

## راهکارهای حقوقی کاهش هزینه نمایندگی در شرکت‌های تجاری

مجتبی زاهدیان<sup>۱</sup>

استادیار دانشکده حقوق و علوم سیاسی  
دانشگاه آزاد اسلامی، مشهد

رضا علی پور<sup>۲</sup>

دانش آموخته کارشناسی ارشد حقوق  
اقتصادی دانشگاه شهید بهشتی تهران

مهسا مشار موحد<sup>۳</sup>

دانشجوی دکتری تخصصی حقوق خصوصی،  
دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه آزاد  
اسلامی، تهران

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۹/۵

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۱/۳۰

### چکیده

چنانچه هدف نهایی شرکت‌های تجاری را افزایش سود و هدف حقوق آن‌ها را صیانت از منافع گروه‌های ذی‌نفع شرکت بدانیم، باید به عللی که موجب خلل به این اهداف می‌گردد، توجه نمود. مسئله هزینه نمایندگی به‌عنوان یکی از چالش‌های عمده در عصر توسعه جایگاه شرکت‌های تجاری، نگاه اقتصاددانان، فعالان این شرکت‌ها و حقوقدانان را به خویش معطوف ساخته است. مفهوم هزینه نمایندگی در قالب شرکت تجاری سبب آشکار شدن مسائل عمده در روابط داخلی و خارجی بازیگران فعال در آن حوزه می‌گردد. از آنجا که منافع سهامداران یا ذی‌نفعان (اصیلان) در گروی اعمال نمایندگان است، امکان

۱- نویسنده مسئول zahedian.mojtaba@yahoo.com

2- rezaalipour@gmail.com

3- mahsa.moshar@gmail.com

DOI: 10.22067/le.v24i12.63852

سوءاستفاده ایشان از موقعیت خویش و ایجاد هزینه‌های گزاف بر دوش اصیلان بوده که با هدف بنیانی شرکت‌ها تعارض خواهد داشت. در بعد هنجارین از کارکردهای اصلی هر نظام حقوقی، ایجاد کارآمدی یا به تعبیری پیشینه ساختن ثروت در جامعه است؛ بدین صورت علم حقوق، با ارائه راهکارهای گوناگون از تمام ظرفیت‌های موجود در نظام حقوقی بهره‌برداری و قواعد حقوقی را در راستای کنترل هزینه‌های نمایندگی تدوین نموده است. از چشم‌انداز اقتصادی کاهش سطح هزینه‌های مترتب بر استراتژی‌های مقابله با هزینه‌های نمایندگی از اولویت‌های نظام‌های حقوقی است. از این رو در فرض وجود هزینه‌های قابل توجه برای ایجاد هماهنگی میان اصیلان، قانون‌گذار با تجویز راهکارهای مقررات‌گذارانه، در مقام کاهش هزینه‌های نمایندگی گام برمی‌دارد؛ درحالی‌که در وضعیت‌هایی که بستر ایجاد هماهنگی میان اصیلان با هزینه‌های نازل فراهم است، می‌توان از مکانیسم‌های درونی شرکت‌های تجاری در قالب استراتژی‌های حکمرانی و مدیریتی در راستای مهار هزینه‌های نمایندگی مدد جست.

**کلیدواژه‌ها:** راهکارهای مقررات، راهکارهای حکمرانی، معاملات با خود، افشای اطلاعات، سرمایه‌گذار معتبر و مجاز.

طبقه‌بندی JEL: k 12, k 22

## مقدمه

مسئله هزینه نمایندگی<sup>۱</sup> و ارائه طریق در راستای به نظم درآوردن روابط فی مابین بازیگران فعال در شرکت‌های تجاری، همواره ذهن حقوقدانان را به خود مشغول ساخته است. ورود آسیب جدی این هزینه‌ها به منافع سهامداران (مالکان شرکت) و تمام ذینفعان شرکت و فقدان راهکارهای مناسب جهت کنترل هزینه‌ها، موجب از بین رفتن امنیت در فضای فعالیت و سرمایه‌گذاری در سطح شرکت‌ها و کاهش شدید قدرت آن‌ها در جذب سرمایه‌های پراکنده افراد جامعه خواهد شد.

مفهوم هزینه نمایندگی ریشه در ادبیات علم اقتصاد دارد. در واقع واژه "مشکلات نمایندگی" یا "مشکلات اصیل-نماینده" تعبیر اقتصادی، مفهومی است که بستر ساز ایجاد این هزینه‌هاست؛ یعنی در روابط نمایندگی به‌طور اعم،<sup>۲</sup> منافع یک طرف در گروی اعمال طرف دیگر است؛ بنابراین

### 1- Agency costs

۲- روابط نمایندگی از رایج‌ترین شیوه‌های تنظیم روابط متقابل اجتماعی میان افراد در جامعه است. مطابق مفهوم نمایندگی، رابطه نمایندگی هنگامی میان دو طرف یا بیشتر واقع می‌شود که نماینده‌امالی را از سوی اصیل انجام دهد. در این معنا

نماینده در معنای عام ممکن است تحقق منافع اصیل خود را نادیده گیرد و در جهت پیشبرد منافع خویش گام بردارد. شرکت‌های تجاری که روابط نمایندگی در خالص‌ترین شکل خود میان کلیه سهامداران [گاه سهامداران اقلیت] و کلیه ذینفعان شرکت در مفهوم اعم [بستانکاران و طرف‌های معامله با شرکت] از یک سو و مدیران شرکت، سهامداران اکثریت و شرکت از سوی دیگر وجود دارد، به‌عنوان یکی از بسترهای اصلی تحقق هزینه نمایندگی بشمار می‌رود. مفهوم نمایندگی در کنار مفهوم متناظر آن یعنی اصیل معنی خواهد یافت؛ یعنی نمایندگان شرکت که در برخی فروض همان مدیران شرکت، گاه سهامداران اکثریت و گاهی خود شرکت بشمار می‌رود، می‌توانند با اقدامات خود هزینه‌های گزاف بر دوش اصیلان در مفهوم اعم (کلیه سهامداران، سهامداران اقلیت، بستانکاران و طرف‌های معامله با شرکت) وارد آورند.<sup>۱</sup> هزینه‌های مذکور که در ادبیات اقتصادی

سازوکار نمایندگی مصداق‌های متعددی در حوزه‌های گوناگون خواهد داشت؛ بنابراین قسمت اعظم توافقات قراردادی و غیر قراردادی که موجب می‌شود یک‌طرف به نیابت از سوی طرف دیگر اعمالی را انجام دهد حاوی عناصر مهم نمایندگی هستند. ر.ک (Ross, 1998: 134)

۱- پیچیدگی روابط نمایندگی در شرکت‌های تجاری به‌عنوان یک تناقض در ماهیت سیال روابط نمایندگی و تفاوتی که در هزینه‌های مترتب بر این روابط مستتر است، به‌نظر رسد. یعنی در رابطه نمایندگی منافع یک‌طرف در گروهی اعمال طرف دیگر است؛ در این صورت منافع طرف اول (اصیل در مفهوم اعم) همواره ممکن است در اثر اقدامات طرف دوم (نماینده) نادیده انگاشته شود و از این طریق خسارات فراوان به اصیلان وارد آید. حال با توجه به جایگاه متغیر اصیل و نماینده، شکل رابطه نمایندگی نیز تغییر خواهد کرد. بدین‌صورت که هرگاه کلیه سهامداران در جایگاه اصیلان و مدیران شرکت در مقام نماینده قرار گرفتند، در اثر اقدامات مخاطره‌آمیز نمایندگان، منافع کلیه سهامداران اعم از سهامداران اقلیت و اکثریت مورد تهدید قرار می‌گیرد. اما در فروضی که سهامداران اقلیت در جایگاه اصیل نشسته و سهامداران اکثریت در مقام نماینده قرار می‌گیرند، شکل رابطه و مخاطراتی که متوجه اصیلان می‌شود، متفاوت از فرض نخست خواهد بود. یعنی در فرض اخیر سهامداران اکثریت اصیل محسوب نشده، بلکه به دلیل جایگاه منحصر به فرد آنان، منافع سهامداران اقلیت در گروهی اعمال و تصمیمات آن‌ها خواهد بود. در نهایت در فرض اخیر، شرکت که ناظر بر کلیه سهامداران و ارکان تصمیم‌گیرنده شرکت در مقام نماینده است و کلیه ذینفعان شرکت مشتمل بر بستانکاران و طرف‌های معامله با شرکت، در جایگاه اصیل قرار می‌گیرند. در نتیجه شکل رابطه نمایندگی و مخاطرات مترتب بر این روابط با عطف به تفاوت طرفین این رابطه با اشکال سابق‌الذکر آن، کاملاً منفک از فرض نخست و دوم می‌باشد؛ بنابراین باید به این مهم توجه داشت که آنچه یک رابطه نمایندگی و طرفین درگیر در آن را در شرکت‌های تجاری شکل می‌دهد، وابستگی منافع یک‌طرف با اعمال و تصمیمات طرف دیگر است نه سمت اصیل در شرکت؛ بنابراین بستانکاران و طرف‌های معامله با شرکت هرچند واجد جایگاه خاصی در شرکت نیستند، اما چون منافع آن‌ها در گروهی تصمیمات شرکت است، در نتیجه به‌عنوان اصیل در یک رابطه نمایندگی بشمار می‌روند. ر.ک (Kraakman, 2009: 38)

«هزینه نمایندگی» گویند، سبب می‌گردد سرمایه‌های شرکت در راستای منافع نمایندگان بکار گرفته شود و سبب محرومیت خیل عظیم سهامداران از منافع و سودهای ناشی از این سرمایه گردیده و سهامداران اقلیت بنا به نظر سهامداران اکثریت از امتیازات خاصی محروم یا با ایجاد تحولات متعدد در شرکت (تغییرات اساسی به نفع سهامداران اکثریت و ضرر سهامداران اقلیت)، هزینه‌های متعدد به سهامداران اخیر تحمیل می‌گردد یا حتی ممکن است حقوق طلبکاران و طرف‌های معامله با شرکت در نتیجه اقدامات مخاطره‌آمیز نمایندگان یا تغییرات بنیادی در ماهیت شرکت به یغما برده شود و دیگر هیچ تضمینی برای وصول مطالبات آن‌ها یا اجرای تعهدات ناشی از قرارداد که به نفع ایشان ایجاد شده است در آینده وجود نداشته باشد.<sup>۱</sup> از این رو دغدغه به‌کارگیری استراتژی‌های کاهش هزینه‌های نمایندگی در عصر گسترش جایگاه شرکت‌های تجاری، نقش حائز اهمیتی در آینده این نهاد اقتصادی بازی می‌کند.

شناسایی مفهوم هزینه نمایندگی اولین بار توسط اقتصاددانان صورت گرفت؛ بدین سبب دلایل تحقق این هزینه‌ها به دلیل ماهیت اقتصادی‌شان از قلمروی علم حقوق خارج است. از موجبات تحقق این هزینه‌ها، می‌توان به عواملی چون ایجاد تحولات در سیر دگرذیسی نهاد شرکت تجاری در طول تاریخ (جدایی کنترل از مالکیت سبب پراکندگی گسترده سهامداران و قدرت‌گیری بلامنازع مدیران در نهادهای اقتصادی گردید)، تحقق پدیده اطلاعات نامتقارن<sup>۲</sup> در میان کنشگران شرکتی، توسل به اقدامات فرصت‌طلبانه،<sup>۳</sup> نبود بازار رقابتی در عرصه تولید و تعارض منافع میان اصیلان و نمایندگان اشاره نمود. متعاقب شناسایی علل وقوع هزینه‌های نمایندگی توسط علم اقتصاد، این سؤال کلیدی برای حقوقدانان مطرح گردیده که آیا راهکارهای کنترل هزینه‌های نمایندگی نیز از قلمروی علم حقوق خارج است؟

نظام حقوقی به‌عنوان یک نظام هنجارین که از بطن آن نرم‌های تنظیم‌کننده روابط ارکان

۱- در ادامه و در طی مباحث مربوط به راهکارهای کاهش هزینه نمایندگی به اقتضای مورد به اشکال گوناگون این هزینه‌ها که ممکن است در اثر اقدامات نمایندگان به اصیلان وارد آید اشاره خواهد شد؛ بدین شکل مفهوم «هزینه» و اقسام «نمایندگی» در بطن رابطه خاصی که میان نماینده و اصیل شکل می‌گیرد بهتر تشریح می‌گردد.

2- Asymmetric Information

3- Opportunistic

نهادهای اقتصادی استخراج می‌گردد، قادر است با ارائه راهکارهای حقوقی و قانونی در مسیر ایجاد توازن در روابط بازیگران و فعالان این نهادها نقش حائز اهمیتی داشته باشد. از این رو علم حقوق با پیش‌بینی استراتژی‌های مختلف که بنا به مورد دارای ماهیتی پیشینی<sup>۱</sup> و یا پسینی<sup>۲</sup> هستند، در مقام کنترل اقسام هزینه‌های نمایندگی پیش از تحقق آن‌ها و یا حتی پس از وقوع آن اقدام می‌نماید. دو استراتژی اصلی نظام حقوقی در مواجهه با هزینه‌های نمایندگی، راهکارهای مقررات‌گذارانه و راهکارهای حکمرانی و مدیریتی می‌باشد. قالب‌هایی که توسل به آن‌ها وابستگی تامی با هزینه‌های برقراری ارتباط میان اصیلان در شرکت‌های تجاری دارد؛ بدین معنا هنگامی که امکان برقراری ارتباط میان اصیلان با هزینه‌های مضاعف روبه‌رو است، استفاده از راهکارهای مقررات‌گذارانه سطح کارآمدی را افزایش خواهد داد؛ بالعکس در فرضی که بسترهای ایجاد هماهنگی میان اصیلان با هزینه‌ای نازل فراهم است، توسل به راهکارهای حکمرانی و مدیریتی توصیه می‌گردد. بر این اساس در راستای بررسی و ارزیابی راهکارهای مورد اشاره، در گفتار نخست به بررسی راهکارهای مقررات‌گذارانه و نقش آن‌ها در کنترل هزینه‌های نمایندگی می‌پردازیم و در گفتار دوم راهکارهای حکمرانی و مدیریتی، مطالعه می‌گردد.

#### گفتار اول: راهکارهای مقررات‌گذارانه

این دسته از راهکارها که دستوری و تجویزی‌اند، شروط ماهوی حاکم بر محتوا رابطه اصیل-نماینده را امرونهی کرده که گاه در قالب احکام قانونی جزئی و گاه در چارچوب موازین کلی حقوقی قالب‌گیری می‌گردد. سر دیگر این طیف، تعیین شروطی برای ورود و خروج از شرکت برای بازیگران فعال در شرکت‌های تجاری با رعایت پیش‌شرط‌های مورد نیاز، می‌باشد. از ضروری‌ترین شروط اعمال صحیح حق ورود، افشای اطلاعات است که تعیین شرایطی از ناحیه قانون‌گذار برای سرمایه‌گذاران و سهامداران، حق ورود را با محدودیت روبه‌رو می‌نماید. در این گفتار شکل اصلی اعمال حق خروج، به شکل حق واگذاری و انتقال سهام توسط سهامداران، همچنین مکانیسم استرداد ارزش سهام و مخالفت با تصمیمات شرکت بررسی خواهد شد.

1- Ex-Ante

2- Ex-Post

### بند اول: قواعد حقوقی جزئی و ضوابط حقوقی کلی

دسته اول از راهکارهای مقررات گذاران<sup>۱</sup>، در چارچوب اوامر و نواهی و تحمیل محدودیت‌های ناظر بر رفتار نمایندگان در معنای عام خود جهت حفظ منافع اصیلان از سوی قانون‌گذار در فرم‌های به‌خصوص جلوه‌گر می‌گردد. براین اساس قانون‌گذار گاه قیودی را که به اختیار نمایندگان بر تصمیم‌گیری‌هایشان و یا حتی نسبت به موقعیت اولیه نمایندگان وارد می‌کند، در قالب احکام قانونی جزئی<sup>۲</sup> می‌ریزد. در این صورت رفتارهای جزئی و به‌خصوصی امر و نهی می‌شود مانند احکام مربوط به سرمایه قانونی. گاه قانون‌گذار محدودیت‌های مزبور را در چارچوب موازین کلی<sup>۳</sup> حقوقی عرضه می‌دارد که در این صورت بررسی دقیق متابعت یا عدم متابعت از ضوابط کلی به دادرسان و انهاده می‌شود تا پس از وقوع فعل یا ترک فعل در باب آن به قضاوت بنشینند.<sup>۴</sup>

### الف. قواعد حقوقی جزئی

در این مقام تلاش خواهد شد دو شکل از مهم‌ترین مصادیق محدودیت‌هایی را که قانون‌گذار در قالب احکام قانونی جزئی بر نمایندگان تحمیل ساخته از جمله قواعد مربوط به سرمایه قانونی و محدودیت‌های موجود در زمینه تقسیم سود میان سهامداران بررسی خواهد شد.

