

## مبانی و شیوه‌های ارزیابی غرامت بر اساس رویکرد ارزش‌گذاری بازاری و استفاده از آن در داوری‌های صنعت نفت

حمیدرضا علومی یزدی<sup>۱</sup>

دانشیار گروه حقوق خصوصی دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه علامه طباطبائی

علی مقدم ابریشمی

استادیار گروه حقوق خصوصی دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه علامه طباطبائی

مهدی رشنو

دکتری مدیریت قراردادهای نفت و گاز دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه

علامه طباطبائی

(تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۱۰/۱۷ - تاریخ تصویب: ۱۳۹۹/۲/۲۸)

### چکیده

صنعت نفت به دلیل محیط پُرآفت و خیز آن، بستر اختلافات سرمایه‌گذاری است. مهم‌ترین عامل در حل و فصل اختلافات سرمایه‌گذاری، محاسبه غرامت است. یکی از شیوه‌های رایج ارزیابی غرامت، استفاده از رویکرد بازاری است که استفاده از آن با موافقت‌ها و مخالفت‌هایی همراه است. نوسانات زیاد قیمت‌های سهام، عدم قابلیت مقایسه و منصفانه نبودن قیمت مقایسه‌ای، از علل استفاده نکردن از این روش در آرای داوری اعلام شده است. برای رفع موانع یادشده، استفاده از میانگین قیمت سهام، استانداردسازی نسبت‌ها و در نظر گرفتن تفاوت میان شرکت‌ها پیشنهاد گردید. معمولاً قیمت محاسبه‌شده توسط رویکرد بازاری از خروجی روش مبتنی بر دارایی‌ها بیشتر و از روش مبتنی بر درآمد کمتر است. در صنعت نفت ایران، تنها می‌توان از روش نسبت‌ها استفاده کرد که با توجه به ضرورت انجام تعدیلات فراوان، امکان استفاده از این روش در محاسبه غرامت در دیوان‌های داوری کاهش خواهد یافت.

### واژگان کلیدی

داوری‌های صنعت نفت، روش ارزیابی مقایسه‌ای، روش ارزیابی نسبی، رویکرد ارزش‌گذاری بازاری، محاسبه غرامت.

### مقدمه

در گذشته به شیوه‌های مالی محاسبه گرامت در مطالعات حقوقی کمتر توجه می‌شد و این مباحث در نوشته‌های حقوقی جایی نداشت. تحلیل‌های حقوقی و قضایی بر مبنای حقوقی دعاوی تمرکز داشت و به این مسئله که مقدار خسارت پس از صدور رأی چه خواهد بود، کمتر توجه می‌شد. در سال‌های اخیر، این رویه تغییر یافته و مطالعات زیادی درباره محاسبه و ارزیابی خسارات و گرامت‌های ناشی از اختلافات سرمایه‌گذاری انجام شده است. اهمیت محاسبه گرامت، تنها به بازیگران حقوقی و قضایی منحصر نشده و طرفین دعوای سرمایه‌گذاری نیز به این امر توجه دارند. بر این اساس، طرفین دعوای سرمایه‌گذاری، نه تنها به بُعد حقوقی رأی صادره توجه دارند، بلکه به دنبال این مسئله هستند که گرامت تعیین شده بعد از فرایند پیچیده و زمان‌بر حقوقی چقدر خواهد بود؟ این پرسش که پس از پیگیری و صرف زمان و هزینه، چه میزان گرامت نصیب شخص زیان‌دیده می‌شود، در آغاز و پیگیری دعاوی سرمایه‌گذاری مؤثر خواهد بود (Marboe, 2009: 2).

از سوی دیگر، در صنعت نفت، قراردادهای منعقد شده میان سرمایه‌گذاران بین‌المللی و کشورهای سرمایه‌پذیر بلندمدت بوده و بسیار تحت تأثیر قیمت نفت است. به علت ماهیت نوسانی قیمت نفت و تحت تأثیر قرار گرفتن منافع هریک از طرفین قرارداد، بروز اختلافات گریزناپذیر خواهد بود (Abdala, 2009: 541). از این رو، محاسبه گرامت در حل اختلافات سرمایه‌گذاری در صنعت نفت بسیار مهم و ضروری است.

۲۳ درصد از پرونده‌هایی که تا پایان سال ۲۰۱۸ در مرکز بین‌المللی تسویه اختلافات سرمایه‌گذاری<sup>۱</sup> مطرح شده‌اند، در حوزه صنعت نفت و منابع طبیعی بوده‌اند. از این میان، ۷۱ درصد به نتیجه رسیده و پرونده آن‌ها خاتمه یافته است (ICSID, 2019).

### ۱. رویکردهای ارزش‌گذاری و محاسبه گرامت

رویکردهای ارزش‌گذاری و محاسبه گرامت به شرح زیر است: (Kantor, 2008: 7)

**رویکرد مبتنی بر درآمد<sup>۲</sup>:** از روش‌هایی استفاده می‌کند که منافع و سودهای اقتصادی آتی را پیش‌بینی کرده و ارزش فعلی آن‌ها را معیار ارزش‌گذاری در نظر می‌گیرد.

**رویکرد مبتنی بر دارایی‌ها<sup>۳</sup>:** در این رویکرد، ارزش دارایی‌ها و سرمایه‌گذاری‌های انجام‌شده را محاسبه کرده و ارزش بدهی‌ها از آن کسر می‌شود. مبلغ باقی‌مانده برابر ارزش سرمایه‌گذاری انجام‌شده خواهد بود.

1. International Centre For settlement of investment disputes (ICSID)

2. Income Based Approach

3. Asset Based Approach

**رویکرد بازاری / مقایسه‌ای یا نسبی<sup>۱</sup>:** در این روش از معیار مقایسه برای ارزیابی سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود؛ به این صورت که سرمایه‌گذاری‌های مشابه که در بازار مورد معامله قرار گرفته‌اند، مبنای ارزش‌گذاری می‌شوند. مبلغ سرمایه‌گذاری مشابه با استفاده از شاخص‌هایی تعدیل شده و سرمایه‌گذاری مدنظر ارزیابی می‌شود (Kantor, 2008: 8).

هدف این تحقیق، بررسی رویکرد ارزش‌گذاری بازاری در محاسبه غرامت در اختلافات صنعت نفت است. از این رو، رویکرد ارزش‌گذاری بازاری تبیین شده و روش‌های مختلف آن واکاوی می‌شود؛ سپس با بررسی علل استفاده نکردن از این روش در دیوان‌های داوری، راهکارهای رفع این موانع مورد بررسی قرار می‌گیرد. در بخش بعد، مشخصات پروژه‌های نفتی و رویکرد بازاری تشریح شده و در پایان، به بررسی استفاده از رویکرد بازاری در ارزیابی پروژه‌های صنعت نفت ایران پرداخته می‌شود.

