

## **An Appraisal of Principle of Equilibrium in a Joint Stock Company: From Capabilities to Shortcomings**

**Mohammad Sadeghi<sup>1\*</sup>, Sayd Alireza Mousavi<sup>2</sup>, Alireza Rajabzadeh Estahbanati<sup>3</sup>**

*1. Assistance Professor, Hormoz Research Center, University of Hormozgan, Bandarabss, Iran*

*2. PhD Student, Islamic Azad University – Qesham Branch, Qesham, Iran*

*3. Assistance Professor, Reja University, Qazvin, Iran*

(Received: June 11, 2020 ; Accepted: August 16, 2020)

### **Abstract**

Nowadays, the implementation of principle of equilibrium in joint stock company is equal to the realization of maximum utility. However, the demands of shareholders and their differences to the structural shortcomings of a corporation, along with non-equilibrium partnership models have caused the accumulation of multiple economic actors in the form of corporations to optimize the exchange and distribution of ownership. In addition, contrary to the expected philosophy of establishing a company, the balance between the parties and the society should prevail. This analytical approach analyzes the relationship between the principle of equilibrium with the supply and modern rights of shareholders (compulsory buying and selling rights), the principle of equilibrium in the structure and limitations of policymakers and administrators, and also examines the appropriate model of responsibility doctrine for shareholders and managers. Hence, this paper aims to answer this question that how the conflict between the rights of a joint stock company and the principle of balance can be resolved. Moreover, the non-cooperative game restored the members and pillars to equilibrium. In this regard, this research, in light of analyzing and expressing the capabilities and shortcomings, will propose the expected reforms.

### **Keywords**

Equilibrium Principle, Joint Stock Company, Expenses, Compulsory Stock Purchase.

---

\* **Corresponding Author, Email:** [mrs4272@yahoo.com](mailto:mrs4272@yahoo.com)

## تأملی بر جایگاه اصل تعادل در شرکت سهامی: از قابلیت‌ها تا کاستی‌ها

محمد صادقی<sup>۱</sup>، سید علی‌رضا موسوی<sup>۲</sup>، علی‌رضا رجب‌زاده اصطهباناتی<sup>۳</sup>

۱. استادیار مرکز مطالعات و تحقیقات هرمز، دانشگاه هرمزگان، بندرعباس، ایران
۲. دانشجوی دکترا، حقوق خصوصی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد قشم، قشم، ایران
۳. استادیار، دانشگاه غیرانتفاعی رجا، قزوین، ایران

(تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۳/۲۲ - تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۵/۲۶)

### چکیده

امروزه اجرای اصل تعادل در حقوق شرکت سهامی با تحقق حداکثر مطلوبیت برابر است. اما از خواسته‌های سهام‌داران و تفاوت‌های آنان تا کاستی‌های ساختاری شرکت سهامی به همراه مدل‌های مشارکتی غیرتعادلی سبب شده است اجتماع فعالان اقتصادی متعدد در شکل شرکت سهامی نتواند هزینه مبادله و توزیع مالکیت را بهینه کند و برخلاف فلسفه مورد انتظار از تأسیس شرکت تقابل بر تعادل طرفین و جامعه غالب شود. این پژوهش با رویکرد تحلیلی به تحلیل رابطه اصل تعادل با عرضه و حقوق مدرن سهام‌دار (حق خرید و فروش اجباری)، اصل تعادل در ساختار، و محدودیت‌های سیاست‌گذاران و اداره‌کنندگان و مدل متناسب دکتربین مسئولیت برای سهام‌داران و مدیران پرداخته است تا به این پرسش پاسخ دهد که چگونه می‌توان تقابل موجود در حقوق شرکت سهامی را با اصل تعادل رفع کرد؟ و بازی غیرهمکارانه اعضا و ارکان را به حالت تعادلی برگرداند؟ در همین زمینه، پژوهش پیش رو ضمن تحلیل و بیان قابلیت‌ها و کاستی‌ها اصلاحات مورد انتظار را پیشنهاد کرده است.