1- Regulatory Strategies

2- Rules

3- Standards

۴- مباحث در حول محور تعریف قواعد حقوقی جزئی و ضوابط حقوقی کلی بر تمایز میان اینکه محتوای قانون پیشینی یا پسینی است، تأکید می‌نماید. به‌طورمثال ضابطه حقوقی جزئی می‌تواند مستلزم افزایش محدودیت در رفتاری مجاز باشد و صرفاً موضوعات عینی را به قاضی رسیدگی‌کننده محول نماید. درحالی‌که در ضابطه حقوقی کلی ممکن است بررسی رفتار مجاز محور بحث باشد. عده‌ای از حقوق‌دانان معتقدند تفکیک میان قواعد حقوقی جزئی و ضوابط حقوقی کلی مبتنی بر تفاوت میان محتوای قانون از حیث ملزم ساختن افراد است. نقطه افتراق اصلی میان این دو دسته از قواعد حقوقی، در این است که دامنه اختیار مجریان قانون و قضات در اعمال بررسی در رابطه با تشخیص اینکه چه رفتاری مجاز و چه رفتاری غیرمجاز می‌باشد، متفاوت است. ر.ک (Kaplow, 1992: 559-562)

### ۱. سرمایه قانونی

از مهم‌ترین مصادیق اوامر و نواهی قانون‌گذار در قالب قواعد حقوقی جزئی، احکام مربوط به "سرمایه قانونی"<sup>۱</sup> است. جلوه‌های گوناگونی این امر در دو جنبه مجزا عبارت‌اند از: ۱. تعیین حداقل سرمایه‌گذاری اولیه؛<sup>۲</sup> ۲. محدودیت در پرداخت سود به سهامداران.

الزام به دارا بودن حداقل سرمایه<sup>۲</sup> در زمان تشکیل شرکت و ضرورت حفظ آن موجب ایجاد حمایت‌هایی از اشخاص حقیقی یا حقوقی است که با شرکت قرارداد منعقد کرده و یا به نحوی از شرکت طلبکار می‌گردند و میزان بالای این مبلغ مانعی جدی جهت تأسیس شرکت‌ها می‌شود؛<sup>۳</sup> در واقع از طریق سرمایه قانونی شرکت‌ها همواره محلی برای تأمین پرداخت حداقلی از بدهی‌های شرکت به بستانکاران وجود خواهد داشت و امکان سوءاستفاده و یا بی‌توجهی به حقوق بستانکاران مرتفع می‌شود. بنابراین در حمایت از حقوق بستانکاران، حقوق شرکت‌ها اجازه کاهش اختیاری سرمایه قانونی را به کمتر از مبلغی که قانون برای تشکیل آن معین کرده است، نمی‌دهد؛ زیرا با کاهش اختیاری سرمایه شرکت، ممکن است حقوق طلبکارانی که قبل از کاهش سرمایه با شرکت معامله کرده‌اند، تضییع شود. در واقع اگر قسمتی از سرمایه کاهش یابد، از تضمین طلب بستانکاران کاسته می‌شود.<sup>۴</sup> (Eskini, vol.1, 2015: 273)

قانون شرکت‌های تجاری ایالت دلوور به‌عنوان مرجع اصلی حقوق شرکت‌ها در ایالات متحده، پیروی از قواعد سنتی مربوط به سرمایه قانونی را با چندین تغییر اساسی (حذف الزام به وجود حداقل سرمایه قانونی برای شرکت‌ها) ادامه داد؛ به‌موجب این تغییرات ارزش اسمی<sup>۵</sup> هر سهم باید

1- Legal Capital

2- Minimum Capital

۳- برای مشاهده نظریات مخالفان پیش‌بینی حداقل سرمایه قانونی در شرکت‌های تجاری ر.ک - Heydari, 2014: 157-161

۴- قانون‌گذار در ایران برای جلوگیری از نتایج نامطلوب چنین وضعی در مواد ۱۹۲ تا ۱۹۵ لایحه قانونی ۱۳۴۷، مقرراتی را پیش‌بینی کرده است تا با اجرای آن‌ها حقوق طلبکاران محفوظ بماند. شایان‌ذکر است این مقررات تنها ناظر به کاهش اختیاری سرمایه است؛ بنابراین بستانکاران شرکت، در کاهش اجباری سرمایه موضوع ماده ۱۴۱ لایحه قانونی ۱۳۴۷ ناچارند نتایج کاهش سرمایه را تحمل کنند.

5- Par Value

مشخص شود. همچنین محدودیت‌ها و الزاماتی که برای پرداخت مبلغ سهام پیش‌بینی شده است، در راستای پوشش کامل ارزش اسمی مشخص شده در سهام طراحی گردیده است. (Booth, 2006: 635)

در حقوق ایران به موجب ماده ۵ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت مصوب ۱۳۴۷، با اشاره به حداقل سرمایه قانونی لازم در شرکت‌های سهامی، کف این مبلغ مورد تصریح قرار گرفت. «مع‌ذکک با توجه به گذشت مدت‌زمان طولانی از وضع مقرر فوق و نوسانات عظیم اقتصادی، مبلغ مقرر به‌عنوان حداقل سرمایه، پاسخگوی تعهدات شرکت‌های سهامی نیز تأمین‌کننده حقوق بستانکاران و اشخاص ذی‌نفع مرتبط به این گونه شرکت‌ها نیست» (Paseban, 2014: 93) بنابراین ماده ۳۷۴ لایحه قانون تجارت مصوب کمیسیون حقوقی و قضایی مجلس با افزایش این رقم، در مقام همسان‌سازی مقتضیات قانون تجارت با اوضاع اقتصادی کنونی برآمد؛ اما در اقدامی قابل توجه، ماده ۴۷۵ در شرکت‌های سهامی خاص، مسیر گذشته تکرار و حداقل سرمایه موردنیاز برای تأسیس شرکت، پنج میلیون ریال قرار داده شد. بدین شکل تعارضی شدید میان این دو قالب شرکت به چشم می‌خورد. البته ماده ۴۸۳ لایحه پیشنهادی وزارت بازرگانی، در تنظیم مقررات، حداقل سرمایه لازم برای تأسیس شرکت سهامی عام مبلغ پنج میلیارد ریال و شرکت‌های سهامی خاص پانصد میلیون ریال دانسته است تا از تعارض احتمالی میان قواعد تأسیس این شرکت‌ها جلوگیری نماید.<sup>۱</sup> (Paseban, 2014: 93) در خصوص برخی از نهادهای مالی مانند بانک‌ها و صرافی‌ها به‌عنوان یکی از بارزترین انواع شرکت‌های تجاری علی‌رغم اینکه مشمول قانون تجارت می‌باشند، به دلیل ارتباط تنگاتنگی که میان فعالیت این نهادهای مالی با نظم عمومی اقتصادی وجود دارد، به موجب مصوبه شماره ۱۱۱۳ شورای پول و اعتبار مورخ ۱۳۸۹/۲/۲۱، حداقل سرمایه تعیین شده برای تأسیس آن‌ها بسیار بالاتر تعیین شده است. (Heydari, 2014: 155-156)

۱- در شرکت‌های با مسئولیت محدود و دیگر اقسام شرکت‌های اشخاص، قانون‌گذار حداقلی برای میزان سرمایه شرکت الزامی نکرده است؛ در نتیجه بستانکاران شرکت بدون حمایت و تکیه‌گاه قابل اتکا رها شده‌اند. از این رو اداره ثبت شرکت‌ها به تأسی از مقررات شرکت‌های سهامی خاص، تلاش نموده تا خلأ موردبحث را با التزام مؤسسين به تأمین دست‌کم یک میلیون ریال به‌عنوان سرمایه ضروری پر نماید. به‌منظور رفع ایرادات مطروحه در سطور فوق به‌موجب ماده ۷۴۲ لایحه اصلاحی قانون تجارت توسط وزارت بازرگانی ۱۳۸۴ «حداقل سرمایه نقدی شرکت با مسئولیت محدود یک‌صد میلیون ریال» تعیین گردیده است.



## ۲. تقسیم سود میان سهامداران

از دیگر قواعد پراهمیت در قالب قواعد حقوقی جزئی، محدودیت‌های پیش‌بینی شده در رابطه با تقسیم سود میان سهامداران است که شامل ممنوعیت اعطای سود و بازخرید سهام سهامداران می‌باشد. این قاعده درجایی که دارایی خالص شرکت از ارزش سهم سهامداران تجاوز نکند، باید به‌طور دقیق مشخص گردد. همچنین باید دیگر اشکال معاملاتی که به‌موجب آن دارایی شرکت را مستقیم یا غیرمستقیم، کمتر از ارزش بازار به سهامداران منتقل می‌کند - همچون بازخرید سهام، کمک مالی یک شرکت در تصاحب مالکیت سهامشان و معاملات پایین‌تر از قیمت بازار بین یک شرکت و اعضایش - را نیز در برگیرد. در واقع محدودیت بازگشت منافع ناشی از سرمایه به سهامداران، واکنشی در راستای حمایت از طلبکاران در مقابل خطر رفتارهای فرصت‌طلبانه سهامداران و شرکت است؛ زیرا تقسیم سود سبب کاهش دارایی خالص شرکت خواهد شد؛ حتی اگر شرکت از پرداخت دیونش ناتوان نشده باشد. (Armour, 2006: 8-9)

در حقوق ایران ماده ۱۳۲ قانون تجارت مصوب ۱۳۱۱ (بحث شرکت‌های تضامنی)، به ایجاد محدودیت‌های تقسیم سود میان شرکا اشاره کرده است؛<sup>۱</sup> زیرا سرمایه شرکت تضمین وصول طلب بستانکاران است و اگر در نتیجه ضررهای وارده سهم‌الشرکه شرکا کاهش یابد، مادام که این کمبود جبران نشده تأدیه هر نوع منفعت به شرکا ممنوع خواهد بود. (Paseban, 2014: 438) در واقع ترمیم سرمایه شرکت دارای اولویت نسبت به تقسیم سود میان شرکا و سهامداران است.<sup>۲</sup> (Eskini, vol.2, 2015: 201) همچنین ماده ۷۸۹ لایحه وزارت بازرگانی، در مورد شرکت‌های تضامنی و ماده ۱۷۲ لایحه مصوب کمیسیون قضایی و حقوقی مجلس، در مورد تمام اقسام شرکت‌های تجاری حکمی مشابه تدوین نموده است.

قواعد سلبی مربوط به تقسیم سود با ایجاد محدودیت‌های قانونی در راستای حمایت از حقوق

۱- قانون‌گذار در ماده ۱۵۴ در بحث شرکت‌های مختلط غیر سهامی، حکمی مشابه شرکت‌های تضامنی، در رابطه با شرکای با مسئولیت محدود مقرر داشته است.

۲- منظور از سود قابل تقسیم سود واقعی است. هرگاه سودی حاصل نشده باشد یا به دلیل ورود ضرر به شرکت، قسمت عمده سرمایه شرکت از بین رفته باشد، شرکا حق ندارند، تحت پوشش تقسیم سود، سرمایه باقیمانده شرکت را میان خود تقسیم کنند؛ زیرا طلبکاران نسبت به سرمایه شرکت دارای نوعی حق وثیقه هستند.

طلبکاران، دارای مفهومی متناظر و کارکردی ایجابی می‌باشد؛ یعنی قانون‌گذار با پیش‌بینی الزام به تقسیم سود میان سهامداران شرکت در فرض تحقق منافع واقعی، حمایت از حقوق سهامداران اقلیت و جلوگیری از سوءاستفاده سهامداران اکثریت را در هدف قرار داده است. بنابراین به موجب ماده ۹۰ لایحه قانونی ۱۳۴۷، در صورت وجود منافع، تقسیم ۱۰ درصد از سود ویژه سالانه یعنی سود خالص بین صاحبان سهام الزامی است. بدین شکل سهامداران اکثریت به دلیل موقعیت مسلطی که از آن برخوردارند، امکان محروم ساختن سهامداران اقلیت از حق قانونی خود یعنی «مطالبه سود حاصل از فعالیت‌های شرکت» است را نخواهند داشت (Tafreshi, 2015: 42)

### ب. ضوابط حقوقی کلی

در ادامه محدودیت‌هایی را که قانون‌گذار در قالب ضوابط و موازین کلی حقوقی بر رفتار نمایندگان شرکت‌ها وارد ساخته است، از جمله قواعد مربوط به معاملات با خود، همچنین اعطای وام و اعتبار به نمایندگان بررسی خواهد شد.

#### ۱. معاملات با خود

از شاخص‌ترین نمونه‌های وضع قواعد قانونی، مقررات مربوط به معاملات با خود<sup>۱</sup> توسط اشخاص تصمیم‌گیرنده در شرکت است. زمانی که شرکت توسط مدیران یا سهامداران کنترل‌کننده<sup>۲</sup> یا هردوی آن‌ها کنترل می‌شود، ممکن است نمایندگان به جای سهم نمودن دیگر سرمایه‌گذاران، از قدرتشان جهت منحرف کردن سرمایه شرکت به سود خود سوءاستفاده نمایند. (La Porta, 2008: 430-431)

معامله با خود، یکی از مشکلات ناشی از نمایندگی است که در حقوق شرکت‌ها سایه افکننده است. این معضل در نظام‌های قانونی کشورها به اشکال گوناگون همچون معاملاتی که بین یک شرکت و فرد کنترل‌کننده آن، شرکت فرعی<sup>۳</sup> یا اداره‌کننده و مدیر شرکت ظهور نموده است.

1- Self-Dealing Transaction

2- Controlling Shareholders

3- Subsidiary

(Milhaupt, 2003: 17-18)

در مواجهه معامله با خود، چهار راه‌حل اصلی خودنمایی می‌کند که عبارت‌اند از: ۱. ممنوعیت معامله با خود<sup>۱</sup>: راهکار افراطی ممنوعیت کامل این معامله با نگاه منفی به معاملاتی که به وسیله تعارض منافع، خدشه‌دار گردیده است، به صورت کلی امکان وقوع معاملات با خود را مسدود می‌سازد؛ ۲. معیار عادلانه بودن: در این راه‌حل معامله با خود مجاز بوده اما باید اقلیت در ازای آن جبران خسارت عادلانه‌ای دریافت نماید. زمانی که اقلیت ادعا نماید جبران خسارت غیرعادلانه است، دادگاه به بررسی دقیق عادلانه بودن خسارت به کل می‌پردازد. ۳. قاعده اکثریت از قاعده اقلیت: ۲ این راه‌حل مبتنی بر توسل به مکانیسم رأی‌گیری به‌عنوان ابزار تعیین منافع گروهی است؛ ۴. عدم مداخله: ۳ مبتنی بر خودداری از هرگونه مداخله در این گونه معاملات و واگذار کردن موضوع به الزامات بازار است. قائلین به این دیدگاه استدلال نموده‌اند، مکانیسم بازار فرصت ایجاد حمایت‌های مناسب برای سهامداران و شرکت را در مواجهه با معامله با خود توسط نمایندگان فراهم می‌سازد. (Milhaupt, 2003: 17-23)

در حقوق ایالات متحده و ایالت دلوور در زمینه ثبت شرکت‌های تجاری، معامله با خود موضوع معیار "کلاً عادلانه" بودن است.<sup>۴</sup> قانون شرکت‌های ایالت دلوور قاعده مسئولیت مبتنی بر تقصیر را در زمینه معاملات با خود اتخاذ نموده است. اگر چنین معاملاتی در دادگاه به چالش کشیده شود، سهامدار منتفع باید عادلانه بودن معامله و قیمت را به اثبات رساند. به دلیل ویژگی‌های مختلف بازار در ایالات متحده و نظام قضایی ایالت دلوور در وهله نخست، دادگاه تخصص منحصر به فردی در ارزیابی ارزش معاملات و به کار بردن قانون شرکت‌ها دارد. در تصمیمات صادره، دادگاه‌های ایالت دلوور کارکردهایی همچون کارآمدی، قابل اطمینان بودن و سرعت فزاینده برای یک جهان تجاری پر تحرک را به منصفه ظهور رسانده‌اند. در وهله دوم، مالکیت سهام به صورت گسترده‌ای میان سرمایه‌گذاران، پراکنده است؛ بنابراین بازاری فعال برای کنترل شرکت فراهم شده است. در نهایت بازار سرمایه ایالات متحده کارآمد است. در نتیجه به دلیل نظام قضایی کارآمد و فعالیت

- 1- Prohibition on Self-Dealing
- 2- The Majority of the Minority Rule.
- 3- Nonintervention
- 4- Delaware s Corporation Cod, § 144.