#### ۱.۱. رویکرد ارزش‌گذاری بازاری / مقایسه‌ای یا نسبی<sup>۲</sup>

مهم‌ترین چالشی که در استفاده از رویکرد بازاری در پرونده‌های داوری بروز می‌کند، این است که شرکتی پیدا شود که قابلیت مقایسه را داشته باشد. ممکن است در فضای نظری، امکان انتخاب چنین شرکتی وجود داشته باشد، اما در عمل شرکتی که دقیقاً قابلیت مقایسه را داشته باشد، وجود ندارد. دادگاه دلاور<sup>۳</sup> به این نکته اشاره می‌کند که: «استفاده از رویکرد شرکت‌های مقایسه‌ای به میزان شباهت و قابلیت مقایسه‌ای شرکت ارزیابی‌شونده و شرکت مشابه بستگی دارد. در پاره‌ای از موارد، اختلاف میان شرکت‌ها موجب می‌شود رویکرد بازاری، قابلیت استفاده خود را از دست دهد» (Re Radiology, 1991: 234).

راهنمای شماره شش استانداردهای بین‌المللی ارزش‌گذاری، رویکرد بازاری را به صورت زیر تعریف می‌کند:

با استفاده از قیمت فروش سهام شرکت‌های مشابه، می‌توان سرمایه‌گذاری مورد نظر را قیمت‌گذاری کرد. بر این اساس، قابلیت مقایسه و یافتن شرکت‌ها و کسب‌وکارهای مشابه از مهم‌ترین مبانی ارزش‌گذاری بازاری هستند.

در این روش، ممکن است از معاملات بازاری سال‌های گذشته شرکت مورد نظر استفاده کرد که در این صورت باید دو نوع تعدیل انجام شود: تعدیل زمانی و تعدیلاتی که به واسطه تغییر در شرایط به وجود آمده است (IVSC, 2007: 242).

---

1. Market/Comparable Based Approach

۲. در این تحقیق از واژه روش ارزش‌گذاری بازاری به عنوان جایگزین روش‌های مقایسه‌ای یا نسبی استفاده شده است.

3. Delaware Court of Chancery

4. IVSC (International Valuation Standards Council)

در رویکرد بازاری، قیمت شرکت‌هایی که در بورس و به صورت عمومی معامله می‌شوند، مبنای قیمت‌گذاری برای شرکت‌هایی قرار می‌گیرد که مشابه بوده و سهام آن‌ها به صورت عمومی معامله نمی‌شود (West & Jones, 1999: 197). همچنین قیمت‌های بازاری دارای‌ها نقش مهمی را در ارزش‌گذاری مواردی همچون ماشین‌آلات و تجهیزات ایفا می‌کند (Bealmear, 1999: 132).

راهنمای ارزش‌گذاری بین‌المللی سرمایه‌خصوصی به این نکته اشاره می‌کند که استفاده از رویکرد بازاری برای ارزش‌گذاری سرمایه‌گذاری‌هایی مناسب است که کسب‌وکار مربوطه به بلوغ رسیده و دارای جریان باثباتی از درآمد باشد. البته به این نکته نیز اشاره می‌کند که این روش برای شرکت‌های زیان‌ده نیز قابل استفاده است؛ به این شرط که زیان‌ها موقتی بوده و بتوان سود و زیان را به صورت طبیعی درآورد.

راهنمای کمیته استانداردهای بین‌المللی ارزش‌گذاری در انتخاب شرکت مشابه برای ارزیابی، موارد زیر را یادآور می‌شود:

اول) شرکت مقایسه‌ای از صنعت مشابه انتخاب شده یا اینکه تأثیر عوامل کلان اقتصادی بر آن‌ها یکسان باشد؛

دوم) اندازه کسب‌وکارها مشابه و قابل مقایسه باشد؛

سوم) قیمت شرکت مشابه در بازار منصفانه بوده و محدودیت و یا تبانی در قیمت اعلام‌شده وجود نداشته باشد.

## ۲.۱. عوامل مؤثر بر استفاده از رویکرد بازاری

### ۲.۱.۱. زمان ارزش‌گذاری

یکی از مسائل مهم در استفاده از رویکرد بازاری، زمان مقایسه است (Kantor, 2008: 125). شرکتی که در حوزه ارتباطات مخابراتی در سال ۱۹۹۹ فعال بوده است، قابل مقایسه با شرکتی در همین حوزه در سال ۲۰۰۱ نیست؛ زیرا عوامل کلان اقتصادی همچون بهره، تورم، نرخ رشد و نرخ ارز، در این سال‌ها تغییر یافته و بر قابلیت مقایسه تأثیر گذاشته است.

### ۲.۲.۱. معامله عمومی سهام در بورس در مقابل معامله خصوصی سهام

اگر سهام شرکت مورد ارزیابی در بورس معامله نمی‌شود، آیا نباید شرکت مقایسه‌ای نیز در بورس معامله شود؟ چگونه می‌توان قابلیت معامله سهام شرکت در بورس را در نظر گرفت و اثر آن را در ارزش‌گذاری لحاظ کرد؟ عواملی همچون دسترسی به منابع تأمین مالی، ازجمله عواملی است که درباره شرکت‌های مورد معامله در بورس وجود دارد؛ درحالی‌که این

تسهیلات در شرکت‌های غیر بورسی وجود ندارد. کارشناسان غالباً مبلغ دقیقی را در تفاوت ارزش شرکت‌های بورسی و غیر بورسی اعلام نمی‌کنند، اما اثر آن را در ارزش‌گذاری در نظر می‌گیرند.

#### ۱.۲.۳. بازار خدمات و محصولات

آیا شرکت‌های مقایسه‌ای، محصولات و خدمات خود را در بازارهای مشابهی عرضه می‌کنند؟ آیا می‌توان نیروگاه پیکر<sup>۱</sup> را که قرارداد بلندمدتی درباره عرضه برق ندارد، با شرکت معروفی در بازار آمریکا مقایسه کرد؟ شرکت‌های معروف عرضه برق در بازار آمریکا، قراردادهای بلندمدت فروش برق در بازار داشته و فروش آن‌ها قطعی شده است. بنابراین، مقایسه شرکت تازه‌تأسیس با شرکتی با قراردادهای بلندمدت نادرست بوده و ارزش‌گذاری از این طریق صحیح نخواهد بود.

