دهد؛ چرا که این روش بیشتر برای تعیین اموال معین و مشخص مانند یک قطعه زمین<sup>۲</sup> به کار رفته است تا مثلاً یک پروژه سرمایه‌گذاری به طور کلی.

به این نکته نیز باید اشاره داشت که این روش حتی برای ارزیابی ارزش بازاری اموال معین و مشخصی که نمونه دیگری ندارند نیز مناسب نمی‌باشد. برای مثال، دیوان داوری دعاوی ایران-ایالات متحده در پرونده سدکو علیه ایران، در جایی که قصد داشت تعدادی دکل حفاری را قیمت‌گذاری کند، از روش مبادلات همسان نه به عنوان روش ارزیابی بلکه تنها به عنوان یک راهنما استفاده کرد.<sup>۳</sup> دیوان داوری در نهایت با توجه به برخی مسائل مربوط به قابلیت مقایسه، تصمیم گرفت که برای ارزیابی قیمت بازاری آنها به قیمت بیمه دکل‌های حفاری به عنوان یک مرجع قابل اعتماد استناد کند، تا قیمت فروش دکل‌های حفاری تقریباً مشابه در بازار دبی.<sup>۴</sup>

## ۲-۴- ارزش دفتری (Net Book value)

رویکرد دارایی محور، که روش ارزش دفتری نمونه بارز آن به شمار می‌رود، در واقع بر این ایده استوار است که برای تعیین ارزش هر چیز می‌توان قیمت اجزای تشکیل دهنده آن را به طور جداگانه محاسبه و به واسطه آن ارزش کل مال مربوطه را معین کرد.<sup>۵</sup> در روش ارزش دفتری نیز به همین ترتیب بر دارایی‌های ثبت شده در دفاتر تجاری خواهان تمرکز می‌شود. ارزیابی تحت این روش در هر پرونده بسته

۱. Ibid, at 189.

۲. برای مثال ن. ک.

Mohtadi v Iran, Iran-US CTR, Vol. 32, 1996, p. 124; Moussa Aryeh v Iran, Iran-US CTR, Vol. 33, 1997, p. 368.

۳. Sedco Inc. v. National Iranian Oil Co., Iran-US CTR, Vol. 15, 1987, pp. 49-50.

۴. id.

۵. International Valuation Standards Council, International Valuation Standards 2013 (IVSC, 2013) 25.

به آنکه دارایی مورد ارزیابی یک مال مشخص است و یا یک بنگاه تجاری، متفاوت است. در خصوص یک مال مشخص، لازم است که تفاوت میان مجموع دارایی‌ها (با در نظر گرفتن استهلاک انباشته) و کلیه بدهی‌هایی که در ترازنامه درج شده است، در نظر گرفته شود.<sup>۱</sup>

از آنجایی که این روش با استفاده از اطلاعاتی اعمال می‌شود که با هدفی غیر از طرح دعوی تهیه و جمع‌آوری شده‌اند، از هرگونه تبعیض یا احتمالی به دور است.<sup>۲</sup> از سوی دیگر، ارزش یک بنگاه تجاری محدود به دارایی (اموال) آن منهای بدهی‌ها و استهلاک نیست. برخی اموال غیرمادی نیز وجود دارند که علی‌رغم نقش انکارناپذیر آنها در کسب و کار جاری بنگاه تجاری، در ترازنامه مالی درج نمی‌شود و در نتیجه در فرایند ارزیابی نادیده گرفته می‌شوند. ارزش تجاری فوت و فن‌های خاص، سرقفلی و نیز کیفیت مدیریت هم از جمله نمونه‌های مهمی هستند که نقش آن‌ها در توسعه یک کسب و کار قابل انکار نیست. به علاوه، اعداد مندرج در ترازنامه نمی‌توانند نرخ تورم را نشان دهند و اساساً برای اهداف حسابداری و مالیاتی درج می‌شوند نه ارزیابی اموال. به همین دلیل، استفاده از ارزش خالص دفتری به عنوان روش ارزیابی اموال با انتقادهای زیادی مواجه شده است<sup>۳</sup> و «ارزش دفتری تعدیل شده»<sup>۴</sup> به منظور مقابله با همین ایرادات و انتقادات معرفی شده است. این روش اساساً مشابه با روش ارزش خالص دفتری است با این تفاوت که برخی تعدیل‌ها روی ارزش دارایی‌ها مندرج در دفاتر انجام می‌شود که آنها را به بازار واقعی نزدیک‌تر می‌کند. اولین تعدیل مهمی که در این مسیر اعمال می‌شود، در رابطه با نرخ تورم است. برای مثال در پرونده سدکو علیه شرکت ملی نفت ایران، دیوان داور استدلالات خوانده برای ارزش دفتری را پذیرفت و به جای آن روشی تعدیل شده از ارزش دفتری را اعمال کرد که طی آن تورم و استهلاک به خوبی لحاظ شده بودند.<sup>۵</sup>