موازی سازوکارهای بازار، هزینه‌های قضایی و مذاکره پایین است. در چنین شرایطی، وضعیت بازار مشابه موقعیتی است که بازار فاقد هزینه‌های معاملاتی بوده و هرگونه راه‌حل، نتیجه کارآمدی خواهد داشت؛ بنابراین یک حمایت انعطاف‌پذیر در قالب قاعده مبتنی بر تقصیر، مناسب به نظر می‌رسد. قاعده مسئولیت در ایالت دلور از توسل به قاعده رأی‌گیری در مورد هر معامله با خود، خودداری کرده و دادگاه صرفاً زمانی به اعمال نظر خواهد پرداخت که اقلیت، ادعایی خاص در این زمینه مطرح سازد. (Goshen, 2003: 426-429)

قانون‌گذار ایران در ماده ۱۲۹ لایحه ۴۷ با دیده تردید به چنین معاملاتی نگرسته و حتی در صورت تجویز این معاملات را منوط به اطلاع بازرسان نموده است. ماده ۱۳۰، برای حفظ حقوق اشخاص ثالث، این معاملات را در مقابل ثالث معتبر دانسته؛ مگر در موارد تدلیس و تقلب که ثالث در آن شریک باشد. برای مثال اگر مدیری بدون اجازه هیئت‌مدیره، با شرکت معامله‌ای انجام داده باشد که مجمع عمومی بعداً آن را تصویب نکند، اگر وی موضوع معامله خود با شرکت را به شخص ثالثی بفروشد که از عدم تصویب مجمع اطلاعی نداشته باشد، معامله مدیر با ثالث صحیح بوده و شرکت نمی‌تواند ابطال این معامله را بخواهد و تنها می‌تواند مطالبه خسارات وارده را از مدیر ذینفع داشته باشد. (Tafreshi, 2015: 196) ماده ۱۳۱ لایحه، ضمانت اجرای معاملات با خود بدون اجازه هیئت‌مدیره را درخواست ابطال معاملات دانسته که منوط به عدم تصویب معامله از سوی مجمع عمومی عادی می‌باشد و این امکان فراهم است تا ابطال معامله توسط شرکت از دادگاه درخواست شود. از سوی دیگر صحت این معاملات توسط اعضای هیئت‌مدیره و مدیرعامل منوط به رعایت تشریفات متعددی است و حتی تأیید این معاملات، مسئولیت‌های سنگینی بر دوش افراد ذی‌نفع و موافقین آن قرار می‌دهد. این مهم بدلیل آن است که تمرکز قدرت نزد مدیران ممکن است به افزایش هزینه‌های ناشی از اشتباه در مدیریت منجر شود که در پی آن موجب تحمیل هزینه‌هایی برای سهامداران خواهد شد. (Seyed Ahmadi Sajadi, 2007: 111)

حال وضعیت قانونی معاملاتی که مدیران شرکت انجام می‌دهند در چهار فرض قابل بررسی می‌باشد. نخستین فرض مشتمل بر حالتی است که هیئت‌مدیره و مجمع عمومی اجازه چنین معامله‌ای را صادر کرده باشند. در این وضعیت معامله صحیح شناخته خواهد شد. دومین فرض

شامل حالتی است که اجازه هیئت‌مدیره وجود دارد، اما معامله به تصویب مجمع عمومی نرسیده است. در این زمینه بنا بر مفهوم مخالف ماده ۱۳۱ لایحه ۱۳۴۷ معامله مذکور صحیح است.<sup>۱</sup> (Heydarpour, 2002: 57) حال اگر بر اثر انجام معامله به شرکت خسارتی وارد آمده باشد، جبران خسارت بر عهده مدیرعامل ذی‌نفع و مدیرانی است که اجازه آن معامله را داده‌اند که متضامناً مسئول جبران خسارت وارده به شرکت می‌باشند. (Mohammadi & Bagheri, 2014: 348) سومین فرض هنگامی است که معامله بدون اجازه هیئت‌مدیره صورت گیرد، ولی به تصویب مجمع عمومی رسیده باشد. در فرض اخیر نیز به استناد مفهوم مخالف قسمتی از ماده ۱۳۱ لایحه ۱۳۴۷، معامله صحیح است. در آخرین فرض معامله صورت گرفته بدون اجازه هیئت‌مدیره و بدون تصویب مجمع عمومی باشد؛ در این صورت طبق ماده ۱۳۱ لایحه ۱۳۴۷ معامله قابل ابطال خواهد بود و شرکت می‌تواند تا سه سال از تاریخ انعقاد معامله و در صورتی که معامله مخفیانه انجام گرفته باشد تا سه سال از تاریخ کشف آن بطلان معامله را از دادگاه صلاحیت‌دار درخواست نماید. (Mohammadi & Bagheri, 2014: 349)

مهم‌ترین دستاورد مواد ۶۰۵ الی ۶۰۸ لایحه تجارت پیشنهادی وزارت بازرگانی، توجه خاص به معاملات سهامداران عمده و کنترل‌کننده شرکت، علاوه بر مدیران شرکت است، موضوعی که از نگاه قانون‌گذار سال ۴۷ مغفول مانده بود؛ بنابراین معاملات این دسته از سهامداران را تابع قواعد معاملات با خود قرار داده و آن‌ها را مشمول قواعد یکسان می‌داند تا از سوءاستفاده سهامداران عمده، جلوگیری و بر معاملات آن‌ها نظارت نمایند. قانون‌گذار در مواد ۲۲۵ الی ۲۳۰ لایحه تجارت مصوب کمیسیون قضایی و حقوقی مجلس، به صورت غیرمستقیم به معیار "عادل و منصفانه بودن" چنین معاملاتی اشاره داشته است. همچنین در ماده ۲۲۵ لایحه، شرکت‌های تابع یا فرعی در شمول مقررات مربوط به معاملات مذکور قرار گرفته است.

۱- باید توجه داشت مطابق ماده ۲۲۷ لایحه اصلاح قانون تجارت مصوب کمیسیون قضایی و حقوقی، حتی اگر یکی از تشریفات قانونی مربوط به این معاملات صورت نگیرد، مجمع عمومی قادر است ابطال معامله را از دادگاه درخواست نماید. لذا درجایی که معامله اجازه داده شده از سوی هیئت‌مدیره به تصویب مجمع نرسد، مجمع عمومی می‌تواند پس از استماع گزارش بازرس یا بازرسان شرکت، درباره درخواست اعلام بطلان معامله از دادگاه تصمیم مقتضی را اتخاذ کند.

در سال ۱۳۹۰ هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار دستورالعمل "الزامات افشای اطلاعات و تصویب معاملات اشخاص وابسته ناشران بورسی و فرابورسی" را تدوین نمود. از نوآوری‌های مهم آن بسط دامنه تعریف "اشخاص وابسته" است. در بند ۶ استاندارد حسابداری لازم‌الاجرا شماره ۱۲،<sup>۱</sup> مصادیق این اشخاص را گسترش داد. به موجب مواد ۳ و ۴ دستورالعمل، ناشران باید اطلاعات مربوط به اشخاص وابسته و معاملات مهم با این اشخاص را به تفکیک افشا نمایند. به موجب ماده ۷ مدیران ناشر نمی‌توانند بدون اجازه هیئت مدیره در معاملاتی که با ناشر یا به حساب ناشر صورت می‌گیرد، به طور مستقیم یا غیرمستقیم طرف معامله واقع یا سهام شوند. به موجب ماده ۸ در صورت وقوع معاملات با اشخاص وابسته، تصویب هیئت مدیره لازم است. در راستای حفظ حقوق و منافع سهامداران به موجب ماده ۹ دستورالعمل مذکور از یک سو در معاملات با اشخاص وابسته "معیار عادلانه بودن" مدنظر قرار گرفته است و از سوی دیگر توسل به ضمانت‌اجراهای ماهوی، خودداری و تنها بر مدیران متخلف ضمانت‌اجراهای انضباطی تحمیل کرده است. بدین شکل دستورالعمل اخیر تعیین وضعیت حقوقی چنین معاملاتی را به احکام وضع شده در قوانین موضوعه واگذار نموده است.<sup>۲</sup>

## ۲. اعطای وام و اعتبار به نمایندگان

از دیگر موضوعاتی که ارتباط نزدیک با مکانیسم معامله با خود دارد و سبب ایجاد نگرانی در

۱- "یک شخص در صورتی وابسته به واحد تجاری است که: الف. به طور مستقیم، یا غیرمستقیم از طریق یک یا چند واسطه: ۱. واحد تجاری را کنترل کند، یا توسط واحد تجاری کنترل شود، یا با آن تحت کنترل واحد قرار داشته باشد. ۲. در واحد تجاری نفوذ قابل ملاحظه داشته باشد. ۳. بر واحد تجاری کنترل مشترک داشته باشد. ب. واحد تجاری وابسته آن واحد باشد، ج. مشارکت خاص آن واحد باشد، د. از مدیران اصلی واحد تجاری یا واحد تجاری اصلی آن باشد، ه. خویشاوند نزدیک اشخاص بندهای "الف" یا "د" باشد و توسط اشخاص بندهای "د" یا "ه" کنترل می‌شود، تحت کنترل مشترک یا نفوذ درخور ملاحظه آنان است و یا اینکه سهم درخور ملاحظه‌ای از حق رأی آن به طور مستقیم یا غیرمستقیم در اختیار ایشان باشد، ز. طرح بازنشستگی خاص کارکنان واحد تجاری یا طرح بازنشستگی خاص کارکنان اشخاص وابسته به آن."

۲- برای مشاهده الزامات دیگر در رابطه با معاملات اشخاص وابسته ر.ک.: دستورالعمل الزامات افشای اطلاعات و تصویب معاملات اشخاص وابسته ناشران بورسی و فرابورسی مصوب ۹۰/۱۰/۳.

سطح شرکت‌های تجاری گردیده و یکی از مشکلات نمایندگی می‌باشد، اعطای وام و اعتباراتی است که نمایندگان به حساب خود یا نزدیکانشان، از شرکت تحصیل می‌نمایند. این امر در تضاد باهدف اولیه شرکت یعنی بیشینه ساختن سود آن از طریق سرمایه‌گذاری و گردش سرمایه‌ها در فعالیت‌های تجاری و تولیدی به نفع کلیه سهامداران است. از همین رو در ماده ۱۳۲ لایحه ۴۷ قواعد و ضمانت‌اجراهایی پیش‌بینی شده است.

بر اساس ماده ۱۳۲، مدیرعامل حق اخذ هیچ‌گونه وام و اعتباری را از شرکت ندارد؛ همچنین شرکت نمی‌تواند دیون مدیرعامل را تضمین یا تعهد کند. این‌گونه معاملات در دو فرض صحیح تلقی می‌شوند. نخست درجایی که شرکت وام (اعتبار) دهنده یا تضمین‌کننده، بانک یا شرکت‌های مالی و اعتباری باشند که در این صورت به شرط آنکه تحت قیود و شرایط عادی و جاری صورت گیرد، معتبر خواهد بود.<sup>۱</sup> (Bariklou, 2003: 38) دوم در فرضی که وام (اعتبار) گیرنده با مضمون‌عنه شخص حقوقی باشد. البته به درستی همان‌گونه که حقوقدانان بیان داشته‌اند تمایزی که قانون‌گذار میان شخص حقیقی و حقوقی عضو هیئت‌مدیره قائل شده است، قابل توجیه نیست؛ زیرا سرمایه شرکت تجاری به استثنای بانک‌ها و شرکت‌های مالی و اعتباری باید در گردش ثروت و تجارت بکار گرفته شود و پرداخت وام و اعتبار و تضمین دیون اشخاص اعم از حقیقی و حقوقی که ممکن است سرمایه شرکت را به خطر اندازد، باید قانوناً ممنوع گردد؛ بنابراین شرکت‌های تجاری به استثنای بانک‌ها و شرکت‌های مالی و اعتباری باید از پرداخت هرگونه وام و اعتبار با بهره یا بدون بهره، به اشخاص حقیقی و حقوقی و تضمین وام آن‌ها منع گردند.<sup>۲</sup> (Tafreshi, 2015: 199)

### بند دوم. تعیین شروط ورود و خروج از شرکت

دسته دوم از راهکارهای مقررات‌گذارانه، تعیین شرایط و قواعد ورود و خروج از شرکت برای

۱- به موجب ماده ۲۳۰ لایحه اصلاحی قانون تجارت کمیسیون قضایی و حقوقی، درباره بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری قیدی اضافه شده است که طی آن جزئیات معامله باید به همراه اظهار نظر بازرسان یا بازرسان به مجمع عمومی عادی گزارش شود.

۲- برای مطالعه ضمانت‌اجراها، جبران خسارت و تحولاتی که در خصوص اخذ وام و اعتبار توسط مدیران از شرکت رخ داده است ر.ک (Mohammadi & Bagheri, 2014: 342-343)

اصیلان، مدیران و نمایندگان است که پیش از برقراری رابطه میان طرفین درگیر در یک رابطه نمایندگی، از ایجاد یا گسترش هزینه‌ها ممانعت به عمل می‌آید؛ در واقع قانون‌گذاران بازار سرمایه در پی ایجاد مانعی در مسیر تحقق هزینه‌های نمایندگی در آینده بوده و به‌نوعی دست به اقدامی پیشگیرانه در این مسیر زده‌اند.

### الف. ورود به شرکت

اعمال قواعد ورود به شرکت‌های تجاری توسط سهامداران یا نمایندگان و مدیران شرکت، تنها از طریق شفافیت اطلاعاتی و گردش آزاد و جامع اطلاعات امکان‌پذیر خواهد شد. هرگونه تصمیم عقلایی به ورود و سرمایه‌گذاری در این شرکت باید مسبوق به آگاهی از اطلاعات مربوط به شرکت و ارکان آن باشد. از سوی دیگر بر ملا ساختن اطلاعات ضروری از ناحیه افرادی که تحت عنوان مدیران، نامزد ورود به شرکت هستند، در بسیاری موارد شرط ورود تلقی می‌گردد. شرط اخیر گاه در مورد سرمایه‌گذاران نیز اعمال می‌شود.

### ۱. افشای اطلاعات

چالش اطلاعات نامتقارن مسئله‌ای محوری در شرکت‌های تجاری و روابط فی‌مابین نمایندگان و اصیلان محسوب شده و از دلایل اصلی تحقق هزینه‌های نمایندگی است. توجه به این مسئله مقررات‌گذاران در این حوزه را به تنظیم قواعدی ترغیب ساخته است تا وظیفه افشای اطلاعات را بر دوش دارندگان آن قرار دهد. همچنین سطحی از اطلاعات را در دسترس افراد ذی‌نفع قرار داده تا سبب ایجاد نوعی تقارن اطلاعات گردد.

هنگامی که سرمایه‌گذاران به تأمین مالی و سرمایه‌گذاری می‌پردازند، به حقوقی دست می‌یابند که حمایت‌های خاصی از مسیر مقررات‌گذاری نصیب آن‌ها می‌شود. دسته‌ای از این حقوق افشای اطلاعات<sup>۱</sup> و مقررات مربوط به حسابرسی<sup>۲</sup> است. فقدان قوانین الزام‌کننده مؤثر، سبب می‌شود که افراد داخلی شرکت دلیلی بر پرداخت مطالبات طلبکاران یا توزیع سود به سهامداران نداشته باشند

1- Disclosure of information

2- Accounting Rules



که در نتیجه مکانیسم‌های مالی به سمت وسوی اختلال پیش خواهند رفت. ( La Porta, et al; 6-8: 2000) تمام سرمایه‌گذاران اعم از سهامداران یا طلبکاران که در سطح وسیع یا محدود اقدام به سرمایه‌گذاری کرده‌اند، به حقوق حمایتی از جمله قواعد ناظر به افشای اطلاعات نیازمندند. در صورت فقدان اطلاعات نمایندگان امکان انحراف از مسیر صحیح تقویت گردیده و در نتیجه فریب و تدلیس ناشی از انحراف، کارآمدی کاهش پیدا می‌کند.

شفافیت اطلاعاتی و تقارن اطلاعات<sup>۱</sup> در سطح بازار به دو شکل بر قواعد مربوط به ورود تأثیر می‌گذارد. از یک سو با وجود اطلاعات کافی از وضعیت و شرایط مالی شرکت، سرمایه‌گذاران با انتخابی دقیق، تصمیم به خرید سهام و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های تجاری خواهند گرفت. در واقع در بازار اوراق بهادار افراد هنگامی فعالیت خواهند کرد که به این باور رسیده باشند قیمت‌های موجود در آن بازار بیانگر ارزش واقعی اوراق بهادار است. حال ارزیابی قیمت اوراق بهادار و سهام شرکت‌ها مسلماً وابستگی تام به اطلاعات داخلی شرکت و نحوه گذران امور تجاری آن دارد. این اطلاعات که از آن به «اطلاعات نهانی»<sup>۲</sup> تعبیر می‌گردد فقط در اختیار اشخاص نزدیک به شرکت و مدیران آن قرار دارد.<sup>۳</sup> (Joneydi & Norouzi, 2008: 130) از سوی دیگر ورود مدیران به شرکت، نیازمند افشای کیفیت احتمالی عملکردشان پیش از انعقاد قرارداد نمایندگی با اسیلان است. بدین صورت با شفافیت اطلاعاتی راجع به توانایی‌های نمایندگان،

#### 1- Symmetric Information

#### 2- Inside Information

۳- دارندگان اطلاعات نهانی یعنی کسانی که این اطلاعات را در اختیار و تصرف دارند در یک تقسیم‌بندی کلی به دودسته تقسیم می‌شوند. ۱) دارندگانی که به دلیل جایگاهی که در شرکت‌های تجاری دارند به‌عنوان نخستین ایستگاه انتقال اطلاعات بشمار می‌روند و مشتمل بر مدیران، بازرسان، سهامداران عمده و اشخاص خارج از شرکت که طی برقراری یک رابطه مستقیم یا غیرمستقیم با شرکت خدمتی را انجام می‌دهند؛ ۲) در مقابل دارندگانی که در شرکت‌ها از موقعیت خاصی برخوردار نبوده، اما ممکن است در اثر وقوع یک حادثه به این اطلاعات پی ببرند. در واقع دارندگان رده دوم به‌صورت مستقیم یا غیرمستقیم اطلاعات نهانی را از دارندگان رده اول کسب می‌نمایند. باید توجه داشت تقسیم‌بندی مذکور از دارندگان اطلاعات نهانی مسبق به سابقه در متون قانونی ایران نیز می‌باشد؛ از جمله ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار ۱۳۸۴ که در مقام ممنوع کردن سوءاستفاده‌های رایج در بازار اوراق بهادار است، در بند ۱ بدون نامی از ببرد، اعمال ممنوعه‌ای مختص دارندگان رده اول را ذکر می‌کند. سپس در بند ۲ نیز بدون اینکه صریحاً نامی از دارندگان رده دوم ببرد، اعمال ممنوعه مختص گروه اخیر را ذکر می‌کند.