#### ۱.۲.۴. مکان جغرافیایی

مکان جغرافیایی می‌تواند موجب تفاوت‌هایی در عوامل بازاری، مسائل سیاسی، قوانین مالیاتی و نظارتی، ریسک نرخ ارز و سایر تفاوت‌های کلان اقتصادی گردد؛ برای مثال، نیروگاه پیکر در ایالات متحده آمریکا واقع شده است؛ درحالی‌که شرکت مقایسه‌ای آن در جنوب اروپا قرار گرفته که هیچ‌گونه عرضه انرژی در آمریکا نداشته است.

#### ۱.۲.۵. اندازه شرکت‌ها

اندازه شرکت عاملی است که بر بهره‌گیری از منابع مالی و تسهیلات مؤثر است. همچنین اندازه شرکت‌ها بر ریسک عملیاتی آن‌ها تأثیر گذاشته و بر ارزش شرکت مؤثر خواهد بود (Kantor, 2008: 128).

#### ۱.۲.۶. ساختار سرمایه شرکت‌ها

بعضی از شرکت‌ها، ساختار سرمایه پیچیده‌ای داشته و نسبت بدهی به سرمایه آن‌ها بسیار بالاست. این عامل بر ریسک شرکت تأثیر گذاشته و درنهایت بر ارزش آن مؤثر خواهد بود. داوران می‌بایستی تأثیر عوامل پیش‌گفته را در ارزش‌گذاری شرکت‌ها مدنظر قرار دهند (California Court, 2007: 32).

## ۲. انواع روش‌های بازاری و استفاده از آن‌ها در محاسبه غرامت آراء داوری

راهنمای شماره شش استانداردهای بین‌المللی ارزش‌گذاری، منابع اصلی داده در روش‌های بازاری را معاملات عمومی بازار سهام، بازار ادغام و تملک و معاملات قبلی خریدوفروش سهام مورد نظر معرفی می‌کند (Marboe, 2009: 191). در این بخش، به روش‌ها و عوامل متعددی از رویکرد بازاری اشاره می‌شود.

### ۲.۱. قیمت‌های بازار سهام<sup>۱</sup>

ساده‌ترین روش ارزیابی شرکت‌هایی که در بازار عمومی سهام معامله می‌شوند، استفاده از ارزش بازاری آن‌ها برای ارزیابی است (حاصل ضرب قیمت سهام در تعداد سهام).

در این شرایط، قیمت شرکت در هر لحظه به‌روز شده و خریداران و فروشندگان براساس قیمت‌های مورد نظر به معامله سهام می‌پردازند. قیمت سهام براساس اطلاعات و اخبار داخلی شرکت‌ها تغییر کرده و عواملی همچون منافع و درآمدهای شرکت‌ها، جریان نقدی و درصد سود تقسیمی بر تغییرات قیمت مؤثر است (Pratt et al, 2000: 118).

در پرونده بارسلونا ترکشن<sup>۲</sup>، خواهان و خوانده، قیمت بازاری سهام را به دلیل نوسانات قیمت سهام نپذیرفتند (White, 1972: 52). در پرونده رینکسیس علیه بانک تسویه بین‌المللی<sup>۳</sup>، محکمه قیمت سهام معامله‌شده را به عنوان مبنای ارزش‌گذاری نپذیرفت. علت این امر، قابل اتکا نبودن قیمت سهام معامله‌شده اعلام گردید (Reineccius et al, 2002: 41).

در پرونده لایگو علیه دولت انگلستان<sup>۴</sup>، خواهان استفاده از قیمت سهام را مبنای منصفانه‌ای برای ارزیابی غرامت ندانست و اعلام کرد از حاصل ضرب یک نسبت در قیمت سهام، مبلغی محاسبه نخواهد شد که خریدار راغب جهت خرید سهام شرکت بپردازد. خریدار نامبرده، تأکید بیشتری بر چشم‌انداز اقتصادی شرکت داشته و آن عوامل را نیز در ارزش‌گذاری در نظر می‌گیرد. همچنین تصاحب سهام کنترلی و مدیریتی ارزش بیشتری داشته و مبلغ بالاتری برای تملک این سهام پرداخت می‌شود (Lithgow et al, 1986: 98). از این رو، دادگاه قیمت سهام را به عنوان معیاری برای ارزیابی سرمایه‌گذاری نپذیرفت و از آن برای مقایسه با سایر روش‌های ارزش‌گذاری استفاده کرد (Lithgow et al, 1986: 112).

در دیوان داوری ایران- ایالات متحده آمریکا، دیدگاه مثبتی نسبت به استفاده از روش قیمت سهام وجود داشت. در پرونده امریکن اینترنشنال گروپ<sup>۵</sup> علیه ایران اعلام شد که ارزش‌گذاری

1. Stock Prices

2. Barcelona Traction Case, February 5, 1970.

3. Reineccius et al v Bank for International Settlements

4. Lithgow et al v United Kingdom

5. American International Group V Iran

براساس ارزش بازاری سهام محاسبه شود (American International Group V Iran, 1983: 101). همچنین به دلیل نبود اطلاعات بازاری در زمان مصادره، روش ارزش‌گذاری دیگری نیز مورد استفاده قرار گرفت.

در پرونده شرکت خسروشاهی علیه جمهوری اسلامی ایران، محکمه ارزش‌گذاری را بر مبنای قیمت سهام هشت ماه قبل از مصادره پذیرفت و اعلام کرد به دلیل اینکه قیمت بازاری سهام بهترین معیار برای ارزش‌گذاری سهام شرکت است، می‌توان از قیمت سهام معامله‌شده استفاده کرد (Khosrowshahi v Iran, 1994: 10). همچنین برای اینکه تأثیرات انقلاب ایران و آثار اقتصادی آن در نظر گرفته شود، ۲۵ تا ۳۰ درصد از ارزش محاسبه‌شده کسر گردید. بروئر و بروچکه<sup>۱</sup> به این جمع‌بندی رسیدند که قیمت سهام، شاخص مهمی در ارزش‌گذاری دیوان داوری ایران- ایالات متحده آمریکا بوده و گفتند در جایی که بازار فعالی برای دارایی مصادره‌شده وجود داشته باشد، ارزش بازاری بهترین معیار برای ارزش‌گذاری و محاسبه غرامت خواهد بود (Brower & Brueschke, 1998: 85).