تعدیل دیگری که ممکن است انجام شود مربوط به سرمایه‌ای تلقی کردن برخی مخارج مانند تحقیقات و توسعه (R&D) است. این مخارج در دفاتر و ترازنامه در ستون هزینه‌ها درج می‌شود در حالی که در حقیقت باید به عنوان یک سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت به شمار روند، چرا که تحقیقات و توسعه یکی از عناصر زیربنایی توسعه هر کسب و کاری است.<sup>۶</sup> تعدیل ارزش خالص دفتری، محدود به موارد فوق

۱. Glossary of Terms for International Valuation Standards, updated in Jan. 1, 2014, [https://www. ivsc. org/standards/glossary](https://www.ivsc.org/standards/glossary) (last visit on 7 August 2019).

۲. Weiler, Todd and Miguel Diaz, Louis, "Causation and Damages in NAFTA Investor-State Arbitration", in: T. Weiler, ed. , NAFTA Investment Law and Arbitration: Past Issues, Current Practice, Future Prospects, Transnational, 2004, p. 199.

۳. برای مثال ن. ک.

Gabehart and Brinkley, op. cit. p. 24; Pratt, op. cit. , p. 256; See also. Risius, Jeffery, Business Valuation: A premier for Legal Professionals, American Bar Association, 2008, p. 23.

۴. Adjusted Book Value.

۵. Sedco Inc. v. National Iranian Oil Co. , Iran-US CTR, Vol. 10, 1986, p. 113.

۶. Stauffer, Thomas, "Valuation of Assets in International Takings", Energy Law Journal, Vol. 17, 1996, pp. 459, 468.

نمی‌شود و کارشناس ارزیاب این اختیار را دارد که ارزش خالص دفتری را از جهات گوناگون در هر پرونده و به فراخور اوضاع و احوال مربوط، به آن تعدیل کند.

با این حال، ارزش دفتری تعدیل شده نیز محدودیت‌های خاص ارزش خالص دفتری را همچنان با خود به همراه دارد؛ یعنی عدم توجه به دارایی‌های غیرمادی بنگاه تجاری یا دارایی‌های فکری و ارزش مسئولیت‌های محیط زیستی که در روش تعدیل شده نیز مغفول می‌مانند.<sup>۱</sup> علاوه بر این، این روش اساساً توجهی به این حقیقت ندارد که ترکیب برخی اموال ارزشمند در کنار یکدیگر منجر به تشکیل یک مجموعه ارزشمندی می‌شود که لزوماً ارزش آن با مجموع ارزش اجزای آن به طور جداگانه برابر نیست. همین نواقص باعث شده که روش ارزش دفتری تناسب چندانی برای ارزیابی بنگاه‌های اقتصادی دایر و فعال نداشته باشد.<sup>۲</sup> اما برای ارزیابی اموال مشخص و موردی یا کسب و کارهایی که هنوز در مراحل ابتدایی بوده و توسعه نیافته و یا پیچیدگی چندانی ندارند، مناسب به نظر می‌رسد. محاکم داوری نیز از این روش عموماً در مواردی استفاده می‌کنند که پیش‌بینی آینده بسیار دشوار بوده و نمی‌توان تخمین منطقی از جریان آتی نقدینگی به دست آورد.<sup>۳</sup>



<sup>۱</sup>. Kantor, op. cit. (2008), p. 232; See also, Amoco v Iran, op. cit. para. 255.

<sup>۲</sup>. Motorola, Inc. v Iran National Airlines Corporation, et al., Award No. 374-481-3, Iran-US CTR, Vol. 19, 1988, p. 88.

<sup>۳</sup>. Siemens A. G. v. The Argentine Republic, ICSID Case No. ARB/02/8, Award ¶ 355 (Feb. 06, 2007); Asian Agricultural Products Ltd. v. Republic of Sri Lanka, ICSID Case No. ARB/87/3, Award ¶ 98 (June 27, 1990).