شرکت و اسیلان قادرند مدیرانی کارآمد را انتخاب و از این طریق از ایجاد هزینه‌های نمایندگی و تحمیل آن به خود مصون بمانند. (Kraakman, 2009: 49)

شرط افشای الزامی، به عنوان یک اصل در مقررات بازار سهام ایالات متحده هم در مورد شرکت‌هایی که سهامشان را به عرضه عمومی گذاشته‌اند و هم شرکت‌هایی که برای عرضه عمومی سهامشان به عموم آماده می‌گردند، اجرا می‌شود. به صورت دقیق در قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳<sup>۱</sup>، قانون بورس ۱۹۳۴<sup>۲</sup> و مقررات‌گذاری کمیسیون بورس اوراق بهادار ایالات متحده<sup>۳</sup> پیش‌بینی شده است. بر این اساس، شرکت‌های تجاری سهامی عام باید جزئیات مالی خود را به شکل متعارف که شامل انتشار اطلاعات به صورت سالانه<sup>۴</sup>، سه‌ماهه یا هنگامی که اطلاعات مهمی در رابطه با تغییرات شرایط مالی یا عملیات شرکت وجود دارد، منتشر سازند؛ اما چندین تغییر مهم در رابطه با افشای الزامی در ایالات متحده محقق گردید: ۱. شرایط تحمیلی جدیدی به وسیله کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا در دسامبر ۱۹۸۰ به مدیران تحقق یافت؛ ۲. سال ۱۹۹۹ کمیسیون بورس و اوراق بهادار، شرایط الزامی افشای اطلاعات مندرج در قانون اوراق بهادار ۱۹۳۴ را به شرکت‌های تجاری موجود در "بورس معاملات اوراق بهادار خارج از بورس"<sup>۵</sup> توسعه داد. چنین شرکت‌هایی تاکنون موضوع الزامات مربوط به افشای اطلاعات که در اصلاحات قانون اوراق بهادار ۱۹۶۴ درج شده بود، قرار نگرفته بودند. (Ferrell, 2004: 13-14,50-51)

تعهد به افشا توسط قوانین به دو صورت مثبت و منفی تحمیل شده است. تعهدات مثبت<sup>۶</sup> بیانگر

1- Securities Act of 1933.

2- Exchange Act of 1934.

3- U.S. Securities and Exchange Commission.

۴- پیروی قانون بورس ۱۹۳۴، مطابق بخش‌های ۱۲-۱۳، شرکت‌های تجاری عام باید در قالب گزارش سالانه جزئیات اطلاعاتی همچون نتایج مالی و عملیات شرکت، دعاوی حقوقی بر علیه شرکت، اطلاعات مربوط به اداره کنندگان و مدیران شرکت، گفتگو به وسیله مدیریت در رابطه با شرایط مالی شرکت را افشاء نمایند.

5- OTC Bulletin Board

سیستم قیمت الکترونیکی است که هم‌زمان به نمایش پرآورد قیمت‌ها، قیمت‌های آخرین فروش و میزان اطلاعات برای بسیاری از اوراق بهادار واسطه که در خارج از بورس اوراق بهادار ملی معامله می‌شوند، می‌پردازد.

6- Positive Disclosure Obligation

افشای الزامی اطلاعات، همچون شرایط سنتی قانون بورس ۱۹۳۴ است.<sup>۱</sup> تعهد منفی<sup>۲</sup> به مسئولیت قانونی حاصله ناشی از افشای نادرست یا عدم افشا مبتنی بر فریب یا وظیفه امانی<sup>۳</sup> در حقوق کامن لا، اشاره دارد.<sup>۴</sup>

در حقوق ایران با توجه به اهمیت نقش افشا، قانون‌گذار در قانون بازار اوراق بهادار به تکلیف "اطلاع‌رسانی" در بازارهای اوراق اولیه و ثانویه اشاره نموده است. همچنین آگاهی یا تقارن اطلاعاتی از پیش شرط‌ها و شرایط اساسی اعمال صحیح حق ورود به بازار سرمایه از سوی صاحبان خرد و کلان سرمایه می‌باشد. در ماده ۴۰ و ۴۱ این قانون، به تعهد مثبت افشای الزامی اطلاعات در فرآیند ثبت اوراق بهادار و ماده ۴۳ به تعهد منفی افشای اطلاعات تصریح شده است؛ یعنی برای تضمین و تکمیل این تعهد، مسئولیت قانونی برای جبران خسارات ناشی از ارائه اطلاعات نادرست و تخلفاتی که از سوی افراد دخیل واقع شده را شناسایی نموده است. حتی برای تکمیل این تعهد در ماده ۴۴، قابلیت متوقف و تعلیق نمودن عرضه عمومی اوراق بهادار، در صورت آگاهی از اطلاعات خلاف واقع، ناقص یا گمراه‌کننده از طرف ناشر در بیانیه ثبت یا اعلامیه پذیره‌نویسی مورد اشاره قرار گرفته است. در نهایت به موجب ماده ۴۵، با الزامی ساختن انتشار حداقل اطلاعات از سوی ناشری که مجوز انتشار اوراق بهادار خود را دریافت کرده است، سطحی از شفافیت یا تقارن اطلاعاتی را در حوزه بازار سرمایه ایجاد نموده است.

سؤال محوری که در حوزه افشای اطلاعات و ایجاد تقارن اطلاعاتی حائز اهمیت است، تعیین نقطه زمانی افشای اطلاعات است. مراحل مختلفی که اطلاعات طی می‌کند تا مورد استفاده عموم قرار گیرد مشتمل بر سه مرحله انتشار، دسترسی و تحلیل می‌باشد. در نخستین مرحله، اطلاعات تحت نظر سازمان بورس در رسانه‌هایی که از قبل مشخص شده برای اطلاع عموم منتشر می‌شود یا اینکه در موقعیتی قرار می‌گیرد که به راحتی توسط سرمایه‌گذاران قابل دسترسی باشد. در دومین مرحله، افراد اطلاعات منتشر شده را مطالعه و از آن آگاه می‌شوند. نهایتاً در سومین مرحله فعالان بازار سرمایه و معامله‌گران آتی اوراق بهادار، شخصاً یا به وسیله کارگزاری مورد اعتماد، اطلاعات

1- 15 U.S. Code. §78 m(a).

2- Negative Disclosure Obligation

3- Fiduciary

4- Rule 10b-5 Codifies such a Common Law-Based Obligation. 17 CFR §240.10b° 5.

منتشر شده را مورد تحلیل قرار می‌دهند. (Joneyi & Norouzi, 2008: 138-139) حقوق‌دانان از میان مراحل مختلف فوق، انتخاب سومین مرحله زمانی یعنی مرحله تحلیل را به‌عنوان آستانه افشا تعیین کرده‌اند و در رهنمون شدن به این نتیجه عنصر «عدالت و مصلحت» را ملاک عمل داده‌اند؛ مطابق این نظر ضرورت دارد افشای صحیح اطلاعات فرد را قادر سازد که با تحلیل اوضاع و پیش‌بینی آینده اوراق بهادار مورد نظر خود، از این اطلاعات در تصمیم برای معامله آن یاری بگیرد. همچنین عنصر عدالت و انصاف ایجاب می‌کند که آستانه افشا را مقید به زمانی بدانیم که عموم مردم فرصت معقول و متعارفی را برای تحلیل اطلاعات منتشر شده به دست آورده باشند. (Joneydi & Norouzi, 2008: 139-140)

در سال ۱۳۸۶، هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار به دلیل ضرورت افشای اطلاعات از سوی ناشرین اوراق بهادار در بورس و فرا بورس و پر کردن این خلأ، "دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان" را تصویب نمود. به موجب ماده ۲ "ناشر باید اطلاعات موضوع این دستورالعمل را در مهلت مقرر، ... به سازمان ارسال و هم‌زمان به طرقی که سازمان تعیین می‌کند جهت اطلاع عموم منتشر نماید." در فصل سوم به موارد افشا در سه دسته کلی گزارش‌ها، صورت‌های مالی سالانه و میان‌دوره‌ای، اطلاعات مربوط به مجامع عمومی اشاره شده است. به موجب ماده ۷ ناشران بورسی، غیر بورسی و بازار خارج از بورس باید گزارش و صورت‌های مالی را مطابق استانداردهای ملی تهیه و افشا نمایند. از اطلاعات مهمی که ناشرین مکلف به افشای آن گردیده‌اند، اطلاعات مربوط به پرداخت سود نقدی است (ماده ۱۲)؛ همچنین با توجه به ماده ۱۳ ناشرین موظف به افشای فوری اطلاعات مهم می‌باشند. این اطلاعات به موجب ماده ۱ عبارت است از: "اطلاعاتی درباره رویدادها و تصمیمات مربوط به ناشر که بر قیمت اوراق بهادار ناشر و تصمیم سرمایه‌گذاران تأثیر بااهمیت داشته باشد." طبق ماده ۲۰ که در مقام وضع ضمانت‌اجرا برای نقض و عدم رعایت الزامات این دستورالعمل بوده است بیان گردیده "... موضوع مطابق با فصل ششم قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران و مقررات انضباطی مربوطه پیگیری می‌گردد."<sup>۱</sup>

۱- در رابطه با الزامات مربوط به افشای اطلاعات ناشرین اوراق بهادار ر.ک.: دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان مصوب ۸۶/۵/۳ هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار.

## ۲. سرمایه‌گذار معتبر و مجاز

از دیگر شرایط مربوط به ورود، محدودیت خرید برخی اوراق بهادار است که خریداران به موجب آن باید حدنصابی از ارزش خالص<sup>۱</sup> اوراق یا مهارت کافی در این زمینه خاص را دارا باشند. مطابق کمیسیون اوراق بهادار ایالات متحده، محدودیت‌هایی برای تعدادی از سهامداران تحت عنوان "سرمایه‌گذاران مجاز و معتبر"<sup>۲</sup> ارائه شده است.

مطابق قوانین اوراق بهادار فدرال، شرکت یا صندوق خصوصی<sup>۳</sup> نمی‌تواند به عرضه یا فروش اوراق بهادار بپردازد، مگر معامله در کمیسیون اوراق بهادار ثبت یا از معافیت ثبت‌نام برخوردار باشد و فقط توسط شخص خاصی عرضه یا معامله شوند که اصطلاحاً "سرمایه‌گذار معتبر و مجاز" نامیده می‌شوند. هدف اساسی از این مفهوم، شناسایی اشخاصی است که می‌توانند متحمل خطر اقتصادی سرمایه‌گذاری چنین اوراق بهادار ثبت‌نام نشده‌ای گردند. سرمایه‌گذار معتبر و مجاز، در اساس شخص حقیقی است که دارای یکی از شرایط ذیل باشند: ۱. افرادی که درآمد دریافتشان فراتر از ۲۰۰ هزار دلار (۳۰۰ هزار دلار به همراه همسرش) در دو سال پیشین بوده و انتظار درآمد مشابهی نیز برای سال کنونی داشته باشند؛ ۲. افرادی که ارزش دارائی خالصی بالاتر از یک میلیون دلار، چه به تنهایی و چه با همسرشان (به استثنای ارزش محل سکونت یا مسکن) داشته باشند.

علاوه بر این، نهادهایی مانند بانک‌ها، شرکت‌ها، شرکت‌ها، مؤسسات غیرانتفاعی و تراست‌ها ممکن است سرمایه‌گذار معتبر و مجاز تلقی گردند. در چنین بستری، شخص بامهارت باید درآمدهای مذکور را دارا بوده یا شرکت و صندوق خصوصی عرضه‌کننده اوراق بهادار باید اطلاعات کافی در امور مالی و موضوعات تجاری داشته باشد تا به ارزیابی ارزش‌ها و خطرات چشم‌اندازهای سرمایه‌گذاری در آینده بپردازد.<sup>۴</sup>

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

1- Net Worth

2- Accredited Investors

3- Private Fund

4- 17 C.F.R.230.501(a),505,506 (SEC, Regulation D).

## ب. خروج از شرکت

حق خروج را می‌توان به‌عنوان دیگر ابزار مؤثر در راستای کاهش هزینه‌های نمایندگی قلمداد نمود. با توسل به راهکار اخیر سهامداران می‌توانند با خروج از وضعیتی که بسترساز وقوع هزینه‌های فراوان برای آن‌هاست، از متحمل شدن چنین هزینه‌هایی رهایی یابند.

### ۱. حق انتقال سهام

از دیگر راهکارهای مقررات‌گذارانه است که به‌صورت پیش‌بینی شرط خروج از شرکت خود را نمایان می‌سازد و به‌موجب آن اسیلان قادر هستند، با واگذاری حق مالکیت خویش به دیگری، خود را از رابطه با نمایندگان و در نتیجه تحمل هزینه‌های نمایندگی رها سازند. اصولاً قابلیت انتقال سهام در کنار اصل مسئولیت محدود دو ویژگی اساسی قالب شرکت تجاری بشمار می‌رود. (Thompson, 1999: 213)

در شرکت‌های سرمایه از جمله شرکت سهامی عام و خاص، شخصیت شرکا حائز نقش محوری در شرکت نیست، بلکه سرمایه و میزان آن از اهمیت فوق‌العاده برخوردار است. این امر سبب می‌گردد آزادی نقل و انتقال سهام به‌عنوان یک اصل خدشه‌ناپذیر، در این شرکت‌ها پذیرفته شود. با توجه به اینکه سهام شرکت‌های سهامی در دو قالب سهام بانام و بی‌نام عرضه می‌گردد، مطابق ماده ۲۴ لایحه ۱۳۴۷ هر ورقه سهم به‌طور مطلق اعم از بانام یا بی‌نام و اعم از اینکه مربوط به شرکت سهامی عام باشد یا خاص، سند قابل معامله تلقی شده است. مطابق ماده ۳۹ نقل و انتقال سهام بی‌نام به قبض و اقباض به عمل می‌آید ولی مطابق ماده ۴۰ انتقال سهام بانام باید در دفتر ثبت سهام شرکت به ثبت رسیده تا انتقال مذکور قانونی قلمداد گردد؛ بنابراین همان‌گونه که به‌درستی بیان گردیده است اصولاً نباید صاحب‌سهم را به‌طور کلی از انتقال سهام خود ممنوع کرد؛ زیرا قابلیت نقل و انتقال سهام و آزادی معامله آن از ویژگی‌های سهام شرکت‌های سهامی تلقی شده و همچنین به‌عنوان یکی از راهکارهای اصلی رهایی از پذیرش هزینه‌های نمایندگی توسط سهامداران خودنمایی می‌کند. (Tafreshi, 2015: 39-40)

در ماده ۴۱ لایحه ۴۷، در راستای پذیرش حق خروج سهامداران از شرکت و خلاصی از مدیران و نمایندگان فرصت‌طلب، مقرر می‌دارد: "در شرکت‌های سهامی عام نقل و انتقال سهام نمی‌تواند مشروط به موافقت مدیران شرکت یا مجامع عمومی صاحبان سهام بشود." لکن از مفهوم

مخالف ماده ۴۱ لایحه برمی آید که در شرکت‌های سهامی خاص، نقل و انتقال سهام می‌تواند مشروط به موافقت مدیران شرکت یا مجامع عمومی صاحبان سهام گردد؛ بنابراین قانون‌گذار اصل آزادی معامله سهام را در شرکت‌های سهامی خاص تا حدودی با محدودیت روبه‌رو ساخته است؛ اما به نظر می‌رسد با عطف به منطق مورد اشاره مبنی بر ناکارآمدی هرگونه محدودیت در مسیر اعمال این حق در شرکت‌های سرمایه‌مشمول بر شرکت‌های سهامی و با مسئولیت محدود<sup>۱</sup> و تحمیل هزینه نمایندگی به آن‌ها و تضاد این موانع با منطق پیشینه‌سازی ثروت، باید این دسته از محدودیت‌ها در شرکت‌های سهامی خاص نیز مورد انکار قرار گیرد. علی‌رغم امکان استناد به مفهوم مخالف ماده ۴۱، باید قائل بر این امر بود که مفهوم مخالف مذکور صرفاً ناظر به سهام بانام شرکت سهامی خاص است، نه سهام بی‌نام؛ زیرا طبق ماده ۳۹ لایحه ۱۳۴۷، نقل و انتقال سهام بی‌نام شرکت‌های سهامی اعم از سهامی عام و خاص، به قبض و اقباض به عمل می‌آید. (Tafreshi, 2015: 41)

در ماده ۵۲۰ لایحه اصلاح قانون تجارت پیشنهادی وزارت بازرگانی نیز به حق خروج اشاره شده و مشروط نمودن این حق خلاف مقررات تلقی گردیده است. همچنین در ماده ۴۱۷ لایحه تجارت مصوب کمیسیون حقوقی و قضایی مجلس نیز محدود نمودن واگذاری سهام در شرکت‌های سهامی عام به موجب اساسنامه نفی و حق خروج از شرکت را به صورت مطلق به رسمیت شناخته است.