### کلیدواژگان

اصل تعادل، حق خرید و فروش اجباری سهام، شرکت سهامی، هزینه مبادله.

## مقدمه

امروزه از شرکت به عنوان یکی از مکانیسم‌های رونق و توسعه اقتصادی، اجتماعی، و فرهنگی یاد می‌شود. مؤسسان برای دستیابی به اهداف مورد انتظار خود و حفظ تعادل بین خود و سایر اعضا به نوع شرکت از حیث قابلیت پاسخ‌گویی به انتظارات و اهداف توجه ویژه دارند. زیرا همان‌گونه که در نظریات اقتصادی- مانند قاعده کارآیی (هزینه- فایده)<sup>۱</sup> - قابل فهم است همه اعضای شرکت از سهام‌دار (مالک)، مدیر (کنترل‌کننده)، بازرسان (ناظر)، صاحبان اوراق قرضه و مشارکت (سرمایه‌گذار) در مقام تخصیص منابع به نحوی رفتار می‌کنند که بیشترین مطلوبیت را کسب کنند (طوسی ۱۳۹۵: ۷۰).

علاوه بر آن، فلسفه وجودی تأسیس شرکت اجتماع مبتنی بر اصل تعادل عواملان اقتصادی متعدد، که منافع متضاد با یکدیگر داشتند، در قالب شرکت است تا با تعیین حدود مسئولیت، نحوه شراکت، نحوه مذاکره، و ادامه حیات و اصلاح و رابطه آنان با مالکیت، مانند یک تیم همراه، به سمت یک هدف حرکت کنند. یا شرکت به مفهوم کلی آن در پی ترسیم رابطه‌ای است که با کمترین هزینه به هدف دست یابد و هزینه‌ها را درونی کند. اما این اجماع با نقض اصل تعادل نیز مواجه می‌شود.

شرکت سهامی نیز در جایگاه یکی از شرکت‌های مورد استقبال در بازار و نابازار مصون از این چالش نیست. این نقض گاهی محصول تقابل سهام‌داران با یکدیگر است و گاهی سهام‌داران با مدیران، کارگران، کارکنان و گاهی شرکت و سهام‌دار با جامعه.

سهام‌داران اکثریت سهام به نوعی بعضاً با سهام‌داران اقلیت و خاصه جزء به گونه‌ای رفتار می‌کنند که گویی مالکیت شرکت از آن آنان است. سهام‌داران اکثریت چنین می‌اندیشند که قادرند هر نوع تصمیمی اتخاذ کنند یا مصوبات مجامع عمومی و هیئت‌مدیره را رأساً تصویب کنند. در مقابل سهام‌داران حداقل سهام بر این باورند که تصمیمات سهام‌داران حداکثری مبتنی بر جست‌وجوی سود حداکثری به نفع سرمایه خویش است. بر این اساس، در دستیابی به اهداف مورد انتظار از مشارکت و جست‌وجوی مطلوبیت با خرد جمعی در وضعیت مطلوب نیست و

۱. کارآیی اقتصادی یا تخصیص عقلانی به زمانی گفته می‌شود که فرد مجموع فواید فردی حاصل از تصمیم خود را بیش از ضررهای ناشی از آن می‌داند؛ به عبارتی هزینه - فایده لازم را انجام داده است و بر اساس آن انتخابش مصداق انتخاب و تخصیص عقلانی دارد.