### نتیجه‌گیری:

ضابطه‌های مختلفی برای ارزیابی خسارت در سلب مالکیت اموال خارجی وجود دارد. از یک سو، معاهدات دوجانبه سرمایه‌گذاری پر شمار که مقرر کرده‌اند که غرامت باید کافی، فوری و مؤثر باشد؛ از سوی دیگر، قواعد حقوق بین‌الملل عرفی که ضابطه‌های متفاوتی را برای غرامت در ازای سلب مالکیت‌های موردی و ملی سازی‌های وسیع ارائه می‌کند. بر اساس رأی صادره در پرونده کارخانه کورزو و پیش‌نویس طرح مسئولیت بین‌المللی دولت‌ها، غرامت قابل پرداخت برای مصادره‌های موردی باید طرف زیان دیده را در موقعیت اقتصادی‌ای قرار دهد که می‌توانست در صورت عدم وقوع سلب مالکیت، در آن موقعیت قرار داشته باشد. اما با توجه به توسعه حقوق بین‌الملل بعد از جنگ جهانی دوم، ضابطه متفاوتی برای ملی کردن‌های گسترده در حقوق بین‌الملل معرفی شد که طی آن سرمایه‌گذار خارجی تنها مستحق دریافت غرامت مناسب آن هم با توجه به انتظارات مشروع وی و همچنین نیازهای دولت میزبان به بازسازی اقتصادی است. رویه داوری سرمایه‌گذاری بین‌المللی نشان می‌دهد که ضابطه‌های ارائه شده در معاهدات دوجانبه سرمایه‌گذاری تنها بر سلب مالکیت‌های قانونی قابل اعمال است. اما در شرایطی که معاهده خاصی حاکم نیست و یا سلب مالکیت غیرقانونی تشخیص داده شده است، ضابطه مربوطه از حقوق بین‌الملل عرفی استخراج می‌شود.

پس از تعیین ضابطه قابل اعمال، دیوان داوری باید روش متناسب برای محاسبه خسارت بر مبنای ضابطه مربوطه را مشخص کند. بررسی‌های فوق نشان داد که هیچ مدل ثابتی برای ارزیابی و محاسبه غرامت در سلب مالکیت وجود ندارد و متناسب‌ترین روش باید به صورت موردی و برای هر پرونده با در نظر گرفتن نوع دارایی‌های سلب مالکیت شده، تعیین شود. برای نمونه، در شرایطی که موضوع سلب مالکیت یک پروژه سرمایه‌گذاری با سابقه روشن از منابع و درآمد است، روش جریان نقدینگی تنزیل شده بر سایر روش‌ها برتری دارد. اما در صورتی که موضوع سلب مالکیت، اموال موردی و معینی بوده و یا سابقه قابل اعتمادی از پروژه سرمایه‌گذاری موجود نباشد، روش مبادلات همسان و روش ارزش دفتری تعدیل شده تناسب بیشتری دارند و به نتیجه عادلانه‌تری منجر می‌شوند. در مقام مقایسه بین دو روش اخیر نیز باید بیان داشت در جایی که مبادلات مشابه متعددی در مورد مال مصادره شده در بازار وجود دارد، دیوان داوری می‌بایست به روش مبادلات همسان ارجحیت دهد؛ چرا که همین معاملات مشابه در بازار آزاد، منبع قابل اعتمادتری از اطلاعات مندرج در دفاتر تجاری خواهان، برای یافتن قیمت عادلانه بازار به شمار می‌رود. استفاده از روش ارزش دفتری اما در هر صورت نقش مهمی در کاهش هزینه‌های داوری و همچنین جلوگیری از صدور رأی فراتر از میزان خساراتی که واقعاً وارد شده است دارد.