همچنان‌که گذشت، استفاده از روش قیمت سهام در ارزیابی غرامت یکسان نیست. در مواردی قیمت سهام به عنوان بهترین روش اعلام و در مواردی استفاده از این روش رد شده است. مهم‌ترین دلایلی که استفاده از قیمت سهام را مناسب نمی‌داند، به شرح زیر است:

۱. عامل تغییرات قیمت سهام، همیشه عوامل اقتصادی صرف نیست و گاهی عوامل سیاسی و روانی نیز مؤثر است؛

۲. در بازار عمومی معامله سهام، تعادل عرضه و تقاضا نیز مهم بوده و بعضی از تغییرات قیمت صرفاً برای متعادل ساختن عرضه و تقاضا انجام می‌شود و در نتیجه، قیمت سهام لزوماً بیانگر ارزش آن نیست (Marboe, 2009: 192)؛

۳. در بیشتر موارد، تملک کل شرکت و در اختیار گرفتن کنترل مدیریتی آن، قیمت بالاتری داشته و با قیمت سهامی که در بازار سهام معامله می‌شود، یکسان نیست.

با توجه به محدودیت‌های بالا، به دست می‌آید که قیمت سهامی که در بازار سهام معامله می‌شود، جایگزین سایر روش‌های ارزش‌گذاری نبوده و می‌تواند به عنوان مقیاسی برای ارزیابی دیگر روش‌های ارزش‌گذاری مورد استفاده قرار گیرد (Brealey & Myers, 2006).

## ۲.۲. معاملات انجام‌شده<sup>۲</sup>

معاملات انجام‌شده، یکی از شیوه‌های ارزش‌گذاری رویکرد بازاری هستند. نکته اصلی در

---

1. Brower and Brueschke  
2. Prior Transactions

استفاده از این روش، تعدیل قیمت‌ها براساس شرایط جدید است؛ زیرا معاملات مذکور در زمان گذشته اتفاق افتاده‌اند. تعدیلات شامل گذشت زمان، تغییر شرایط اقتصادی و تغییر در صنعت و کسب‌وکار است (IVSC, 2007: 38).

در پرونده ساترن پسیفیک علیه مصر<sup>۱</sup>، خواهان ارزش کل شرکت را براساس قیمت فروش بخشی از پروژه پیشنهاد داد. خواننده اعلام کرد قیمت‌های محاسبه‌شده براساس قیمتی است که شاهزادگان سعودی حاضر به پرداخت آن بوده و یک خریدار به صورت طبیعی هرگز چنین قیمت‌هایی را پرداخت نخواهد کرد. از نگاه محکمه، قیمتی قابل پذیرش است که به صورت منصفانه میان یک خریدار و فروشنده راغب مشخص شده و بازار مذکور کاملاً رقابتی بوده و در آن کنترل‌های خارجی یا قرارداد انحصاری وجود نداشته باشد. بنابراین، قیمت سهامی که فروخته شده از طریق مذاکره خصوصی توافق شده بود. دادگاه به این نتیجه رسید که معاملات سهام انجام‌شده قبلی، معیار مناسبی برای ارزش‌گذاری سهام نیست (Southern Pacific v Egypt, 1995).

در پرونده استارت هوسینگ علیه ایران<sup>۲</sup>، قیمت‌هایی که از فروش تعدادی از آپارتمان‌های پروژه بزرگ ساختمان‌سازی مشخص شده بودند، نقش مهمی را در ارزش‌گذاری بازی کردند. هرچند این موارد بیانگر قیمت فروش شرکت نبودند، به عنوان معیاری برای پیش‌بینی درآمد آتی ناشی از فروش آپارتمان‌ها در نظر گرفته شدند (Starrett Housing v Iran, 1987: 124).

در پرونده تکنیکاس علیه مکزیک<sup>۳</sup>، داوری اکسید از این روش برای ارزش‌گذاری گرامت استفاده کرد. شرکت تکنیکاس در سال ۱۹۹۶، بخشی از زمین، ساختمان‌ها و تجهیزات فنی خود را از طریق مزایده خریده بود و محکمه قیمت پرداختی را مبنایی برای ارزش‌داری‌ها در سال ۱۹۹۸ مدنظر قرار داد. مکزیک اعلام کرد قیمتی که از طریق مزایده عمومی استخراج شده، روش مناسبی برای تعیین ارزش‌داری‌های فروخته‌شده است. محکمه تعدیلات لازم را انجام داد تا قیمت سال ۱۹۹۶ را در سال ۱۹۹۸ محاسبه کند و تغییراتی همچون سرمایه‌گذاری‌های جدید و سودآوری شرکت را مدنظر قرار داد (Technicas V Mexico, 2004: 52).

در مقابل، در پرونده آزوریکس علیه آرژانتین<sup>۴</sup>، محکمه قیمتی را که در مناقصه عمومی پرداخت شده بود، معیار محاسبه گرامت در نظر نگرفت و اعلام کرد قیمت پرداختی در مناقصه برابر ارزش منصفانه دارایی نیست (Azurix Corp V Argentina, 2006: 98).

- 
1. Southern Pacific v Egypt
  2. Starrett Housing v Iran
  3. Técnicas Medioambientales v Mexico
  4. Azurix corp v Argentina



در پرونده شرکت سدکو علیه شرکت ملی نفت ایران<sup>۱</sup>، شرکت سدکو اعلام کرد دکل‌های حفاری که به عنوان مقایسه انتخاب شده‌اند، با وجود تجهیزات کمتر، با قیمت بیشتری در دبی فروخته شده و قیمتی که در ایران محاسبه شده، بسیار پایین است. محکمه رویکرد فروش مقایسه‌ای را تنها به عنوان راهنما پذیرفت و از این روش برای ارزش‌گذاری استفاده نکرد (Sedco v NIOC, 1987: 25).

با توجه به مطالب پیش‌گفته، ملاحظه می‌شود که محکمه‌ها با توجه به موارد زیر معاملات انجام‌شده را رویکرد مناسبی برای ارزیابی غرامت نمی‌دانند:

۱. معامله در بازار رقابتی انجام نشده و قیمت تعیین‌شده در شرایط انحصاری بوده است؛
۲. ویژگی‌های دارایی‌های معامله‌شده متفاوت بوده و قیمت آن‌ها قابل قیاس نیست؛
۳. گذشت زمان و تغییر شرایط، قابلیت مقایسه معامله انجام‌شده قبلی را کاهش داده است.

البته استفاده از این روش برای ارزیابی دیگر روش‌ها مناسب خواهد بود.