بستر مشارکتشان محدود شده است و حتی در فرض مخالفت با تصمیمات فقط در جهت تعادل شرکت امکان بهره‌برداری از اصل آزادی انتقال سهام به مخالفان یا شخص ثالث دارند. سهام‌داران و مدیران نیز در حوزه تصمیم‌گیری و تبیین اختیارات مدیران با دو رویکرد مواجه‌اند: یا باید اجازه تصمیمات آمرانه بدهند که در بازار رقابتی کمتر دارای کارایی است یا عاقلانه هزینه‌بر بودن تصمیم اجماعی را بپذیرند؛ هرچند که منجر به تعادل پایدار نشود. جامعه کارگری در مقابل سهام‌داران شرکت تصور می‌کنند که بین سود سهام‌دار (سرزعی ۳۹۵: ۷۰) و رفاه آنان تفاوت اولویتی وجود دارد. مضافاً، نظر به عدم امکان دعوت و مشارکت در تصمیم‌گیری، خویش را مغلوب حاکمیت سرمایه می‌پندارد.

گاهی شرکت و سهام‌دار با جامعه در تقابل است و دامنه تعارضات به دایره سهام‌دار (مالک)، مدیر (کنترل‌کننده)، بازرسان (ناظر)، صاحبان اوراق قرضه و مشارکت (سرمایه‌گذار) ختم نمی‌شود و تقابل با بازار و نابازار و جامعه است. مثلاً اهداف شرکت با عرف و فرهنگ جامعه میزبان هم‌نواپی ندارد و یا اغماض مسئولیت‌های اجتماعی توسط شرکت شاهد جابه‌جایی تعادل با تقابل می‌شود.

بداهتاً، به شرح امثال تعارضات یادشده، رفتارهای متعارض همه اعضا، وابستگان، و ذی‌نفعان شرکت می‌تواند دستیابی به تعادل را که منشأ تحقق مطلوبیت است تهدید کند. زیرا ممکن است فرضاً سهام‌دار بر مبنای عقلانیت فردی رفتارهایش را تعریف کند و بدون توجه به کنش‌ها یا حقوق سایرین تصمیم فردی اتخاذ کند. هرچند ممکن است پذیرفته شود که سهام‌دار بر اساس عقلانیت فردی یا تصمیم‌گیری فردی در مقام پاسخ به نیازهای خویش است، باید در مقام شرکت و جامعه بیان کرد که او با محدودیت‌هایی مواجه است و این محدودیت‌های منابع و امثال آن فقط با اتخاذ تصمیم عاقلانه می‌تواند کنش جمعی را همراه خویش به سمت مثبت هدایت کند. به عبارتی رویکرد درونی سهام‌دار موضوع این بحث در تصمیمات فردی به رویکرد رفتارگرایانه تغییر شکل می‌دهد. بنابراین در چنین وضعیتی چنانچه قواعد حقوقی شرکت‌های سهامی نتواند سهام‌دار را به بازی برگرداند که به سایر شرکا و ذی‌نفعان توجه کند بر نحوه همکاری یا بازی همکارانه شرکا و ذی‌نفعان اثر می‌گذارد. بر همین اساس، معیارهای تعادل (تعادل جزئی)<sup>۱</sup> یا همان مطالعه و تنظیم رفتار تصمیم‌گیرندگان تعادل عمومی

۱. در این نوع تعادل روابط خصوصی بین اشخاص مد نظر است.

کلی<sup>۱</sup> از اهمیت بی‌بدیلی در سیاست‌گذاری حقوقی و مقررات‌گذاری یا مقررات‌زدایی در حقوق شرکت‌های سهامی برخوردار است (صادقی و محبی ۱۳۹۵: ۳۰).<sup>۲</sup>