منابع و مأخذ:

الف - منابع فارسی:

۱. پیران، حسین (۱۳۸۹)، مسائل حقوقی سرمایه‌گذاری بین‌المللی، تهران: گنج دانش.
۲. عسکری، پوریا (۱۳۹۱)، حقوق سرمایه‌گذاری خارجی در پرتو رویه داوری بین‌المللی، با دیباچه محسن محبی، تهران: شهر دانش.
۳. کمیسیون حقوق بین‌الملل، سازمان ملل متحد (۱۳۹۲)، مسئولیت بین‌المللی دولت: متن و شرح مواد کمیسیون حقوق بین‌الملل، ترجمه: علیرضا ابراهیم گل، تهران: شهر دانش، چ ۵.
۴. محبی، محسن (۱۳۸۳)، دیوان داوری دعاوی ایران - ایالات متحده آمریکا: ماهیت، ساختار، عملکرد، تهران: فردافر.
۵. محبی، محسن (۱۳۹۴)، مباحثی از حقوق نفت و گاز در پرتو رویه داوری بین‌المللی، چاپ سوم، شهر دانش.
۶. محبی، محسن و یزدانی (۱۳۹۵)، غلامرضا و امامی، محمد؛ «معیار محاسبه خسارت ناشی از نقض قرارداد سرمایه‌گذاری در فقه اسلامی و رویه داوری بین‌المللی»، آموزه‌های فقه مدنی، شماره ۱۳.
۷. موحد، محمدعلی (۱۳۹۳)، درس‌هایی از داوری‌های نفتی: ملی کردن و غرامت، چاپ دوم، تهران: کارنامه.
۸. هوهن، فلدن، زایدل (۱۳۸۳)، حقوق بین‌الملل اقتصادی، ترجمه قاسم زمانی، چاپ دوم، تهران، شهر دانش.

ب - منابع انگلیسی:

9. American Society of Appraisers, Glossary of Business Valuation Standards, 2009.
10. American Law Institute, Restatement (Third) of Foreign Relations Law of the United States, 1987.
11. Damodaran, Aswath, (2012) Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 3rd ed. , Wiley,.
12. Dawson, Franck and Weston, Burns, (1962) "Prompt, Adequate and Effective: A Universal Standard of Compensation?", Fordham Law Review, Vol. 30,.
13. Dunn, Robert and Harry, Everett, (2002) "Modeling and Discounting Future Damages", Journal of Accountancy.
14. Gabehart, Scott and Brinkley, Richard, (2002) The Business Valuation Book, Amacom,.
15. Hackworth, Green, (1942) Digest of International Law, Vol III, Washington, Government Printing Office,.
16. International Valuation Standard Council, International Valuation Standards, 2017.
17. International Valuation Standards Committee, International Valuation Guidance Note No. 06 Business Valuation, 2003.
18. Kantor, Mark, (2007) "Valuation for Arbitration: Uses and Limits of Income - Based Valuation Methods", Transnational Dispute Management, Nov.,.
19. Kantor, Mark, (2008) Valuation for Arbitration, Kluwer Law International,.

20. Koller, Tim and Goedhart, Mark and Wessels, David, (2015) *Valuation: Measuring and managing the Value of Companies*, Wiley Finance, 6th ed. .
21. Marboe, Irmgard, (2009) *Calculation of Compensation and Damages in International Investment Law*, 1st edition, Oxford University Press,.
22. Marboe, Irmgard, (2006) "Compensation and Damages in International Law - The Limits of Fair Market Value", *Journal of World Investment & Trade*, Vol. 7,.
23. Pratt, Shannon and Niculita, Alina V. (2010) , *The Lawyer's Business Valuation Handbook: Understanding financial Statements, Appraisal Reports, and Expert Testimony*, American Bar Association, 2nd ed. ,
24. Pratt, Shannon, (2008) *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, 5th edition,.
25. Risius, Jeffery, (2008) *Business Valuation: A premier for Legal Professionals*, American Bar Association,.
26. Sabahi, Borzu & Birch, Nicholas, (2010) "Comparative Compensation for Expropriation" in: S. Schill Stephan ed. , *International Investment Law and Comparative Public Law*,.
27. Stauffer, Thomas, (1996) "Valuation of Assets in International Takings", *Energy Law Journal*, Vol. 17,.
28. Wälde, Thomas, (1995) "A Requiem for the New International Economic Order" in N. Al-Nauimi & R. Meese eds. , *International Legal Issues Arising under the United Nations Decade of International Law*,.
29. Weiler, Todd and Miguel Diaz, Louis, (2004) "Causation and Damages in NAFTA Investor-State Arbitration", in T. Weiler, ed. , *NAFTA Investment Law and Arbitration: Past Issues, Current Practice, Future Prospects*, Transnational,.
30. Wells, Louis; (2003) "Double Dipping in Arbitration Awards? An Economist Questions Damages Awarded to Karaha Bodas Company in Indonesia", *Arbitration International*, Vol. 19,.