### ۳.۲. پیشنهاد قیمت توسط اشخاص ثالث<sup>۲</sup>

یکی از روش‌هایی که در رویکرد بازاری مطرح می‌شود، پیشنهاد قیمت توسط اشخاص ثالث است که می‌تواند مبنای ارزیابی شرکت قرار گیرد.

در پرونده سی.ام.ای علیه جمهوری چک<sup>۳</sup>، ارزش سرمایه‌گذاری براساس قیمت پیشنهادی مؤسسه اسکاندیناوی که حاضر بود هلدینگ رسانه‌ای سی.ام.ای را بخرد، مشخص شد. مؤسسه مذکور این درخواست را شش ماه قبل از مصادره اعلام کرده بود. محکمه به این نتیجه رسید که یکی از شاخص‌های مناسب ارزش بازاری، قیمتی است که مؤسسه یادشده برای خرید سی.ام.ای اعلام کرده بود. قرارداد فروش مذکور میان طرفین نهایی شده بود و این عامل موجب شد محکمه بتواند از قیمت معامله به عنوان شاخصی از ارزش کسب‌وکار استفاده کند (CME v Czech Republic, 2003: 62)؛ هرچند مدت کوتاهی پس از قرارداد، مؤسسه اسکاندیناوی از قرارداد کنار رفت و آن قرارداد اجرایی نشد. اگرچه قیمت قرارداد برابر چهارصد میلیون دلار بود، دیوان داوری با انجام تعدیلاتی، ارزش مؤسسه را ۲۹۰ میلیون دلار ارزیابی کرد؛ زیرا مبلغی که مؤسسه اسکاندیناوی باید می‌پرداخت، نقد نبوده و به صورت مالکیت در سهام شرکت‌های گروه بوده است. از سوی دیگر، خرید و اضافه کردن کسب‌وکار

---

1. Sedco v NIOC  
2. Offerings  
3. CME v Czech Republic

جدید به مؤسسه اسکاندیناوی موجب بالا رفتن هم‌افزایی در گروه شرکت‌های آن شده است و در نتیجه، حاضر بود مبلغ بالاتری را بپردازد.

در پرونده جیمز ای ساقی علیه ایران<sup>۱</sup>، درخواست کتبی خریداری که پنج سال قبل از مصادره ارسال شده بود، مبنای ارزش‌گذاری قرار گرفت. محکمه اعلام کرد درخواست خرید مذکور، شاخص مناسبی از ارزش سهام بوده و در صورت انجام تعدیلاتی برای ارزیابی پرونده حاضر قابل استفاده خواهد بود (James A Saghi V Iran, 1993: 25).

در پرونده میدل‌ایست سمنت علیه مصر<sup>۲</sup>، خواهان درخواست کتبی را که توسط شخص ثالثی برای خرید کشتی ارائه شده بود، به عنوان معیار ارزیابی پیشنهاد داد. محکمه اکسید<sup>۳</sup> مبنای یادشده را نپذیرفت و تنها نیمی از ارزش اسقاط کشتی را در نظر گرفت (Middle East v Egypt, 2002: 112).

ارزیابی از طریق پیشنهاد قیمت توسط اشخاص ثالث، مشابه روش معامله انجام‌شده قبلی است؛ با این تفاوت که در اینجا پیشنهاد قیمت به معامله نینجامیده است. بنابراین، قطعیت و قابلیت استفاده از این روش، پایین‌تر از روش معامله انجام‌شده قبلی است. به‌هرحال و با توجه به شرایط شرکت مورد ارزیابی و امکان ارزیابی شرکت از طریق دیگر روش‌های ارزش‌گذاری، استفاده از این روش در مواردی با انجام تعدیلات لازم انجام شده است.

#### ۴.۲. نسبت‌ها (ضرایب)<sup>۴</sup>

نسبت‌ها و ضرایب یکی از روش‌های پرکاربرد رویکرد بازاری هستند. به‌این‌صورت که نسبت‌های شرکت‌های مقایسه‌ای بر مبنای اطلاعات بازاری محاسبه شده و براساس آن، قیمت شرکت مدنظر محاسبه می‌شود؛ برای مثال، میانگین نسبت قیمت به سود در شرکت‌های فعال در صنعت ساختمان برابر پنج بوده است. چنانچه شرکت مورد ارزیابی در صنعت ساختمان باشد، سود آن را در عدد پنج ضرب کرده و قیمت آن محاسبه می‌شود. این روش بسیار کاربردی و آسان بوده و در ارزیابی سهام شرکت‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد. این روش ارزش‌گذاری بیشتر برای کسب‌وکارهای کوچک توصیه می‌شود؛ هرچند در عمل برای شرکت‌های بزرگ نیز به‌کار گرفته می‌شود.

در پرونده توماس ارل‌پاین<sup>۵</sup>، خواهان دو شرکت از زیرمجموعه‌هایش را که در صنایع فیلم‌سازی و الکترونیک فعال بودند، براساس روش نسبی و استفاده از ضریب قیمت به سود

- 
1. James A Saghi v Iran
  2. Middle East Cement v Egypt
  3. ICSID
  4. Multiples
  5. Thomas Earl Payne

ارزیابی کرد. خواهان پیشنهاد کرد ارزش جاری دو شرکت مذکور از حاصل ضرب عدد ده در میانگین سود خالص سه سال قبل از مصادره محاسبه گردد. توماس اعلام کرد عدد ده بسیار محافظه‌کارانه بوده و با فرض ثبات کسب‌وکار این شرکت‌ها در نظر گرفته شده است (Thomas Earl Payne, 1986: 12).

در پرونده فلیس‌داج علیه ایران<sup>۱</sup>، خواهان پیشنهاد کرد ارزش‌گذاری براساس نسبت قیمت به سود انجام شود. این نسبت، از میانگین ضرایب سود شرکت‌های فعال همین صنعت (تولید کابل و سیم) در آمریکا محاسبه شده بود. محکمه استفاده از روش نسبت‌ها را رد کرد؛ زیرا مؤسسات و کسب‌وکارهای فعال در آمریکا با شرکت نوپای فعال در بازار ایران قابل مقایسه نبودند (Thomas Earl Payne, 1986: 29).

همچنان‌که اشاره شد، روش نسبت‌ها بسیار کاربردی و آسان است، اما قابلیت مقایسه در آن بسیار اهمیت دارد. اینکه از چه نسبتی استفاده شود و مبنای محاسبه آن چگونه باشد، محل اختلاف است؛ اما استفاده از آن برای ارزیابی نتیجه دیگر روش‌های ارزیابی مناسب خواهد بود.