در نتیجه، پرسش اساسی که با آن مواجهیم این است که «مقررات جاری بر حقوق شرکت‌های سهامی تا چه میزان قادر است تعادل را در شرکت سهامی ایجاد کند یا چگونه می‌توان به تعادل در شرکت سهامی در نظام حقوقی ایران دست یافت؟». زیرا معیار تعادل در تبیین رفتارهای افراد برای تعیین نوع شرکت بسیار مؤثر است؛ به نحوی که در حقوق اقتصادی اشاره می‌شود. افراد در ارتباط با قواعد رفتاری بازاری دارند! در حقوق شرکت‌ها نیز افراد به شرکت بر اساس تعادل یا همان مطلوب رفتار ازاری سهام‌داران یا کارگران رفتار می‌کنند. در این مقاله، به طور کلی، با این دیدگاه که فلسفه وجودی بلامنازع شرکت منع تقابل و تحقق تعادل است و تقابل در شرکت سهامی مانند سایر بنگاه‌های دیگر ذاتاً هزینه فراوان در پی خواهد داشت و نهایتاً منجر به کاهش کارایی شرکت در پاسخ به اهداف مورد انتظار نخواهد بود و در نظر گرفتن سؤال اصلی مقاله اصل تعادل (با تکیه بر مبانی) تحلیل می‌شود. در همین زمینه، پس از بیان مفاهیم و مبانی نظری، به بحث در خصوص حمایت‌ها و کاستی‌های اصل تعادل تحت عنوان «اصل تعادل در عرضه سهام و فروش و خرید اجباری»، «اصل تعادل در ساختار مجامع و هیئت‌مدیره»، «اصل تعادل در پرتو دکتترین مسئولیت سهام‌دار و مدیران» پرداخته خواهد شد.

### مفاهیم و مبانی نظری

تعادل دارای مفهومی است که در حوزه‌های متعدد علوم، حتی در علم فیزیک، فاصله‌ای با برابری ندارد. بر این اساس، مطالعه مفهوم مورد انتظار از آن در شرکت‌های سهامی و مبانی نظری آن در پرتو اصل تعادل ضروری است.

۱. افراد با یکدیگر در تعادل هستند، این تعادل سبب افزایش ثروت جامعه می‌گردد.

۲ به عبارتی آنچه در اقتصاد خرد گفته می‌شود نقطه تعادل، که همانا جمع منافع متضاد است، مانند زمانی که شما تمایل دارید به بالاترین قیمت بفروشید و من به پایین‌ترین قیمت بخرم. این تعارض را نظام قیمت حل می‌کند. رویکرد دکتترین ایجاد شرکت برای رسیدن به تعادل یا همان equilibrium بود. اما در همین جا نیز با نوع متفاوت تعادل، از تعادل سطح پایین یا تعادل سطح بالا، امکان تعارض با اهداف مورد انتظار وجود داشت.

### تعادل مورد انتظار

تعادل در فرهنگ لغت دهخدا عبارت است از با یک‌دیگر راست آمدن، با یک‌دیگر برابر شدن. تعادل، با توجه به ریشه آن در علم فیزیک، به وضعیتی اطلاق می‌شود که هر حرکت در آن تمایل به ماندگاری و سکون دارد (http://www.vajehyab.com/dehkhoda84). در علم مدیریت در بستر تئوری سازمانی تعادل مبتنی بر چهار نظریه بحث می‌شود اما تعادل<sup>۱</sup> در علم اقتصاد محوریت اساسی دارد؛ به نحوی که گفته می‌شود ملاحظه اقتصاد بدون مفهوم تعادل واجد هیچ شگفتی نیست. به قول هامن هر جا علم اقتصاد به کار می‌رود یا از آن یاد می‌شود تعادل مرکز اصلی ایده است یا به قول کلنت تعادل اصلی اساسی در اقتصاد است که مانع از خطاهای منطقی در نظریه‌پردازی اقتصادی است (Tieben 2009: 8-9).