۱- انتقال سهام در شرکت‌های با مسئولیت محدود نیز به‌عنوان یکی از اقسام شرکت‌های سرمایه، با تحمیل تشریفات به صاحبان سهام با محدودیت مواجه شده است. نخست به‌موجب ماده ۱۰۲ لایحه ۱۳۴۷ انتقال سهم شرکت‌ها منوط به رضایت حدنصاب کمی و کیفی مشخصی از صاحبان سرمایه شده است؛ علاوه بر این از لحاظ شکلی نیز انتقال سهام تنها زمانی رسمیت خواهد یافت که به‌موجب سند رسمی صورت گرفته باشد. (Paseban, 2014: 362-363) اما به‌درستی بیان گردیده است که برخی محدودیت‌های موجود در این شرکت‌ها و به‌ویژه در رابطه با نقل و انتقال سهام به دلیل ناکارآمدی و تعارضی که با ماهیت شرکت‌های سرمایه دارد باید برطرف و یا تعدیل گردد. از این‌رو به‌موجب ماده ۷۵۱ لایحه اصلاحی قانون تجارت مصوب وزارت بازرگانی، محدود ساختن انتقال سهم شرکت‌ها به موافقت سایر شرکا و یا مدیران شرکت هیچ ضرورتی نخواهد داشت. (Paseban, 2014: 100-101)

## ۲. حق استرداد ارزش سرمایه‌گذاری<sup>۱</sup>

دومین قسم از حقوق خروج از شرکت مبتنی بر حق استرداد ارزش سرمایه‌گذاری است. "بهترین نمونه این حق در حقوق شرکت‌های تجاری تکنیکی است که در بعضی نظام‌های حقوقی استفاده و حق ارزیابی و بافروش سهام به سهامدارانی که از انجام معاملات عمده معین توسط شرکت همچون ادغام ناراضی‌اند، داده شده که اجازه می‌دهد قیمت سهامشان را پیش از معامله اختلافی، از شرکت مطالبه نمایند تا از ورود زیان احتمالی به خود در آینده، پیش‌گیری کنند." (Kraakman, 2009: 49-50) تکنیک جبران خسارت مبتنی بر بافروش سهام و خروج از شرکت،<sup>۲</sup> در واقع قالب قانونی اعمال این حق محسوب می‌گردد. با اعمال این شیوه به سهامدارانی که نسبت به اعمال یا معاملات شرکت معترض هستند، امکان بروز مخالفت اعطا و حق بدیهی آن‌ها در اعتراض و خروج از شرکت به رسمیت شناخته می‌شود.

## گفتار دوم: راهکارهای حکمرانی و مدیریتی

دسته دوم از استراتژی‌های حقوقی کاهش هزینه‌های نمایندگی تحت عنوان "استراتژی‌های حکمرانی و مدیریتی"<sup>۳</sup> نام‌گذاری می‌شود. کارایی این استراتژی‌ها به توان اسیلان در اعمال حقوق کنترلی و نظارتی که به ایشان اعطاشده، وابسته است. هزینه‌های برقراری هماهنگی بین اسیلان جهت نظارت بر اعمال نماینده و تشخیص درستی رفتارهای وی و تصمیم‌گیری در اینکه چه اقدامی نمایند که عدم اجرای صحیح وظایف محوله به نماینده را مجازات نماید، گاهی بسیار بالا می‌باشد؛ بنابراین وجود هزینه‌های گزاف هماهنگ‌سازی به کارگیری این استراتژی‌ها در امر نظارت بر نمایندگان کنترل‌کننده شرکت، با موفقیت کمتری روبه‌رو ساخته و به نظر می‌رسد استراتژی‌های مقررات‌گذارانه معمولاً مفیدتر خواهد بود.» (Kraakman, 2009: 45-46)

در گفتار حاضر در رابطه با راهکارهای حکمرانی و مدیریتی، ابتدا به حق اعمال نظر اسیلان در قالب انتخاب و عزل نمایندگان و مدیران شرکت و امکان خلاصی اسیلان از تحمل بار

1- Right to Withdraw the Value

2- Appraisal Remedy

3- Governance Strategies



هزینه‌های نمایندگی که ناشی از تصمیمات نمایندگان است، به شکل واکنش پسینی یا پیشینی خواهیم پرداخت. جلوه پیشینی در قالب حق انتخاب مدیران و جلوه پسینی در هیئت حق عزل مدیران آشکار می‌گردد. متعاقباً حق تصویب اعمال و تصمیمات شرکت از ناحیه سهامداران مطرح می‌گردد. اهمیت این موضوع به دلیل ابهاماتی است که در تداخل اعمال این حق با بحث واگذاری حق تصمیم‌گیری امور شرکت از ناحیه اصیلان به نمایندگان وجود دارد.

### بند اول. انتخاب و عزل مدیران

چرا سهامداران رأی می‌دهند؟ در سؤال مذکور سه سؤال فرعی نهفته است: ۱. چرا سهامدار از حق رأی دادن برخوردار است؟ ۲. به چه دلیل سهامداران به تنهایی از حق رأی دادن بهره‌مندند؟ ۳. چرا سهامداران حق رأی خود را اعمال می‌نمایند؟ در ایالات متحده مطابق قوانین متعدد به شرکت‌ها اجازه داده شده تا هرگونه روش رأی‌دهی که خواستار آن هستند، ایجاد نمایند. برای مثال قانون‌گذار ایالت دلوور به شرکت‌ها اجازه داده است تا هر تعداد آرایشی را برای سهام در نظر بگیرند. همچنین به‌جای سهامداران، آرایشی را به صاحبان اوراق قرضه اعطا نماید.<sup>۱</sup> چنین قدرت رأی دادن ممکن است شخصاً یا به‌وسیله نماینده اعمال شود. (Easterbrook, 1983: 398)

از دیگر خصایص اصلی قالب شرکت تجاری، مدیریت شرکت به نمایندگی از مالکان و سرمایه‌گذاران است. حق نصب و عزل مدیران که خود ناشی از حق رأی دادن در شرکت‌هاست، از ارکان اصلی حکمرانی بشمار رفته و به‌موجب آن سهامداران قادر می‌گردند به‌صورت غیرمستقیم در اداره و اجرای سیاست‌های شرکت (افزایش سود) گام بردارند؛ زیرا نظام‌های مختلف حقوقی، اختیار تصمیم‌گیری در خصوص بخش اعظم امور را به هیئت‌مدیره واگذار نموده است؛<sup>۲</sup> در نتیجه حق تصمیم‌گیری سهامداران در رابطه با موضوعات عادی بازرگانی از آن‌ها سلب گردیده است. (Easterbrook & Fischel, 1983: 415)

1- Delaware s Corporation Cod, ژ 151(a), 221.

2- Delaware s Corporation Cod, ژ 141 (a).

### الف. انتخاب مدیران

حقوق حکمرانی شرکتی، به قواعد حاکم بر حق سهامداران به انتخاب مدیران توجه کرده است. هنگامی که سرمایه گذاران سهام شرکت‌ها را خریداری می‌کنند، حق رأی در زمینه انتخاب اعضای هیئت مدیره و دیگر موضوعات خاص شرکت را به دست می‌آورند.<sup>۱</sup> در واقع نظارت اصلی‌ای که در مورد هیئت مدیره و مدیران شرکت در اختیار سهامداران وجود دارد، از طریق حق سهامداران برای انتخاب هیئت در دوره‌های زمانی مشخص اعمال می‌گردد. بنابراین برای کاهش هزینه نمایندگی میان مدیران و سهامداران، مدت‌های کوتاهی برای مثال یک سال برای تصدی هیئت مدیره در قانون پیشنهاد می‌گردد. به همین منظور سهامداران حق خواهند داشت رأساً و به تشخیص خود اعضای هیئت مدیره را در هر زمان و بدون علت موجه و اعلام‌شده‌ای عزل نمایند تا از ایجاد هزینه‌های نمایندگی توسط مدیران ممانعت به عمل آید. (Gainan Avilov, et al; 2006: 324)

در بسیاری از شرکت‌ها اعضای هیئت مدیره به وسیله "رأی مستقیم"<sup>۲</sup> انتخاب می‌شوند. هر سهامدار به تعداد سهام خود، حق رأی دادن برای هر پست مدیریت دارد. اگر گروه سهامداران کنترل کننده ۵۱ درصد آراء را در اختیار داشته باشند، می‌توانند هیئت مدیره کاملی به واسطه آرای خود انتخاب نمایند. شماری از شرکت‌ها اعضای هیئت مدیره را از طریق رأی ادغامی<sup>۳</sup> انتخاب می‌کنند. یک سهامدار ممکن است آرای خود را برای انتخاب نامزد واحد، اختصاص داده یا میان بیش از یک کاندیدا توزیع نماید. (Bhagat, et al; 1984: 339) در سیستم رأی ادغامی، سهامداران اقلیت می‌توانند علی‌رغم مخالفت اکثریت سهامداران با انتخاب مدیری از ناحیه ایشان، به انتخاب تعدادی از اعضای هیئت مدیره پرداخته<sup>۴</sup> تا نماینده‌ای به دست آورند یا گروهی از خرده

۱- به موجب قانون شرکت‌های ایالت دلوور سهامداران ممکن است مدیران را مستقیماً یا به واسطه هیئت مدیره انتخاب نمایند. ر.ک.:

Delaware s Corporation Cod, ژ 102(b) (1), 109(b), 141(a) & (f), 228(a).

2- Straight Voting

3- Cumulative Voting

۴- قدرت سهامداران در انتخاب مدیران از جنبه دیگری نیز با محدودیت مواجه شده است که عبارت است از حضور "هیئت مدیره‌های متناوب" در اکثر شرکت‌های عمومی آمریکایی است که یک سوم از اعضای هیئت مدیره در هر سال انتخاب

سهامداران را قادر می‌سازد که یک «شخص غیر وابسته» را که ارتباطی با اکثریت یا مدیران ندارد، در هیئت‌مدیره وارد کنند. علی‌ای حال از طریق اعمال رأی ادغامی این امکان فراهم می‌گردد تا تأثیرگذاری سهامداران اقلیت در مقابل سهامداران اکثریت در شرکت‌ها فزونی یافته و سیاست‌گذاری در این شرکت‌ها به‌عنوان ملک لایطاق سهامداران اکثریت بشمار نرود و از تحمیل هزینه‌های نمایندگی توسط گروه اکثریت به ضرر گروه اقلیت ممانعت به عمل آید یا حداقل از شدت آن کاسته شود. (Gainan Avilov, et al; 2006: 325)

در قوانین مربوط به حقوق شرکت‌های ایران در ماده ۷۴ لایحه ۴۷، از وظایف اصلی مجمع عمومی مؤسس، انتخاب اولین مدیران شرکت است.<sup>۱</sup> ماده ۱۰۷ لایحه، اداره شرکت‌های سهامی را از وظایف هیئت‌مدیره‌ای دانسته است که از بین صاحبان سهام انتخاب می‌شوند.<sup>۲</sup> همچنین ماده ۱۰۸ مجمع عمومی عادی را صالح به انتخاب مدیران در زمان استمرار فعالیت شرکت دانسته است. (Paseban, 2014: 130-182) مطابق ماده ۱۰۹ مدت مدیریت مدیران در اساسنامه معین می‌شود. براین اساس هدف قانون‌گذار مدنظر قرار دادن نظر سهامداران در مورد کیفیت و نحوه مدیریت

---

می‌شوند. استفاده از چنین هیئت‌مدیره «نوبتی» عزل اکثریت هیئت‌مدیره را برای سهامداران دشوارتر می‌سازد و بالمال حفظ کنترل سیاست‌های شرکت در دست گروهی از مدیران را آسان‌تر می‌سازد. ر.ک: (Gainan Avilov, et al; 2006: 324-325) (Thompson & Edelman, 2005: 11)

۱- ماده ۴۴۲ لایحه قانون تجارت وزارت بازرگانی در تعریف «مدیران» مقرر کرده است: «به‌موجب تصمیم مؤسسين، مجمع عمومی، شرکا یا صاحب سرمایه در شرکت یک‌نفره حسب مورد به‌عنوان عضو هیئت‌مدیره، مدیر و یا مدیرعامل انتخاب شده‌اند. مدیر یا مدیران تصفیه نیز مدیر تلقی می‌شوند.» همچنین به‌موجب ماده ۵۵۸ آن و ماده ۱۶۳ لایحه قانون تجارت مصوب کمیسیون حقوقی و قضایی مجلس، انتخاب اولین مدیران از وظایف اصلی مجمع عمومی مؤسس است.

۲- سازمان بورس و اوراق بهادار در آخرین اصلاحیه منتشره از «دستورالعمل راهبری شرکتی» در تبصره ۱ از ماده ۳، میزان حداقل اعضای هیئت‌مدیره در شرکت‌های بزرگ را نسبت به لایحه ۴۷ افزایش داده و این تعداد را ۷ نفر اعلام نموده است. همچنین تبصره ماده ۱۹۵ لایحه مجلس بیان داشته است «تعداد اعضای هیئت‌مدیره در شرکت‌های سهامی عام، مختلط سهامی عام و تعاونی سهامی عام نباید از پنج عضو و در شرکت‌های سهامی خاص، مختلط سهامی خاص، تعاونی سهامی خاص و تعاونی غیر سهامی نباید از سه عضو کمتر باشد.» ماده ۵۹۳ لایحه وزارت بازرگانی نیز مرقوم داشته «حداقل تعداد اعضای هیئت‌مدیره در شرکت سهامی خاص سه و شرکت سهامی عام پنج عضو می‌باشد.»

۳- ماده ۵۹۱ لایحه وزارت بازرگانی و ماده ۱۹۶ لایحه مصوب مجلس نیز انتخاب یا عزل مدیر یا مدیران شرکت را با مجمع عمومی عادی دانسته است، مگر اولین مدیر یا مدیران شرکت که در مجمع عمومی مؤسس انتخاب می‌شوند.

مدیران بوده است. در واقع حق مالکان شرکت مبنی بر تعیین مدیران در طول زمان استمرار بخشیده شده است.<sup>۱</sup>

مهم ترین مقام اجرایی شرکت، مدیرعاملی است. در حقوق ایران امکان انتخاب مدیرعامل از سوی سهامداران با محدودیت مواجه شده است و این انتخاب توسط هیئت مدیره صورت می گیرد. به نظر می رسد منطبق این رویکرد باید بر اساس ماده ۱۲۵ مورد تحلیل قرار گیرد؛ بدین معنا که قانون گذار قصد داشته صلاحیت انتخاب مدیرعامل بر عهده مرجعی قرار گیرد که اختیارات او را نیز تعیین می سازد. بدین شکل هیئت مدیره به عنوان تعیین کننده حدود اختیارات مدیرعامل، صلاحیت انحصاری تعیین وی را نیز بر عهده خواهد داشت. ماده ۱۲۴ لایحه ۴۷، حدود اختیارات، مدت تصدی، حق الزحمه و طول دوره مدیریت را مقرر می نماید.<sup>۲</sup>

### ب. عزل مدیران

از آثار جانبی حق نصب مدیران، حق عزل ایشان است. یکی از ابعاد پراهمیت در زمینه این حق، اختیار عزل مدیران پیش از پایان مدت سمتشان می باشد.<sup>۳</sup> قانون گذار ایالت دلور اعمال بدون دلیل این حق را به عنوان یک قاعده تکمیلی مقرر در قانون که می توان در اساسنامه با درج شرطی در این خصوص برخلاف آن تراضی کرد<sup>۴</sup> یا ممنوع نمودن عزل بدون دلیل را به رسمیت می شناسد.<sup>۵</sup>

۱- لایحه وزارت بازرگانی به موجب ماده ۵۹۲ سقف مدت مدیریت مدیران را به سه سال افزایش داده است؛ اما لایحه مجلس به موجب ماده ۱۹۷ امکان منع نمودن انتخاب متوالی مدیران را به موجب اساسنامه مورد شناسایی قرار داده است.

۲- ماده ۶۰۲ لایحه وزارت بازرگانی و ماده ۲۳۸ لایحه مجلس در مورد مدیرعامل احکامی مشابه با لایحه ۴۷ بیان داشته اند. در ادامه ماده ۲۳۹ لایحه مجلس مقرر داشته "عزل و پذیرش استعفای مدیرعامل همواره با مدیران است." همچنین به موجب ماده ۱۱ دستورالعمل راهبری شرکتی مصوب سازمان بورس و اوراق بهادار وظیفه انتخاب مدیرعامل که بر عهده هیئت مدیره گذارده شده، غیرقابل تفویض اعلام شده است.