## ۲.۵. علل استفاده نکردن از رویکرد بازاری در آرای داوری

بررسی علل استفاده نکردن از این رویکرد، موانع پیش روی آن را مشخص نموده تا از این طریق، بتوان راهکارهای رفع موانع را مشخص کرد. در این بخش، به پرونده‌هایی که استفاده از رویکرد بازاری در آن‌ها رد شده، اشاره و مهم‌ترین دلایل محکمه برای استفاده نکردن از این روش اعلام شده است.

ردیف	نام پرونده	علت استفاده نکردن از رویکرد ارزش‌گذاری بازاری
۱	بارسلونا ترکشن <sup>۲</sup>	مخالفت خواهان و خوانده در استفاده از این روش
۲	رینکسیس علیه بانک تسویه بین‌المللی <sup>۳</sup>	قابل اتکا نبودن سهام معامله‌شده در بورس به دلیل نوسانات زیاد قیمت
۳	لایگو علیه دولت انگلستان <sup>۴</sup>	استفاده از نسبت‌ها بیانگر ارزش مورد انتظار خریدار راغب نخواهد بود
۴	سی.ام.اس علیه آرژانتین <sup>۵</sup>	عدم قابلیت مقایسه شرکت‌های انتقال‌گاز معرفی‌شده
۵	انرون علیه آرژانتین <sup>۶</sup>	قابل استفاده نبودن قیمت سهام به دلیل محدود بودن

1. Phelps Dodge v Iran
2. Barcelona Traction Case
3. Reineccius et al v Bank for International Settlements
4. Lithgow et al v United Kingdom
5. CMS v Argentina
6. Enron v Argentina

حجم معاملات و پایین بودن نقدشوندگی بازار سهام آرژانتین		
۶	آزوریکس علیه آرژانتین <sup>۱</sup>	منصفانه نبودن قیمت اعلام شده در مناقصه عمومی
۷	میدل ایست سمنت علیه مصر <sup>۲</sup>	مناسب ندانستن ارزش کتبی که توسط خریدار راغب اعلام شده
۸	سدکو علیه شرکت ملی نفت ایران <sup>۳</sup>	در نظر نگرفتن ارزش دکل های مقایسه ای فروخته شده در دبی به دلیل ناممکن بودن مقایسه
۹	فلپس داج علیه ایران <sup>۴</sup>	عدم قابلیت مقایسه شرکت های تولید کابل آمریکا با شرکت مورد ارزیابی در ایران برای استفاده از نسبت ها

در جمع بندی کلی، علل استفاده نکردن از روش های ارزش گذاری بازاری را می توان در موارد زیر خلاصه کرد:

۱. نوسانات زیاد قیمت ها در بازار سهام؛
  ۲. عدم قابلیت مقایسه معامله انجام شده با وضعیت پرونده موجود. منصفانه نبودن قیمت کشف شده به دلایل زیر:
    - الف) منصفانه نبودن مناقصه / مزایده؛
    - ب) قیمت بازار سهام لزوماً بیانگر قیمت مورد نظر خریدار راغب نیست؛
    - ج) متفاوت بودن زمان و یا شرایط اقتصادی معامله انجام شده؛
    - د) محدود بودن بازار سهام و نقد نشدن آن.
- در این بخش به راهکارهای رفع موانع اشاره می شود.

### ۳. راهکارهای رفع موانع استفاده از رویکرد بازاری

#### ۳.۱. راه حل رفع نوسان قیمت سهام

یکی از موانع استفاده از رویکرد بازاری، نوسان بالای قیمت سهام است. با توجه به اینکه قیمت سهام در بازار عمومی معامله می شود، نوسانات زیادی دارد. راه حل این روش، آن است که از میانگین قیمت سهام برای دوره مشخصی استفاده شود. بدین منظور می توان از میانگین قیمت سهام در دوره زمانی سه ماهه تا یک ساله استفاده کرد.

---

1. Azurix v Argentina  
 2. Middle East Cement v Egypt  
 3. Sedco v NIOC  
 4. Phelps Dodge v Iran

### ۲.۳. راه‌حل رفع عدم قابلیت مقایسه

نسبت‌ها و ضرایب قابلیت مقایسه را افزایش داده و امکان استفاده از رویکرد ارزش‌گذاری بازاری را بیشتر می‌کند. از جمله نسبت‌های معروف، می‌توان به نسبت قیمت به سود، قیمت به ارزش دفتری و یا نسبت‌های خاص یک صنعت اشاره کرد. بنابراین، میانگین قیمت به سود یک صنعت مشخص شده و با استفاده از سود شرکت مورد ارزیابی، قیمت آن مشخص می‌شود؛ برای مثال، میانگین قیمت به سود شرکت‌های پالایشی مشغول در بازار سهام ایران هفت است. چنانچه سود هر سهم شرکت مورد ارزیابی برابر ۱/۰۰۰ ریال باشد، پیش‌بینی قیمت این سهم برابر ۷/۰۰۰ ریال است. استفاده از این نسبت‌ها قابلیت مقایسه را به‌خوبی فراهم می‌سازد. راه‌حل دیگر، کنترل تفاوت میان شرکت‌هاست. صرف نظر از اینکه انتخاب شرکت‌های قابل مقایسه با چه دقتی انجام می‌شود، در نهایت شرکت‌هایی انتخاب می‌شود که با شرکت مورد نظر تفاوت‌هایی خواهند داشت. این تفاوت‌ها در مواردی بیانگر درستی ارزیابی شرکت مورد نظر هستند و در مواردی بیانگر بیش از حد و یا کمتر از حد ارزیابی شدن آن است. با استفاده از روش‌های رگرسیون، می‌توان تفاوت شرکت‌ها در ارزیابی را در نظر گرفت و قیمت‌ها را تعدیل کرد.

### ۳.۳. منصفانه نبودن قیمت کشف‌شده

یکی دیگر از عللی که در استفاده نکردن از رویکرد بازاری به آن اشاره شد، منصفانه نبودن قیمت کشف‌شده است. اگر محکمه به این نتیجه برسد که مناقصه انجام‌شده منصفانه نبوده و قیمت کشف‌شده عادلانه نباشد، دیگر نمی‌توان از این روش برای ارزیابی استفاده کرد. این مسئله برای سهامی که در بازار غیررقابتی و بازاری که نقدشوندگی آن پایین است نیز مطرح شده و این موارد از جمله محدودیت‌های استفاده از رویکرد بازاری هستند.