به طور کلی تعادل انواع مختلف دارد. اما همان‌گونه که اقتصاددانان در زمانی که از تعادل استفاده می‌کنند انتخاب دیگری ندارند، در حوزه حقوق شرکت‌ها تعادل مورد انتظار نیز چنین است. بنابراین برای تحقق مطلوبیت اصل تعادل باید مقررات شرکت‌های سهامی به گونه‌ای وضع شود که بازی از جنس جمع صفرها نباشد. در غیر این صورت، اگر فرضاً سهام‌داران اقلیت و شرکا و جامعه همیشه بازنده باشند و سهام‌داران اکثریت یا شرکت همیشه برنده مطلق بدون جبران زیان باشند یا سهام‌داران به مطلوبیت خود دست یابند اما کارگران شرکت در دستیابی به رفاه حداقلی خویش ناتوان بمانند با نوعی جمع صفرها مواجهیم. در چنین وضعیتی، امکان مشارکت برای طرفین وجود ندارد. به نظر می‌رسد مقررات باید به گونه‌ای وضع شود که منجر به تعادل نش و رقابت کورنو در شرکت‌های سهامی شود؛ یعنی برابری اطلاعاتی و مشارکت ممکن باشد و شیوه برخورد با احتمالات و تصمیم‌گیری بر اساس احتمالات نیز مبتنی بر اصل تعادل تحلیل شود. برابر تعادل نش، باید به حقوق دیگران توجه شود. زیرا شرکت با توجه به نوع رفتار دیگری تصمیم می‌گیرد یا در رقابت کورنو هر یک از سهام‌داران یا مدیران بر اساس رفتار دیگری بازی یا کنش خود را تعریف می‌کند (اسلامی بیدگلی ۱۳۹۰؛ گیبونز ۱۳۹۷).<sup>۲</sup>

#### 1. Equilibrium

۲. شناخت روش‌های مقابله با استراتژی‌های رقبا در دنیای اقتصاد بسیار مهم است (← اسلامی بیدگلی).

### مبانی مرسوم در پرتو تعادل

هزینه مبادله و قرارداد و مالکیت از مبانی نظری‌اند که می‌توانند بنیان‌های اصل تعادل در حقوق شرکت سهامی را دربرگیرند:

#### هزینه مبادله

یکی از مباحث اصلی در حوزه فعالیت‌های اقتصادی و بازرگانی مکانیسم قیمت است. بازار برای هر کنش و واکنشی طی مکانیسم قیمت حرکت می‌کند. گاهی دست یافتن به قیمت بدین شیوه پرهزینه است. بر همین پایه، نونهادگرایان، از قبیل کاوز و کلاتس و الیور ویلیامسون، درباره هزینه مبادله مثبت، برای ترسیم خط‌مشی شرکا، جهت رسیدن به تعادل، بحث می‌کنند.

کاوز بر آن است که تخصیص بهینه منابع جهت دستیابی به تعادل بر اساس تعادل عمومی، که تکیه بر سازوکار قیمت در بازار دارد، امکان‌پذیر نیست (دادگر ۱۳۹۰: ۲۲۵؛ رنانی ۱۳۸۹: ۳۲۹) و فلسفه وجودی مدیریت تخصیص بهینه منابع در شرکت<sup>۱</sup> صرفاً جهت کاهش هزینه‌های بالای قیمت است. پس نظر به عدم کارایی سازوکار قیمت در ایجاد تعادل بین شرکا باید سراغ نقش نهادها به‌ویژه نظام حقوقی و مالکیتی (مقررات‌گذاری کارآمد) جهت کاهش هزینه مبادله و تخصیص در شرکت برویم. زیرا آنچه در بازار مبادله می‌شود مسائل حقوقی (فرم و ماهیت) بین افراد است، نه مبادلات فیزیکی کالا (زاهدطلبان و همکاران ۱۳۹۲: ۱۲۶).