۳- در حقوق کامن لا و قانون دلور به ابقای مدیران تا پایان مدت مدیریت، اشاره و سهامداران تنها می توانند مدیران را با وجود دلیل عزل نمایند (ماده ۱۴۱ (ک) قانون شرکت های دلور). مطابق گفته جیمز کاکس و توماس هازن "مدیری که به صورت صادقانه به ارائه خدمات به شرکت می پردازد، می تواند علی رغم مخالفت اکثریت سهامداران به اداره شرکت تا پایان مدت مدیریتشان ادامه دهند." (Cools, 2005: 54-55)

4- 8.08(a) Revised Model Business Corporation Act.

5- Delaware s Corporation Cod, ژ 141(k)

همچنین با منع سهامداران مبنی بر درخواست تشکیل مجمع عمومی فوق‌العاده، حق عزل مدیران پیش از خاتمه مدت سمتشان را محدود می‌کند؛ مگر اینکه اساسنامه شرکت صریحاً اختیار این دعوت را به‌عنوان حقی برای سهامداران پیش‌بینی نماید.<sup>۱</sup>

در مجموع با برخورداری از قدرت جانشینی مدیران توسط سهامداران، ممکن است این‌گونه استدلال شود که سهامداران قادرند برای موضوعاتی که نسبت به آن اولویت قائل‌اند، این اطمینان را کسب نمایند که مدیران شرکت به آن اولویت‌ها توجه نموده، در غیر این صورت مدیران جدیدی که در راستای آن رجحان‌ها عمل می‌کنند، توسط سهامداران جایگزین مدیران پیشین خواهند شد؛ بنابراین به‌ندرت جایگزینی واقعی مدیران رخ می‌دهد؛ زیرا توانایی سهامداران به علت چنین جایگزینی‌هایی، تأثیری نیرومند در راستای ترغیب ساختن مدیران به پیروی از رجحان‌های سهامداران برجای می‌گذارد. (Bebchuk, 2005: 17-18) در نتیجه قدرت عزل نمایندگان و مدیران شرکت کارکرد بازدارنده<sup>۲</sup> نیز خواهد داشت که از سوءاستفاده‌های احتمالی مدیران از منافع سهامداران جلوگیری و بدین شکل هدف کاهش هزینه‌های نمایندگی در سطح شرکت‌ها حاصل می‌گردد.

حق انتخاب مدیران توسط سهامداران بعدی از حقوق بنیادین مالکان شرکت می‌باشد؛ اما بعد دیگر این حق که در واقع نتیجه حق نصب مدیران است، حق اصیلان به عزل نمایندگان خویش می‌باشد.<sup>۳</sup> قانون‌گذار در لایحه ۴۷ به صراحت معین نکرده است که عزل مدیر یا مدیران در صلاحیت چه مرجعی است؛ اما چون در ماده ۱۰۷ انتخاب آن‌ها را در صلاحیت مجمع عمومی قرار داده است، به لحاظ منطقی فقط مجمع عمومی باید بتواند آن‌ها را عزل کند اعم از اینکه مجمع عمومی عادی باشد یا فوق‌العاده. (Eskini, 2015: vol.1, 200) همچنین در ماده ۱۹۴ لایحه مصوب کمیسیون حقوقی و قضایی مجلس در قسمت اخیر خود به حق عزل اشاره نموده‌اند. علاوه

1- Delaware s Corporation Cod, §§211(b) and 211(d) & (Kraakman, 2009: 74-76)

2- Deterrence

۳- باید توجه داشت حق عزل نمودن مدیران توسط مجمع عمومی شرکت از اختیاراتی است که قانون‌گذار به این مجمع اعطا کرده است و به همین دلیل نیز نمی‌توان عدم عزل هیئت‌مدیره را در اساسنامه شرکت تجاری پیش‌بینی کرد (Asghari Aqmeshadi & Tafreshi, 2005: 47)

بر این لایحه وزارت بازرگانی در مواد ۵۹۰ و ۵۹۱، برکناری اعضای هیئت مدیره را در صلاحیت مجمع عمومی عادی شرکت قرار داده است. البته باید توجه داشت از ابعاد حق عزل مدیران، اختیار عزل ایشان پیش از پایان مدت سمت می‌باشد. (Gainan Avilov, et al; 2006: 324) راه‌حلی که دسته‌ای از حقوقدانان تحقق آن را به دلیل آمره بودن قاعده عزل مدیران، اجتناب‌ناپذیر دانسته‌اند. (Eskini, 2015: vol.1, 200) در لایحه ۴۷ یا در لوایح وزارت بازرگانی یا مجلس اشاره‌ای صریح به این امر نگردیده است. با توجه به مواد قانونی که در مورد حق نصب و عزل مدیران در قانون آمده است، به نظر می‌رسد امکان و اختیار عزل پیش از موعد مدیران باید به رسمیت شناخته شود تا یکی از ابعاد مهم حقوق حمایت‌کننده سهامداران و مالکان در برابر مدیران و نمایندگان شرکت محافظت شود.<sup>۱</sup>

### بند دوم. حق تصویب اعمال و تصمیمات شرکت

دسته‌ای دیگر از راهکارها، مبتنی بر اعطای حق تصویب<sup>۲</sup> تصمیمات شرکت و مدیران است که امکان مداخله در مدیریت شرکت توسط اصیلان را فراهم می‌سازد که البته با توجه به ماهیت قالب شرکت تجاری، به صورت محدود صورت می‌گیرد. در واقع شرکت‌ها به‌عنوان ابزاری برای واگذاری اختیار اداره آن به هیئت مدیران طراحی گردیده است. قوانین شرکت‌های تجاری در دادن حق تصمیم‌گیری مستقیم به سهامداران به شکل استثنایی عمل می‌کند. از همین رو صرفاً تصمیمات بااهمیت بالا، نیازمند تصویب سهامداران است و تنها زمانی حق تصمیم‌گیری در امور شرکت را دارند که منجر به تغییرات اساسی در ساختار مدیریتی شرکت شود یا موضوع تصمیم‌گیری معاملات عمده‌ای است که بالقوه می‌تواند در شرکت تجدید ساختار ایجاد کند.

### الف. اصلاحات اساسنامه

در شرکت‌های تجاری باوجود ازدیاد روابط مشارکت‌کنندگان که به‌وسیله قرارداد

۱- با توجه به ماده ۸۶ لایحه ۴۷، حق عزل مدیران پیش از موعد در صلاحیت مجمع عمومی عادی شرکت می‌باشد.

سازماندهی شده‌اند مانند انعقاد قرارداد با طلبکاران یا تنظیم توافقات سهامداران، حقوق شرکت‌ها دارای ابزار قراردادی خاصی تحت عنوان اساسنامه شرکت<sup>۱</sup> است که الزامات اساسی را با انعطاف پذیری بیشتر تدوین می‌نماید. اساسنامه شرکت معمولاً سه هدف بنیانی را دنبال می‌کند: ۱. تعیین ساختارهای اساسی حاکمیت در شرکت؛ ۲. ایجاد شرایط مستحکم از طریق فرآیند اصلاحات خاص؛ ۳. عام بودن آن‌ها. برعکس قراردادهای عادی (که تنها با تأیید همه طرفین قرارداد قابل اصلاح می‌باشند)، می‌توان اساسنامه شرکت را با میزان کمتری یعنی تأیید اکثریت طرفین اساسنامه اصلاح نمود. با توجه به اینکه اساسنامه سند هویت و نقشه راه شرکت‌ها بشمار می‌رود و سهامداران با توجه به این سند اقدام به خرید سهام یک شرکت به جای سهام شرکت‌های دیگر می‌کند، بنابراین به‌منظور کاهش یکی از اقسام هزینه‌های نمایندگی یعنی تسلط بلامنازع سهامداران اکثریت بر سهامداران اقلیت و حمایت از سهامداران اخیر و جلوگیری از تغییر اساسنامه به نفع سهامداران اکثریت یا عمده، ضرورت دارد آرای بالاتری برای تغییر اساسنامه لازم شمرده شود؛ بنابراین بهتر است به جای پذیرش اکثریت نسبی یا اکثریت مطلق آرای سهامداران حاضر در جلسه، اکثریت نسبی یا مطلق آرای کلیه سهامداران دارای حق رأی به‌عنوان حداقل آرای لازم برای تصویب تغییرات در اساسنامه تعیین گردد. (Gainan Avilov, et al; 2006: 268)

مطابق قانون شرکت‌های دلولور، طرح اصلاح اساسنامه به پیشنهاد هیئت‌مدیره و تأیید اکثریت صاحبان سهام منتشره صورت می‌گیرد.<sup>۲</sup> قوانین ایالات متحده حق مخالفت دوجانبه‌ای را فراهم می‌سازد، بدین معنا که هیچ هیئت‌مدیره‌ای بدون سهامداران نمی‌تواند اقدام به اصلاح اساسنامه نماید.<sup>۳</sup> برعکس، شرطی وجود دارد که با تأیید اکثریت بالا، سهامداران می‌توانند با پیشنهاد طرح اصلاحات در اساسنامه مخالفت نمایند و مدیریت نمی‌تواند اعتراضی به این موضوع داشته باشد. (Kraakman, 2009: 213)

1- Corporation Charter

2- Delaware s Corporation Cod, ژ 242.

۳- قانون شرکت‌های ایالت دلولور در فصل VIII به موضوع اصلاحات اساسنامه ثبت شده شرکت پرداخته است که شامل مواردی همچون تغییرات در سرمایه شرکت و یا ارزش سهام می‌شود. به‌نحوی که ماده ۲۴۱ به اصلاح اساسنامه ثبت شده شرکت پیش از وصول مبلغ پرداختی برای سهام و ماده ۲۴۲ به اصلاح اساسنامه ثبت شده شرکت بعد از وصول مبلغ پرداختی برای سهام در شرکت‌های غیر سهامی پرداخته است. در مواد ۲۴۳ و ۲۴۴ به بازنشستگی سهام و کاهش سرمایه پرداخته شده است.

رینیر کراکمن و برنارد بلک دو تن از برجسته‌ترین متخصصین حوزه حقوق شرکت‌ها و مقررات گذاری بازار سرمایه<sup>۱</sup> آمریکا، در تدوین "مدل خود اجرای حقوق شرکت‌ها" که در پاسخ به وضعیت کشورهای بلوک شرق و روسیه ارائه گردید تا در مسیر گام برداشتن به سوی نظام بازاری کارآمد یاری رسانند، قواعدی را در مورد حق مشارکت سهامداران در تصمیمات شرکت قرار داده‌اند. به اعتقاد آن‌ها مطابق اصل حمایت از سهامداران در مقابل تغییرات قواعد حاکمیتی، اصلاحات اساسنامه چنانچه در رابطه با حق بازخرید سهام<sup>۲</sup> و خروج از شرکت یا کاهش حقوق طبقه‌ای از سهام منتشره شود، نیاز به تأیید رأی موافق دوسوم از سهام دارد<sup>۳</sup> و مطابق قاعده افزایش کنترل سهامداران در این قواعد، نیازی به تأیید هیئت‌مدیره نمی‌باشد.

این ساختار حاکمیتی از امتیازات چندگانه‌ای برخوردار است. در وهله نخست تضمین معیار مسئولیت و پاسخگویی؛ زیرا سهامداران آگاه هستند چنانچه امور به سمت نادرستی هدایت شود چه کسی باید سرزنش شود؛ دوم ایجاد بستر مناسب جهت عملکرد منطقی هیئت‌مدیره در تصمیمات خود؛ سوم فراهم نمودن امکان دو بازنگری در مورد معاملات مهم یا مشکوک<sup>۴</sup> یکی توسط هیئت‌مدیره و دیگری توسط سهامداران. قطع نظر از انتخاب اعضای هیئت‌مدیره، سهامداران جهت پیشگیری از اعمال تصمیمات یک‌جانبه که اعضای هیئت‌مدیره پیشنهاد می‌دهند، این تصمیمات را مورد بازنگری قرار می‌دهند. البته باید توجه داشت این فرآیند متأثر از محدودیت اطلاعات در دسترس بسیاری از سهامداران است. (Kraakman, et al; 1996: 1941-1943)

در حقوق ایران رویکرد قانون‌گذار اصولاً سهامدار محور است؛ زیرا در موقعیت‌های گوناگون، حق تصمیم‌گیری به سهامداران واگذار شده است. با توجه به صلاحیت‌های مذکور برخلاف حقوق ایالات متحده که اختیار تصمیم‌گیری سهامداران محدود به موارد استثنایی و بسیار ضروری شده است، در حقوق ایران حتی در رابطه با موضوعات کم‌اهمیت‌تر شرکت نیز سهامداران صالح به

1- Capital Market Regulation

2- Share Repurchases

۳- برای تأیید دیگر اعمال شرکتی، میزان رأی خاصی مورد نیاز است که اساسنامه می‌تواند مقدار بیشتری را مقرر دارد، اما قادر به تعیین رأی پایین‌تر، نخواهد بود.

4- Suspect



تصمیم‌گیری شده‌اند.

از مهم‌ترین موضوعاتی که در حیطه تصمیم‌گیری سهامداران قرار گرفته، اصلاح اساسنامه است که باید به تصویب ایشان برسد. در واقع قانون‌گذار برای تطبیق وضع شرکت با واقعیت‌های اقتصادی موجود، تغییر اساسنامه را به موجب تصمیم اکثریت شرکا در قالب مجمع عمومی تجویز کرده است. همچنین قانون‌گذار برای حفظ مصالح سهامداران در فرآیند تغییر اساسنامه، دخالت مجمع عمومی فوق‌العاده را در تحقق این امر ضروری تلقی کرده است که برای تشکیل آن و تصمیم‌گیری در مورد حدنصاب، اکثریت بیشتری را ضروری دانسته است؛ بنابراین به موجب ماده ۸۳ لایحه ۴۷ و با حصول اکثریت مقرر در مواد ۸۴ و ۸۵ این قانون، امکان اصلاح اساسنامه با مجمع عمومی فوق‌العاده خواهد بود. علاوه بر این به دلیل آمره بودن صلاحیت مجمع عمومی فوق‌العاده در تغییر مفاد اساسنامه، صلاحیت مذکور برای این مجمع حالت انحصاری داشته و به جز در مورد تغییر سرمایه شرکت قابل تفویض به نهادهای دیگر شرکت همچون هیئت‌مدیره نمی‌باشد.<sup>۱</sup> (Eskini, 2015: vol.2, 248)

حال به منظور جلوگیری از ایجاد هزینه نمایندگی ناشی از تسلط سهامداران اکثریت بر سهامداران اقلیت، اختیار مطلق مجمع عمومی در ایجاد هرگونه تغییر در مواد اساسنامه، با استثنائاتی همراه گردیده است. نخست. به موجب ماده ۹۳ لایحه ۴۷ حقوق راجع به سهام ممتاز قابل تغییر نیست، مگر با جلب موافقت دارندگان نصف بعلاوه یک این گونه سهام و تصمیم مجمع عمومی صاحبان سهام در مورد تغییر در حقوق این گونه سهام تنها در صورت تحقق موافقت اکثریت فوق قطعیت خواهد یافت. دوم. اختیار مجمع عمومی در تغییر اساسنامه نمی‌تواند تا آنجا پیش رود که به حقوق فردی سهامداران لطمه وارد شود. از طرفی قانون‌گذار دسته‌ای از تغییرات اساسنامه را به دلیل تحمیل هزینه نمایندگی گزاف بر دوش اصیلان، اصولاً ممنوع اعلام کرده است از جمله افزایش تعهدات سهامداران و تغییر تابعیت شرکت. به موجب قسمت اخیر ماده ۹۴ لایحه ۴۷، هیچ مجمع عمومی با هیچ اکثریتی نمی‌توان بر تعهدات صاحبان سهام افزود. علاوه بر این بر اساس ماده

۱- ماده ۵۷۰ لایحه قانون تجارت مصوب وزارت بازرگانی و ماده ۱۷۵ لایحه قانون تجارت مصوب کمیسیون حقوقی و قضایی مجلس نیز اختیار اصلاح اساسنامه را به مجمع عمومی فوق‌العاده اعطا کرده است.

۹۴، جز با اتفاق آراء تمام سهامداران نمی توان تابعیت شرکت را تغییر داد. (Eskini, 2015: vol.2, 248-250)

### ب. ادغام

موضوع پراهمیت دیگر، تصمیم گیری در رابطه با معاملات مهم همچون ادغام است. اصولاً روابط میان مشارکت کنندگان در شرکت می تواند به وسیله ادغام دگرگون شود. از این رو نظام های حقوقی واکنش خاصی در رابطه با ادغام ها و دیگر روش های یکی شدن در نظر گرفته اند. خصوصیت کارکردی بسیاری از ادغام ها ایجاد دگرگونی اساسی در شرکت است که سبب افزایش مشکلات نمایندگی می گردد.