#### **Cases**

۳۱. *ADC Affiliate Limited and ADC & ADMC Management Limited v The Republic of Hungary*, ICSID case No. ARB/03/16, Award of 2 October 2006.
۳۲. *Amoco International Finance Corporation v The Government of The Islamic Republic of Iran, National Iranian Oil Company, National Petrochemical Company and Kharg Chemical Company Limited*, Partial Award, 15 Iran-US CTR, Vol 15, 1987.
۳۳. *Asian Agricultural Products Ltd. v. Republic of Sri Lanka*, ICSID Case No. ARB/87/3, Award ¶ 98 (June 27, 1990).
۳۴. *Banco Nacional de Cuba v. Chase Manhattan Bank*, ۵۰۵ F. Supp. ۴۱۲, ۴۱۹ (S. D. N. Y. 1980).
۳۵. *Case Concerning Avena and other Mexican Nationals*, (Mexico v United States of America) , Judgement, 2004 ICJ Rep.
۳۶. *Case Concerning Gabcikovo-Nagymaros Project*, (Hungary v Slovakia) , Judgment, 1997 ICJ Rep.
۳۷. *Case Concerning the Factory at Chorzów (Germany v Poland)* , ۱۹۲۸ PCIJ (Ser. A) No. 17.
۳۸. *CME Czech Republic B. V. v The Czech Republic*, UNCITRAL Arbitration, Award of 14 March 2003.



۳۹. Compañía de Aguas del Aconquija S. A. and Vivendi Universal S. A. v The Argentine Republic, ICSID case No. ARB/97/3, Award of 20 August 2007.
۴۰. INA Corporation v The Government of The Islamic Republic of Iran, Award No. 184-161-1, Iran-US CTR, Vol. 8, 1985.
۴۱. Gold Reserve Inc. v. Bolivarian Republic of Venezuela, ICSID Case No. ARB (AF) /09/1, Award (Sep. 22, 2014)
۴۲. LaGrand case, (Germany v United States of America) , Judgment, ۲۰۰۱ ICJ Rep.
۴۳. Middle East Cement Shipping and Handling Co. S. A. , v Arab Republic of Egypt, ICSID Case No. ARB/99/6, Award of 12 April 2002.
۴۴. Metalclad Corporation v United Mexican States, ICSID Case No. ARB (AF) /۹۷/۱, Award of 30 August 2000.
۴۵. Mobil Oil Iran Inc. , and Mobil Sales and Supply Corporation v Government of The Islamic Republic of Iran and National Iranian Oil Company, Iran-US CTR, Vol. 16, 1987.
۴۶. Mohtadi v Iran, Iran-US CTR, Vol. ۳۲, ۱۹۹۶.
۴۷. Motorola, Inc. v Iran National Airlines Corporation, et al. , Award No. ۳۷۴-۴۸۱-۳, Iran-US CTR, Vol. 19, 1988.
۴۸. Moussa Aryeh v Iran, Iran-US CTR, Vol. ۳۳, ۱۹۹۷.
۴۹. National Grid plc v. The Argentine Republic, UNCITRAL, Award (Nov. ۳, ۲۰۰۸)
۵۰. Saipem S. p. A v The People's Republic of Bangladesh, ICSID Case No. ARB/05/7, Award of 30 June 2009.
۵۱. Sedco Inc. v. National Iranian Oil Co. , Iran-US CTR, Vol. ۱۵, ۱۹۸۷.
۵۲. Sedco Inc. v. National Iranian Oil Co. , Iran-US CTR, Vol. ۱۰, ۱۹۸۶.
۵۳. Siemens A. G v The Argentine Republic, ICSID case No. ARB/۰۲/۸, Award of ۶ February 2007.
۵۴. Southern Pacific Properties (Middle East) Limited v. Arab Republic of Egypt, ICSID Case No. ARB/84/3, award of 20 May 1992.
۵۵. Texaco Overseas Petroleum Co. v. Libya, International Arbitral Award, Journal de Droit International, Vol. 104, 1977, translated in I. L. M. Vol 17, 1987.
۵۶. The Government of the State of Kuwait v The American Independent Oil Company, ILM, Vol. 21, 1982.
۵۷. Waguih Elie George Siag and Clorinda Vecchi v The Arab Republic of Egypt, ICSID Case No. ARB/05/15, Award of 1 June 2009.
۵۸. Wena Hotels Ltd v Arab Republic of Egypt, ICSID Case No. ARB/۹۸/۴, award of 8 December 2000.