### ۴. بررسی استفاده از رویکرد بازاری در ارزیابی پروژه‌های صنعت نفت

توسعه میادین نفت و گاز در جنبه‌هایی مانند مالکیت منابع، نوع قرارداد، شیوه همکاری، محیط سرمایه‌گذاری، دوره زمانی توسعه، بهره‌وری اقتصادی پروژه و کنوانسیون‌های بین‌المللی، وضعیت منحصر به فرد و متفاوتی دارد (MU Longxin, 2018: 735). ویژگی‌های پروژه‌های نفت و گاز در مقایسه با رویکرد بازاری به شرح زیر است:

۱. پروژه‌ها و شرکت‌های فعال در صنعت نفت منحصر به فرد بوده و قابلیت مقایسه آن‌ها با یکدیگر بسیار دشوار است. این امر، رویکرد ارزش‌گذاری بازاری را که بر مقایسه استوار است، با محدودیت روبه‌رو ساخته و نتایج عمومی آن را قابل استفاده نمی‌داند.

هرچند با استفاده از استانداردسازی نسبت‌ها، می‌توان بخشی از شرایط و ویژگی‌های انحصاری را در ارزیابی در نظر گرفت و ارزش‌گذاری را تعدیل کرد.

۲. منافع اقتصادی و سود و زیان پروژه‌های صنعت نفت به آینده قیمت نفت بستگی دارد؛ درحالی‌که در روش‌های ارزش‌گذاری بازاری به شرکت مقایسه‌ای توجه می‌شود. با توجه به موارد پیش‌گفته، استفاده از رویکرد بازاری که بر قابلیت مقایسه بنا شده است، با ویژگی‌های پروژه‌های بین‌المللی نفت و گاز که غالباً انحصاری هستند، اختلاف مبنایی داشته و قابلیت استفاده محدودی دارد که در بخش‌های بعدی به آن اشاره خواهد شد.

### ۵. استفاده از رویکرد بازاری در ارزیابی پروژه‌های صنعت نفت ایران

سرمایه‌گذاری در صنعت نفت ایران به صورت خدماتی انجام شده و شرکت‌های نفتی بین‌المللی به صورت پیمانکاری در پروژه‌های صنعت نفت ایران سرمایه‌گذاری می‌کنند. این سرمایه‌گذاری‌ها در قالب قراردادهای بیع متقابل<sup>۱</sup> و یا قراردادهای نفتی جدید ایران<sup>۲</sup> انجام می‌شود و شرکت‌های نفتی اقدام به سرمایه‌گذاری در کشور نموده و اصل سرمایه و منافع آن را از محل فروش بخشی از محصولات تولیدی دریافت خواهند کرد.

شمار زیادی از پرونده‌های دیوان داوری ایران و ایالات متحده آمریکا از طریق رویکرد بازاری ارزیابی شده‌اند.

همچنان‌که اشاره شد، روش‌های ارزیابی در رویکرد بازاری شامل معامله در بازار سهام، معاملات انجام‌شده، پیشنهاد قیمت توسط اشخاص ثالث و استفاده از نسبت‌های بازاری است. با توجه به بررسی انجام‌شده، سهام شرکت‌های پیمانکار داخلی در بازار سهام معامله نمی‌شود. شرکت‌های بین‌المللی نیز که سهام آن‌ها در بازارهای بین‌المللی معامله می‌شوند، کل ارزش آن‌ها در بازار معامله شده و ارزش بخشی از پروژه که در کشور میزبان در حال انجام است، شفاف و مشخص نیست. از این رو، استفاده از قیمت سهام شرکت‌ها در بازار سهام در پروژه‌های نفتی کشور قابل محاسبه نیست.

معاملات انجام‌شده قبلی: چنانچه شرکتی معامله انجام‌شده قبلی داشته باشد، می‌توان از این روش برای ارزیابی غرامت استفاده کرد. به صورت کلی، این روش قابلیت استفاده عمومی ندارد و برای شرکت‌هایی که بخشی از سهام آن‌ها معامله شده، قابل استفاده است.

پیشنهاد اشخاص ثالث: این روش نیز قابلیت استفاده عمومی نداشته و تنها در مواردی که از پیش اتفاق افتاده باشد، قابل استفاده خواهد بود.

- 
1. Buy Back
  2. Iranian Petroleum Contract (IPC)

استفاده از نسبت‌ها و ضرایب: این شیوه از ارزیابی، قابلیت استفاده در صنعت نفت ایران را دارد؛ به این صورت که با توجه به عدم معامله سهام شرکت‌های نفتی در بازار سهام ایران، از نسبت‌ها می‌توان بهره برد و با استفاده از تعدیلاتی، نسبت‌ها را برای بازار ایران تعدیل کرد. نکات مهم در استفاده از روش نسبت‌ها در بازار ایران به شرح زیر است:

روش نسبت‌ها، شرایط بازار را منعکس می‌کند و در شرایطی که بازار صعودی باشد، این نسبت‌ها قیمت را بالاتر از حد و در شرایطی که بازار نزولی باشد، قیمت را پایین‌تر از حد ارزیابی می‌کند. در صورت مقایسه این روش با روش‌های ارزش‌گذاری مبتنی بر دارایی‌ها و روش تنزیل جریان‌ات نقدی آتی، قیمت محاسبه‌شده این روش کمتر از روش تنزیل جریان‌ات نقدی آتی و بیشتر از روش ارزش‌گذاری مبتنی بر دارایی‌ها خواهد بود. در صورت بروز اختلاف میان دولت ایران و شرکت‌های نفتی، غالباً شرکت‌های نفتی به دلیل اینکه در پی کسب منافع بیشتر هستند، روش تنزیل جریان‌ات نقدی را پیشنهاد می‌کنند. در مقابل، کشور سرمایه‌پذیر به دنبال پرداخت کمترین میزان غرامت است که این مقدار از طریق استفاده از ارزش دارایی‌ها و سرمایه‌گذاری انجام‌شده محاسبه می‌شود. در این شرایط، رویکرد بازاری منصفانه‌ترین مقدار را مشخص خواهد کرد.

## نتیجه

رویکرد ارزش‌گذاری بازاری با توجه به بازتاب شرایط بازار، به‌سادگی قابل فهم بوده و به مفروضات کمتری نیاز دارد. البته این شرایط برای وضعیتی است که شرکت مقایسه‌ای مشابه بوده و تعدیلات کمتری مورد نیاز باشد. نقطه ضعف اصلی این روش، انجام تعدیلات فراوان برای افزایش قابلیت مقایسه است.