ادغام یعنی مشترک شدن دارایی ها و مسئولیت های دو یا چند شرکت در داخل یک بنگاه است و بدین صورت شرکت های سابق یک ماهیت ترکیبی (شرکت باقی مانده)<sup>۱</sup>، یا یک شرکت کاملاً جدید (شرکت ظاهر شده)<sup>۲</sup> را می سازند. برخلاف بسیاری از نظام های حقوقی، ایالات متحده شامل ایالت دلوور و ایالات تابع قانون بازنگری شده نمونه شرکت های تجاری<sup>۳</sup>، اکثریت ساده از سهام منتشره را برای تأیید ادغام یا دیگر اقسام سازمان دهی مجدد شرکت لازم می دانند؛ با این حال ممکن است این اکثریت به سادگی به ۷۰٪ یا بیشتر از سهامی که نوعاً دارای حق رأی هستند افزایش یابد.<sup>۴</sup> بنابراین تأیید سهامداران هر دو طرف مشارکت کننده در ادغام به طور عادی مورد نیاز است تا در نهایت ادغام بتواند به منصفه ظهور برسد. (Kraakman, 2009: 230-231)

در تمام اشکال حقوق شرکت ها، ساختار اساسی حاکمیتی و قواعد رأی گیری صرفاً به معاملات تجاری عادی نپرداخته اند، بلکه معاملات بسیار بزرگ، مشکوک یا بالقوه دگرگون کننده نیز موضوع مقررات گذاری های خاص طراحی شده در راستای حمایت از سهامداران بیرونی نسبت به خطرات بالایی که سوءاستفاده از این سازوکارها ممکن است پدید آورد قرار گرفته اند. رویکرد

1- Surviving Company

2- Emerging Company

3- RMBCA States

۴- ماده ۲۵۱ (سی) قانون شرکت های دلوور؛ ماده ۱۱,۰۴ (ای) قانون بازنگری شده نمونه شرکت های تجاری. اگر فقط ۷۰٪

سهامداران در رأی گیری شرکت نمایند، بیشتر از ۷۱٪ رأی سهامداران باید معامله ای را تأیید نماید تا اکثریتی از سهام منتشره فراهم گردد.

خود-اجرای مقررات‌گذاری،<sup>۱</sup> به‌جای ممنوع ساختن این‌گونه معاملات، آن‌ها را از طریق تنظیم ساختارهای الزام‌آور به‌قاعده درمی‌آورد. معاملات مذکور مشتمل بر ادغام‌ها و معاملات خاص مشابه، معاملات نفع شخصی طلبانه،<sup>۲</sup> معاملات کنترل و بازخرید سهام است که به‌استثنای معاملات کنترل، در دیگر اشکال معاملات تأیید هر دو رکن هیئت‌مدیره و سهامداران (اغلب به‌وسیله رأی بالای اکثریت) برای تحقق آن‌ها موردنیاز است.

باید توجه داشت ادغام‌ها از دو جهت ممکن است منجر به ایجاد هزینه نمایندگی در شرکت‌های تجاری گردد؛ نخست این شکل مهم از تجدید سازمان شرکت به‌احتمال‌زیاد ماهیت سرمایه‌گذاری سهامداران را در حد زیادی تغییر خواهد داد. بنابراین توأم با خطر بالای ورود زیان به سهامداران اقلیت ناشی از تصمیم سهامداران اکثریت نسبت به سازمان‌دهی مجدد شرکت می‌باشد. دوم این‌گونه تغییرات معمولاً حقوق طلبکاران و طرف‌های معامله با شرکت را نیز هدف قرار داده و بدین‌شکل طلبکاران و طرف‌های معامله با شرکت در مواجهه با این ادغام‌ها با یک سردرگمی جدی برای وصول مطالبات یا تعهدات ناشی از قرارداد که به نفع آن‌ها ایجاد شده است روبه‌رو خواهند شد؛ بنابراین حقوق شرکت‌ها باید حاوی قواعد حمایتی از اصیلان شرکت باشد تا در مقابل تصمیم نمایندگان شرکت مبنی بر ادغام، هزینه‌های ناشی از این تغییرات را به آن‌ها تحمیل نسازد. این مهم از دریچه لزوم اکثریت مطلق آراء برای اجرایی ساختن ادغام حاصل می‌شود و بدین‌شکل حتی در فرض تحقق ادغام برای سهامداران مخالف ادغام حق ارزیابی و بازفروش سهامشان به رسمیت شناخته می‌شود. همچنین در راستای حمایت از طلبکاران شرکت‌های موضوع ادغام، طلبکاران باید حق داشته باشند پرداخت دیون شرکت را قبل از سررسید درخواست کنند. حتی در حداقلی‌ترین شکل حمایت، باید پیش از تحقق ادغام، لزوم ارسال اطلاعیه به طلبکاران به رسمیت شناخته شود. این اطلاعیه به طلبکاران اجازه می‌دهد که حقوق قراردادی، به اجرا گذاشته شود و چنانچه منطقاً بتوان آثار نامطلوبی را پیش‌بینی کرد، طلبکاران بتوانند پیش از سررسید دین، طلب خود را مطالبه کنند. (Gainan Avilov, et al; 2006: 270-273)

1- Self-Enforcing Regulation Approach

2- Self-Interested Transactions

در حقوق ایران قانون تجارت ۱۳۱۱ و لایحه ۴۷ اشاره‌ای به بحث ادغام شرکت‌های تجاری نکرده‌اند. در موارد خاصی نیز که مقرراتی برای ادغام شرکت‌های تجاری ناظر به ادغام بعضی شرکت‌های سهامی دولتی، شرکت‌های بیمه، بانک‌ها و شرکت‌های تعاونی وضع گردیده است، به لحاظ خاص بودن آن‌ها، مقرراتشان قابل تسری به سایر شرکت‌های تجاری نیست. (Tafreshi & Beygi Habib Abadi, 200: 83) در نتیجه بر اساس لایحه ۴۷ چون اشاره‌ای به صلاحیت تصمیم‌گیری معاملات پراهمیت همچون ادغام، نشده است؛ بنابراین باید قائل بر این نظر بود که ادغام تنها با انحلال شرکت میسر است، در نتیجه به استناد ماده ۸۳ می‌توان نتیجه گرفت که تصمیم‌گیری در رابطه با ادغام با مجمع عمومی فوق‌العاده است.<sup>۲</sup>

به موجب قوانین اخیرالتصویب همچون قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۳/۶/۱۱ مجلس شورای اسلامی که با پیشنهاد مجمع تشخیص مصلحت نظام به دولت ابلاغ گردید، بر اساس بند الف ماده ۴۰، ادغام شرکت‌های تجاری تا زمانی که سبب ایجاد تمرکز و بروز قدرت انحصاری نشود، به شکل یک‌جانبه (بقای یکی از شرکت‌ها) و ادغام دو یا چندجانبه (محو شخصیت حقوقی شرکت‌های ادغام شونده) و ایجاد شخصیت حقوقی جدید تنها با تصویب چهارپنجم صاحبان سهام در مجمع عمومی فوق‌العاده شرکت‌های سهامی یا چهارپنجم صاحبان سرمایه در سایر شرکت‌های تجاری موضوع ادغام، مجاز خواهد بود. بدین شکل برای صیانت از حقوق سهامداران اقلیت، برای تحقق ادغام موافقت اکثریت

۱- ماده ۵۸ قانون تأسیس بیمه مرکزی ایران و بیمه‌گری مصوب ۱۳۵۰/۴/۸؛ در مورد ادغام شرکت‌های سهامی دولتی ر.ک: لایحه قانونی ادغام شرکت‌های وابسته به مزارت اطلاعات و تبلیغات مصوب ۱۳۵۸/۲/۴؛ لایحه قانونی ادغام شرکت ملی ذوب آهن ایران و شرکت ملی صنایع فولاد ایران و تشکیل شرکت ملی فولاد ایران مصوب ۱۳۵۹/۹/۲۸؛ در مورد شرکت‌های تعاونی ر.ک: ماده ۵۳ قانون بخش تعاونی اقتصاد جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۷۰ و در خصوص بانک‌ها ر.ک: مواد ۱۷ و ۱۸ لایحه قانونی اداره امور بانک‌ها مصوب ۱۳۵۸/۷/۷.

۲- برعکس لایحه ۴۷، ماده ۵۷۰ لایحه وزارت بازرگانی و ماده ۱۷۵ لایحه مصوب مجلس، صلاحیت تصمیم‌گیری در مورد ادغام را به مجمع عمومی فوق‌العاده شرکت سپرده است.

بالایی از سهامداران باید به منصفه ظهور برسد.<sup>۱</sup> همچنین در راستای حمایت از طلبکاران و طرف‌های معامله با شرکت‌های موضوع ادغام در ادامه ماده فوق بیان گردیده که کلیه حقوق، تعهدات، دارایی، دیون و مطالبات شرکت یا شرکت‌های موضوع ادغام به شرکت پذیرنده ادغام یا شرکت جدید انتقال خواهد یافت. از این طریق طلبکاران و طرف‌های معامله با شرکت ادغام‌شده قادر خواهند برای وصول مطالبات خویش و یا الزام طرف دیگر به اجرای تعهدات ناشی از قرارداد، به شرکت پذیرنده ادغام یا شرکت جدید مراجعه نمایند. (Tafreshi, 2011: 128-129)

### ج. جبران خسارت مبتنی بر حق بازفروش سهام

شرکت‌های تجاری مطابق قوانین شرکت‌های مدرن به‌عنوان سازمان‌های دموکراتیک که مشمول قواعد اکثریت هستند، شناخته می‌شوند. در نتیجه سهامداران اکثریت ممکن است اعمالی را صورت دهند که منجر به ایجاد تأثیرات کوتاه‌مدت به شکل پایین آوردن قیمت سهام شود تا از این طریق منافع متعلق به سهامداران اقلیت در شرکت را در وضعیتی که قیمت‌های سهام به‌صورت تصنعی پایین نگاه داشته شده، کسب نمایند.

به سهامداران اقلیت حقوق قانونی محدودی اعطاشده است تا به‌عنوان مانعی در برابر قاعده فراگیر اکثریت عمل نماید؛ بنابراین در فرضی که شرکت اقداماتی به عمل آورده که منجر به تغییر اساسی در ماهیت شرکت یا ماهیت سرمایه‌گذاری سهامداران می‌شود و سهامداران آن اعمال را تصویب نمی‌کنند، باید قواعد حمایتی خاصی به نفع سهامداران مخالف پیش‌بینی گردد. (Gainan Avilov, et al; 2006: 276) یکی از این حقوق حق مخالفت در برابر اقدامات مهمی همانند

۱- به‌موجب ماده ۱۰۵ قانون برنامه پنج‌ساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران (۱۳۹۴-۱۳۹۰) مصوب ۱۳۸۹/۱۰/۱۵ مجلس شورای اسلامی که در تاریخ ۱۳۸۹/۱۰/۲۵ به تائید مجمع تشخیص مصلحت نظام رسیده است، برخلاف رویه‌ای که در راستای حمایت از سهامداران اقلیت، تحقق اکثریت آرای بالایی از سهامداران را برای ادغام ضروری می‌دانست، این بار تصویب ادغام را به مقررات اساسنامه شرکت ادغام شونده ارجاع داده است. بدین شکل امکان وقوع ادغام با حداقل آراء نیز توسط سهامداران فراهم می‌گردد و همین امر امکان بروز هزینه نمایندگی و تحمیل آن به سهامداران اقلیت در شرکت‌های تجاری شدت خواهد یافت.

ادغام‌ها و تغییرات بنیادی در شرکت<sup>۱</sup> در قالب حق ارزیابی و بازاریابی سهام توسط سهامداران مخالف است.<sup>۲</sup> این حق گاهی به عنوان حق مخالفت یا جبران خسارت مبتنی بر بازاریابی سهام<sup>۳</sup> نامیده می‌شود. مقررات مربوط به شرکت‌های تجاری در هر ایالت شامل حداقل تعدادی اشکال این قسم جبران خسارت است.<sup>۴</sup> همچنین امکان استرداد سهام توسط سهامدار، به وسیله خرید دوباره سهام آن‌ها به بهای عادلانه یا معادل آنچه از طریق اقامه دعوی حق فروش تعیین می‌شود، تسهیل می‌گردد و سهامدار می‌تواند با تعیین مهلت زمانی، تقاضای استرداد و بازپرداخت ارزش سهام مذکور را مطرح نماید و در صورت عدم بازپرداخت می‌تواند از طریق دادگاه موضوع را پیگیری کند. از سوی دیگر، زمانی که این حق در دسترس نباشد، سهامداران ناراضی سعی می‌کنند سهامشان را به فروش رسانده یا از طریق متقاعد نمودن دادگاه مبنی بر اینکه نمایندگان شرکت، در حال نقض وظایفشان بوده که این امر منجر به ورود خسارات مالی به شرکت خواهد شد، مانع جدی در مسیر اقدامات نمایندگان شرکت ایجاد نمایند. (Levmore, et al; 1985: 429)

حداقل چهار نوع "وقایعی" که منجر به حق بازاریابی سهام می‌شوند، عبارت‌اند از: ۱. ایجاد ادغام در شرکت به وسیله مصوبات مجامع؛ ۲. فروش تمام یا تقریباً تمام دارایی‌های شرکت؛ ۳. فروش دارایی‌های شرکت مطابق توضیح فوق از طریق انحلال<sup>۵</sup> و تصفیه آن؛ ۴. اصلاح اساسنامه. (Levmore, 1985: 445)

جبران خسارت مبتنی بر بازاریابی سهام و خروج از شرکت، ابزار سنتی و قدیمی حقوق

۱- مطابق قانون نمونه شرکت‌های تجاری، در برابر وقایع ذیل جبران خسارت مبتنی بر فروش سهام در دسترس سهامدار می‌باشد:  
 ۱- انجام طرح ادغام؛ ۲- انجام طرح عوض کردن سهام؛ ۳- فروش یا عوض کردن تمام سهام؛ یا بطور قابل ملاحظه‌ای تمام اموال خارجی شرکت از جریان عادی و قانونی تجارت؛ ۴- اصلاحات خاص در مورد مواد ثبت شده شرکت. ر.ک:

MODEL BUS. CORP. ACT § 13.02(a) (1991)

2- Delaware s Corporation Cod, ژ 242, MODEL BUS. CORP. ACT § 13.02(a).

3- Appraisal Remedy

۴- جبران خسارت دارای یک کارکرد پیشینی یعنی بازداشتن افراد داخلی شرکت از توسل به معاملات نادرست و یک کارکرد پسینی مانند فراهم ساختن یک جبران خسارت برای سهامداران اقلیت می‌باشد.

5- Liquidation

شرکت‌ها است<sup>۱</sup> که حیات مجددی از زمان تصمیم قضایی موسوم به واینبرگر<sup>۲</sup> در حقوق ایالات متحده پیدا نمود. براین اساس حمایت از سهامداران اقلیت در مقابل معاملات اساسی غیرمنصفانه‌ای که درگیر تعارض منافع است امروزه به‌عنوان یکی از اهداف این مکانیسم حقوقی محسوب می‌شود.<sup>۳</sup>

نکته پراهمیت در رابطه با این سازوکار حقوقی، نحوه تعیین ارزش و قیمت سهام متقاضی استرداد و بازفروش سهام است. حق سهامدار متقاضی مبتنی بر فروش سهام با مفهوم "ارزش منصفانه" سهام مخالف<sup>۴</sup> یا گاهی "ارزش بازاری منصفانه"<sup>۵</sup> یا "ارزش نقدی منصفانه"<sup>۶</sup> ارتباط می‌یابد. در تعریف قانونی ارزش منصفانه بیان گردیده "ارزش بی‌درنگ سهام قبل از اثرگذار شدن تصمیم شرکت در مورد موضوع مورد مخالفت."<sup>۷</sup>

قبل از قضیه واینبرگر معنای سنتی تعیین ارزش منصفانه روش مسدودکننده تعیین قیمت ایالت دلور بود. سپس فرآیند ارزیابی قیمت با روشی جایگزین شد که مطابق آن با "هرگونه تکنیک یا روشی که عموماً مورد پذیرش جامعه تجاری است" امکان تعیین قیمت منصفانه برای سهام ممکن

۱- در مدل خود<sup>۸</sup> اجرای حقوق شرکت‌های تجاری برای کارکرد مناسب قوانین خود<sup>۹</sup> اجرا شونده، یکی از تصمیمات کلیدی تعیین زمان برخورداری سهامداران از حق فروش سهام و خروج از شرکت می‌باشند که قوانین مکانیسم معاملاتی در راستای حمایت از سهامداران، این حق را تا پرداخت ارزش عادلانه برای سهام آن‌ها که به‌وسیله دادگاه تعیین می‌شود، مجاز دانسته است. ر.ک به (Kraakman, et al; 1996: 1947)

## 2- Weinberger

۳- حقوقدانان ادامه دسترسی به حق فروش سهام را ناشی از دو دلیل عمده می‌دانند: ۱. مشکلات ناشی از عمل جمعی: دانیل فیسچل استدلال کرده است، قوانین مربوط به فروش سهام، در جایی که سهامداران ارزش پیش از معامله سهام را دریافت می‌نمایند و استثنایی برای شرکت‌های تجاری عام، وجود ندارد، به دلیل آن است که برای تصاحب‌کننده ممکن نباشد از مشکل عمل جمعی سهامداران، برای تصاحب شرکت به قیمتی پایین‌تر در مقایسه با ارزش پیش از معامله آن بهره‌برداری نماید. ۲. مشکلات نمایندگی. ر.ک (Fischel, 1983); (Mahoney, Weinstein, 1999: 250-251)

4- MODEL BUS. CORP. ACT. § 13.02 (a); Delaware s Corporation Cod, § 262 (a).

5- Fair Market Value

6- Fair Cash Value

۷- در ماده ۱۳،۰۱ قانون نمونه شرکت‌های تجاری مقرر شده است: "تعریف ارزش منصفانه" .... طرفین را (اساساً دادگاه‌ها را) در مورد جزئیات ارزش منصفانه‌ای که تعیین می‌شود آزاد می‌گذارد ..."

گردید؛ بدین معنا روش بسیار برجسته ارزیابی قیمت در ایالت دلتور روش "جریان نقدی تنزیل شده"<sup>۱</sup> است. این روش به وسیله پیش بینی ارزش آینده جریان وجوه نقدی، صورت می گیرد. روش جریان نقدی تنزیل شده به وسیله دادگاه‌های ایالت دلتور به عنوان «روش ارزیابی برجسته‌ای» و «در بسیاری از موقعیت‌ها ... از لحاظ نظری تنها روش ارزیابی ارزش دارایی اقتصادی» تعریف گردیده است.<sup>۲</sup> (Wertheimer, 1998: 613-627)

از بخش‌های پراهمیت اصول حکمرانی شرکتی موسسه حقوق آمریکا،<sup>۳</sup> بخش چهارم یعنی موضوع حق ارزیابی و بازفروش سهام است که به مباحث مهمی همچون اثر معاملات شرکتی در ایجاد حق جبران خسارت مذکور، ارائه استانداردهایی برای تعیین ارزش منصفانه سهام؛ و ارائه استانداردهای رسیدگی به دعاوی مربوط به این خسارات پرداخته است. در ماده ۷،۲۱، به معاملاتی همچون ادغام، فروش، اجاره یا دیگر اعمالی که منجر به استفاده از دارایی‌ها و اموال قابل ملاحظه شرکت می‌گردد و اصلاحات در سند اساسنامه اشاره شده است. همچنین در ماده ۷،۲۲، استانداردهایی برای تعیین ارزش و قیمت منصفانه سهام متقاضی فروش و خروج از شرکت ارائه گردیده است.

## نتیجه

در تحقیق حاضر با بررسی جایگاه و بعد هنجارین علم حقوق در رابطه با "هزینه‌های نمایندگی" به یکی از دغدغه‌های مطرح در این زمینه پاسخ داده شد. انکار نمی‌توان کرد که با تعریف هدف نهایی شرکت‌های تجاری به عنوان نهادهایی در راستای حداکثرسازی سود، می‌توان در مسیر کنترل عواملی که موجب اختلال در این هدف اساسی می‌گردد، گام برداشت. وقوع هزینه‌های نمایندگی موجب تحمیل هزینه‌های فراوان بر دوش مالکان شرکت و اصیلان در مفهوم

1- Discounted Cash Flow (DCF).

۲- سهامدارانی که به عمل پیشنهادی شرکت رأی مخالف داده یا سهامدارانی که در مورد آن عمل رأی نداده‌اند، از حق ارزیابی و بازفروش سهام بهره‌مند خواهند بود، اما سهامدارانی که له آن پیشنهاد رأی داده‌اند فاقد چنین حقی هستند. (Gainan Avilov, et al; 2006: 276-277)

3- American Law Institute:1994, *principles of corporate governance: analysis and recommendations*, Vol.1&2, American Law Institute Publishers.



اعم (کلیه سهامداران، سهامداران اقلیت، طلبکاران و طرفین معامله با شرکت)، می‌شود و این امر در نهایت منجر به کاهش کارآمدی این نهاد اقتصادی خواهد شد؛ در نتیجه کارکرد هنجارین حقوق سبب ارائه راهکارهایی در مسیر کاهش این دسته از هزینه‌ها می‌گردد که شناسایی این راهکارها در راستای کاهش هزینه‌های نمایندگی محور اصلی بحث نگارندگان در مقاله حاضر بود. براین اساس هدف افزایش ثروت در جامعه از طریق سازوکارهای حقوقی جامه عمل به خود خواهد گرفت؛ سازوکارهایی که استفاده از آن‌ها منجر به افزایش کارآمدی در شرکت‌های تجاری خواهد شد. باید توجه داشت علم حقوق در مسیر اعمال این سازوکارها دارای کارکرد پیشینی و پسینی می‌باشد.

تفکیک راهکارهای حقوقی به دودسته راهکارهای مقررات‌گذارانه و راهکارهای حکمرانی و مدیریتی ناشی از تفاوت‌هایی است که در عرصه عمل شرکت‌های تجاری و در ارتباط با فعالان این شرکت‌ها وجود دارد. بدین معنا در موقعیتی که هزینه‌های برقراری هماهنگی بین اصیلان بالا است، به کارگیری استراتژی‌های حکمرانی و مدیریتی در امر نظارت بر نمایندگان کنترل‌کننده شرکت از سوی اصیلان با توفیق کمتری همراه خواهد بود. در چنین وضعیتی استراتژی‌های مقررات‌گذارانه که ماهیتی دستوری دارند و به موجب آن‌ها شروط و بعضاً محدودیت‌هایی بر روابط اصیلان و نمایندگان در شرکت‌های تجاری تحمیل می‌گردد، از مناسبت بیشتری برخوردار خواهد بود تا منافع اصیلان مورد صیانت قرار گرفته و از تحمیل هزینه‌های نمایندگی بر دوش آن‌ها ممانعت به عمل آید.

درجایی که وجود حداقل سرمایه قانونی برای شرکت ضروری دانسته شده یا درجایی که ممنوعیت تقسیم سود میان سهامداران پیش‌بینی شده است، قانون‌گذار به دنبال حمایت از حقوق طلبکاران شرکت و کاهش هزینه نمایندگی نسبت به آن‌ها بوده است؛ درحالی که هدف از اجرای ضمانت‌اجراهای مربوط به معاملات با خود و محدودیت اعطای وام و اعتبار به نمایندگان شرکت، حمایت از سهامداران در مقابل نمایندگان می‌باشد. همچنین با تعیین الزامات مربوط به افشاء اطلاعات توسط شرکت‌های تجاری و حتی قاعده‌گذاری در خصوص وجود حداقل شرایط ضروری برای سهامداران، قانون‌گذار نظر بر این امر داشته تا با اقداماتی پیشینی قبل از تحقق هزینه نمایندگی، از وقوع آن پیشگیری نماید. متناظر با اقدامات پیشینی، اصول حقوق شرکت‌ها در قالب اقدامات پسینی با به رسمیت شناختن حق انتقال سهام به عنوان یکی از اصول مبنایی حاکم بر

شرکت‌های تجاری، راهکاری را تدوین نموده است تا به موجب آن پس از وقوع هزینه نمایندگی، سهامداران امکان رهایی از این هزینه‌ها را در قالب حق خروج از شرکت به دست آورند. همچنین سازوکار حق ارزیابی و بافروش سهام که به عنوان یکی از حقوق نوین سهامداران در حقوق شرکت‌های مدرن لحاظ گردیده است، راهکاری نوین در راستای رهایی از هزینه نمایندگی توسط سهامداران در قالب اقدامی پسینی بشمار می‌رود.

درجایی که هزینه‌های برقراری هماهنگی بین اسیلان نازل است، توسل به راهکارهای حکمرانی و مدیریتی از کارایی بیشتری برخوردار است؛ زیرا ثمربخشی استراتژی‌های حکمرانی و مدیریتی به نحو شایان توجهی به توان اسیلان در اعمال حقوق کنترلی و نظارتی که به ایشان اعطاشده، وابسته است. از این رو با پیش‌بینی حق انتخاب و عزل مدیران به عنوان یک نهاد کنترلی و نظارتی در ید اسیلان، از یک سو می‌توان با اقدامی پیشینی با انتخاب نمایندگان لایق توسط سهامداران از تحقق چنین هزینه‌هایی پیشگیری به عمل آید؛ از سوی دیگر هنگامی که در اثر اقدامات نمایندگان هزینه‌های نمایندگی بر دوش اسیلان تحمیل گردید، آن‌ها قادر خواهند بود در قالب سازوکاری پسینی یعنی با اعمال حق عزل مدیران، از وقوع این هزینه‌ها توسط نمایندگان ممانعت به عمل آورده و این پیام مهم را به آن‌ها مخابره نمایند که ضمانت اجرای ایجاد هزینه نمایندگی، عزل و برکناری از سمت مدیریت خواهد بود. در نهایت با به رسمیت شناخته شدن حق تصویب تصمیمات شرکت توسط سهامداران، یکی دیگر از حقوق نظارتی در ید اسیلان قرار داده خواهد شد که به موجب آن اصلاح اساسنامه شرکت که منشأ آثار فراوان برای تمام سهامداران خواهد بود یا سازمان‌دهی مجدد شرکت در قالب ادغام که موجب اثر برای سهامداران و طلبکاران و طرف‌های معامله با شرکت است، تنها با موافقت اکثریت بالایی از آراء تمام سهامداران امکان‌پذیر خواهد بود. حتی برای سهامداران اقلیت که مخالف تغییرات مورد اشاره هستند حق استفاده از سازوکار حقوقی ارزیابی و بافروش سهام و خروج از شرکت پیش از وقوع تغییرات پیش‌بینی شده است. از طرفی حقوق طلبکاران و طرف‌های معامله با شرکت حتی در فرض موافقت سهامداران با این تغییرات در هر صورت محافظت خواهد شد؛ بدین صورت که در صورت مخاطره آمیز بودن این تغییرات برای طلبکاران شرکت، حق مطالبه طلب پیش از سررسید برای آن‌ها به رسمیت شناخته می‌شود. همچنین در صورت تحقق ادغام تمامی تعهدات شرکت ادغام‌شده در مقابل طرف‌های قرارداد خود، به شرکت پذیرنده ادغام یا شرکت جدید انتقال خواهد یافت و

شرکت‌های مذکور مکلف به ایفای تعهدات قراردادی خواهند بود.

#### References:

- [1] Asghari Aqmeshadi, F. & Tafreshi, M.E, (2005). *The Legal Nature of Relationship between Joint Stock Company and Its Directors* ,Journal of Administrative Sciences and Economy Faculty of Isfehan University, no.2, (In Persian).
- [2] Armour, John. (2006), *Legal Capital: an Outdated Concept?* European Bussiness Organization Law Review, Issue 01.
- [3] Accounting Standards No.12 disclosure of affiliated entities, Approved by the Accounting Standards Committee of the Audit Organization, Revised 2007, (In Persian)
- [4] Bariklou, Alireza, (2003). *The Transaction is outside the control of the manager* Journal of Legal thought, no.6, (In Persian).
- [5] Booth, Richard. (2006), *Capital Requirements in United States Corporation Law* ,in *Legal Capital in Europe*, (ed), Lutter Marcus , de Gruyter Recht.
- [6] Bhagat, Sanjai & Brickley, James (1984), *Cumulative Voting: The Value of Minority Shareholder Voting Rights* ,Journal of Law and Economics, Vol.27, No.2.
- [7] Bebchuk, Lucian Arye (2005), *The Case for Increasing Shareholder Power* , Harvard Law Review, vol.118,no.3.
- [8] Bill on Amendments to the Commercial Law of the Ministry of Commerce, 2004, (In Persian).
- [9] The bill of trade approved by the Legislative and Legal Commission of the Iran Parliament (2011) (In Persian).
- [10] Cools, Sofie (2005), *The Real Difference in Corporate Law Between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers* ,Delaware Journal of Corporate Law, Vol.30, No.3.
- [11] Corporate governance system regulations, Approved by the Board of Directors of the Securities and Exchange Organization, 2007, (In Persian).
- [12] Easterbrook Frank & Fischel, Daniel (1983), *Voting in Corporate Law* , Journal of Law and Economics, Vol.26, No.2.
- [13] Eskini, Rabia. (2015). *Comercial Law: Corporation Law* ,vol.1, Tehran, Samt Press, (In Persian).
- [14] Eskini, Rabia. (2015). *Comercial Law: Corporation Law* ,vol.2, Tehran, Samt Press, (In Persian).

- [15] Execution instructions for the disclosure of company information to the organization, Approved by the Board of Directors of the Securities and Exchange Organization, 2007, (In Persian).
- [16] Ferrell, Allen. (2004), *The Case for Mandatory Disclosure in Securities Regulation Around the World* Discussion Paper No.492, The Center for Law, Economics, and Business is Supported by a Grant from the John M.Olin Foundation, Harvard Law School.
- [17] Fischel, Daniel. (1983), "The Appraisal Remedy in Corporate Law", *Law & Social Inquiry*, vol.8, Issue 4.
- [18] Goshen, Zohar. (2003), *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality* , *CaLaw Rev*, vol.91, Issue 2.
- [19] Gainan Avilov & Bernard Black & Dominique Carreau & Oksana Kozyr, et al; (2006). *General Principles of Company Law for Transition Economies*", Translation by Bana Niasari, Mashallah, Legal Research, no.45, (In Persian).
- [20] Heydari, Mohammad, (2014). *Legal protections from creditors of limited liability companies* Ph.D Thesis of Private Law, Shahid Beheshti University, (In Persian).
- [21] Heydarpour, Alborz. (2002). *A comparative study of Constraints on the conduct of transactions by corporate executives in Iranian and English law*", Tehran, Mahzyar Press, (In Persian).
- [22] Instructions for the disclosure of information and the approval of transactions of affiliated persons of publishing Stoch Exchange and OTC, Approved by the Board of Directors of the Securities and Exchange Organization, 2010, (In Persian).
- [23] Iran Securities Law, 2005, (In Persian).
- [24] Joneydi, Laya & Norouzi, Mohammad, (2009). "Understanding Holders of Secret Information in Public Share Corporations" *Journal of Tehran Faculty of Law*, no. 101, (In Persian).
- [25] Joneydi, Laya & Norouzi, Mohammad, (2008). *Understanding Nature of Secret Information in Stock exchange* *Journal of Tehran Faculty of Law*, no.2, (In Persian).
- [26] Kraakman, Reinier & Black, Bernard (1996), *A Self Enforcing Model of Corporate Law* , *Harvard Law Review*, vol.109.
- [27] Kraakman, Reinier, et al; (2009). *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* , Translation by Bana Niasari, Mashallah, Alipour, Reza (Asistant Translator), Tehran, Forcoming, (In Persian).
- [28] Kaplow, Louis. (1992), *Rules Versus Standards: An Economic Analysis* , *Duke Law Journal*, vol.42.
- [29] La Porta, Rafael & Vishny, Robert & Lopez-de-Silanes & Florencio, Shleifer,

- Andrei (2000), *The Law and Economics of Self-Dealing* Journal of Financial Economics, vol.5.
- [30] La Porta, Rafael & Djankov, Simeon & Lopez-de-Silanes, Florencio & Shleifer, Andrei (2008), *The Law and Economics of Self-Dealing* Journal of Financial Economics, vol.88, Issue3.
- [31] Levmore, Saul & Kanda, Hideki (1985), *The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law* 32 University of California at Los Angeles Law Review.
- [32] Legislative Bill Amendments to the Law of Commerce, 1967, (In Persian).
- [33] Law of Commerce, 1932, (In Persian).
- [34] Milhaupt, Curtis (edited) (2003), *Global Markets, Domestic Institutions: Corporate Law and Governance in a New Era of Cross-Border Deals*, Columbia University Press, Chapter Goshen, Zohar, *Controlling Corporate Self-Dealing Convergence or Path-Dependency?*
- [35] Mahoney Paul & Weinstein, Mark (1999), *The Appraisal Remedy and Merger Premiums* , American Law and Economics Review, Vol.1, Issue.1.
- [36] Mohammadi, Sam & Bagheri, Ali, (2014). *Checking the status and legal effects of a CEO transaction with a company compared to The new bill on trade* , Journal Private law studies, no.2, (In Persian).
- [37] Paseban, Mohammad Reza. (2014). *Corporation Law*”, Tehran, Samt Press, (In Persian).
- [38] Ross, Stephan (1998), *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, American Economic Association, vol.63, no.2.
- [39] Seyed Ahmadi Sajadi, Ali, (2007). *The analysis of the company from the Approach* , Journal of idea of private law, no.13, (In Persian).
- [40] Tafreshi, M. E, Beygi Habib Abadi, Mohammad, (2000). *Definition and legal nature of the merger of the law (actual) of the stock company* Journal of Social and Human Sciences of Isfahan University, no.1, (In Persian).
- [41] Tafreshi, M. E, (2011). *Definition of the legal merger (actual) of corporations and its types in legal terms (Comparative Study in England and Iran Law)* , Journal of Comparative Law Research, no.3, (In Persian).
- [42] Tafreshi, M.E. (2015). *Analytical Studies on Company Law* yol.2, Tehran, Tarbiat Modares University Press, (In Persian).
- [43] Thompson, Robert (1999), *Preemption and Federalism in Corporate Governance: Protecting Shareholder Rights to Vote, Sell, and Sue* 62 Law & Contemp. Probs.
- [44] Thompson, Robert & Edelman, Paul (2005), *Corporate Voting* , Vanderbilt Law Review, vol.62.

- [45] Wertheimer, Barry (1998), *The Shareholders' Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value*", 47 *Duke Law Journal*.
- [46] American Law Institute, principles of corporate governance: analysis and recommendations, Vol.1&2, American Law Institute Publishers, 1994.
- [47] Delaware s Corporation Cod Title.8.
- [48] Model Business Corporation Act, 1990.
- [49] Exchange Act of 1934. (In Persian).