به طور کلی و با توجه به اینکه در عمل، یافتن شرکت مقایسه‌ای مناسب دشوار بوده و تعدیلات فراوانی برای امکان مقایسه مورد نیاز است، امکان استفاده از این رویکرد با محدودیت‌های بسیاری روبه‌رو بوده و معمولاً طرفین دعوی و دیوان دآوری کمتر بر این روش توافق می‌کنند.

پیشنهاد می‌شود در زمان انعقاد قرارداد، سهام شرکت مشابهی را که در بازارهای بین‌المللی سهام معامله می‌شود، تعیین کرده و بر آن توافق گردد. بر این اساس و در صورت بروز اختلاف، می‌توان برای استفاده از رویکرد بازاری به سهام مذکور و تغییرات مرتبط با آن مراجعه کرد.

## منابع الف) فارسی

۱. حجازی، احمد (۱۳۷۰). «معیارهای سنجش ارزش اموال مصادره‌شده بیگانگان در آراء دیوان داورى دعاوى ایران- ایالات- متحده». فصلنامه حقوق بین‌المللی، شماره ۱۴ و ۱۵ (۱۱)، ص ۱۲۶-۲۹.

## ب) خارجی

2. Abdala, Manuel A (2009). "Key Damage Compensation Issues in Oil and Gas International Arbitration Cases", *24 Am. U. Int'l L. Rev.* 539, pp 540-570.
3. A Bealmear (1999). "Machinery and Equipment Valuation Approaches and Methods". in T West and J Jones, *The Handbook of Business Valuation*. New York: Wiley & Sons, 143 et seq, pp 146-7.
4. Brealey.R A; Myers.SC (2006). *Corporate Finance*. Boston et al: McGraw-Hill, p 62.
5. Brower.C N; Brueschke. J (1998). *The Iran-US Claims Tribunal* (The Hague et al: Martinus Nijhoff Publishers), p 539.
6. *California Court of Appeal*, First District, Division 1, February 21, at Part VI.
7. Damodaran. Aswath (2019). *Relative Valuation*. Retrieved from: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page)
8. *German Federal Court* (BGH) of 17 January 1973 IV ZR 142/70, DB 1973, 563.
9. Gabehart. S; Brinkley. R (2002). *The Business Valuation Book*. New York: Amacom, pp 39-40.
10. IVSC (2007). *International Valuation Standards concepts' Fundamental to Generally Accepted Valuation Principles*. London: IVSC, p32.
11. IVSC (2007). *Guidance Note GN 6 on Business Valuation*. International Valuation Standards, 8th edn.
12. Kantor, M (2008). *Valuation for Arbitration*. Wolters Kluwer, Netherland.
13. MU Longxin\*; FAN Zifei; XU Anzhu (2018). "Development characteristics, models and strategies for overseas oil and gas fields". *PETROLEUM EXPLORATION AND DEVELOPMENT* Volume 45, Issue 4, August, pp735-744.
14. Marboe, I (2009). *Calculation of Compensation and Damages in International Investment law*. International Commercial Arbitration [ICMA].
15. Pratt.s et al (2000). *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. New York: McGraw-Hill, pp 224-5.
16. Pellonpää. M; Fitzmaurice. M (1988). "Taking of Property in the Practice of the Iran-US Claims Tribunal". 19 *Netherlands Yearbook of International Law* 53, p 149.
17. West. T; Jones. J (1999). "The Market Approach Using Public Company Data". in *The Handbook of Business Valuation*, New York: Wiley & Sons, 197 et seq.
18. Waelde. T; Sabahi. B (2008). "Compensation, Damages, and Valuation". in P Muchlinski et al (eds), *The Oxford Handbook of Investment Law*, Oxford: Oxford University Press, pp 1049, 1070-1.
19. White. G (1972). "The Problem of Valuation in the Barcelona Traction Case". in R Lillich (ed), *Valuation of Nationalized Property in International Law*, vol 1, Charlottesville: University Press of Virginia, pp 43, 57.

## Award

20. American International Group v Iran, 4 Iran-US CTR (1983) 96, 106.
21. Azurix Corp v Argentina, Award of 14 July 2006, ICSID CASE No. ARB/01/12 (<http://ita.law.uvic.ca/documents/AzurixAwardJuly2006.pdf>) .
22. CME Czech Republic BV v Czech Republic, Final Award on Damages of 14 March 2003, UNCITRAL Arbitration Proceedings.
23. CMS Gas Transmissions Company vThe of Argentina, ICSID Case No.ARB/01/8, Award of 12 May 2005, (2005) 44 ILM 1205, para 402.
24. Enron Corporation and Ponderosa Assets LP v Argentine Republic, Award of 22 May 2007, ICSID Case No. ARB/01/3 ([http://www.investmentclaims.com/IIC\\_292\\_\(2007\).pdf](http://www.investmentclaims.com/IIC_292_(2007).pdf)) , para 430.



25. James A Saghi v Iran, 29 Iran-US CTR (1993) 20, para 81.
26. Khosrowshahi v Iran, 30 Iran-US CTR (1994) 76, para 47.
27. LG&E Energy Corp, LG&E Capital Corp, LG&E International Inc v Argentine Republic, Award of 25 July 2007, ICSID Case No. ARB/02/1 [http://www.investmentclaims.com/IIC\\_295\\_\(2007\).pdf](http://www.investmentclaims.com/IIC_295_(2007).pdf) , para 34.
28. Lithgow et al v United Kingdom, 8 July 1986, ECHR Ser A, No 102, para 98, 129.
29. Middle East Cement Shipping and Handling Co SA v Egypt, Award of 12 April 2002, (2003) ICSID ARB/99/6.
30. Phelps Dodge v Iran, 10 Iran-US CTR (1987) 121, para 1.
31. Reineccius et al v Bank for International Settlements, Award of 22 November 2002, PERMANENT COURT OF ARBITRATION < <http://www.pca-cpa.org/ENGLISH/RPC/BIS/EPA.pdf> > , para 196.
32. Re Radiology Associates, Inc., 611 A.2d 485, 490, 1991 Del. Ch. LEXIS 234, \*\*10 (Del. Ch. 1991).
33. Southern Pacific Properties (Middle East) v Egypt, Award of 20 May 1992, 3 ICSID Reports (1995) 189, para 192. ICSID CASE No. ARB/84/3.
34. Sedco Inc v NIOC, Final Award, 15 Iran-US CTR (1987) 23, para 76.
35. Starrett Housing Corporation v Iran, 16 Iran-US CTR (1987) 112, para 309 et seq.
36. Técnicas Medioambientales SA v Mexico, (2004) 19 ICSID Rev.-FILJ 158.
37. Thomas Earl Payne v Iran, 12 Iran-US CTR (1986) 3.