در همین زمینه، الیور ویلیامسون نیز بر آن است که چون افراد دارای عقلانیت محدودند امکان فرصت‌طلبی برای طرف دیگر به لحاظ نقصان اطلاعاتی وجود دارد. این نقصان سبب می‌شود شاهد اختلاف باشیم. بنابراین، گسترش اختلاف و تعارض برابر است با افزایش هزینه مبادلاتی و خروج از تعادل؛ درحالی‌که فلسفه ایجاد بنگاه کاهش هزینه مبادله و حفظ و تحقق تعادل است (متوسلی و همکاران ۱۳۹۰: ۳۶، ۶۲، ۸۹، ۹۰، ۹۵).<sup>۲</sup>

بنابراین، باید گفت تعادل در شرکت مانند بازار تابع مکانیسم قیمت است؛ بدین توضیح که در بازار درحالی‌که فروشنده به بالاترین قیمت و خریدار به پایین‌ترین قیمت تمایل دارد مکانیسم

۱. شرکت معادل بنگاه به کار رفته است.

۲. دگلاس نورث، از نونهادگرایان دیگر نهادها را مولد قواعد بازی می‌داند که سازمان‌ها بازیکنان این بازی هستند.

قیمت این تعارض تمایل بین فروشنده و خریدار را به سمت نقطه تعادل هدایت می‌کند. در شرکت نیز از انتقال سهام تا انتخاب مدیران با کاهش هزینه مبادله تعارضات نفی می‌شود و به تعادل می‌رسد. بدین توضیح که اگر هزینه‌های جست‌وجو و شناسایی قیمت، فرضاً در زمان فروش سهام، هزینه‌های توافق سهام‌داران از طریق مذاکره، هزینه‌های اتخاذ تصمیم و اجرای حقوقی آن در مجامع بالا باشد، این نوع هزینه مبادله شرکت را از فلسفه ایجاد و تأسیسی آن دور می‌کند (Baysinger & Butler 1985: 179-184). زیرا برای هر کار باید قرارداد مقاطعه یا قراردادهای متعددی به جای استخدام یک شخص منعقد شود؛ درحالی‌که، آن‌گونه که رونالد کاووز بیان می‌کند، علت وجودی شرکت یا بنگاه تقلیل سلسله‌مراتبی از قراردادهای و اجماع آنان در شرکت برای کاهش هزینه یا به عبارتی دست یافتن به قیمت است (Nguyen Hieu & EunjuLee 2020). بنابراین، هزینه مبادله در پرتو هدف تعادل در شرکت سهامی از جمله مبانی است تا قیمت آسان‌تر و ارزان‌تر از بازار قابل دسترسی باشد. با امکان خرید و فروش سهم برای عموم با کمترین هزینه به نوعی به نظر می‌رسد اصل تعادل در انتخاب و واگذاری سهام مد نظر بوده است؛ بدیهی این به مفهوم صفر بودن هزینه مبادله در شرکت سهامی نیست (Coase 1937 1992).

### مالکیت و قرارداد

همان‌گونه که بیتلر می‌گوید، با تکیه بر تئوری قرارداد، شرکت محصول تجمیع قراردادهای به منزله مکانیسم‌های تخصیص بهینه منابع بین اعضای آن است تا در کاهش هزینه‌های شرکت و هدایت و نظارت دقیق‌تر به سمت تعادل نقش‌آفرینی کند. مثلاً مجموع دستورها با هیئت‌مدیره، مجموع هزینه‌های نظارت با یک ساختار درونی به نام بازرسان، یا مجموع سیاست‌گذاری با یک ساختار سیاست‌گذار به نام مجمع عمومی انجام می‌شود. به عبارتی برابر تئوری قرارداد امکان انعقاد قراردادهای متعدد امری پرهزینه و بعضاً غیرکارآمد است. برابر این تئوری در شرکت‌ها ماهیت شرکت و ارکان آن شبکه‌ای از قراردادهای جداگانه است که جهت کاهش هزینه مبادله و دستیابی به بهره‌وری بیشتر در شکل شرکت و ارکان آن تجمیع شده است (Butler 1989: 99-100). هرچند در پیشینه حقوق شرکت‌های سهامی از حیث نظری به جایگاه تئوری نهاد مالکیت در شرکت سهامی پرداخته شده، بدین توضیح که قراردادهای ذاتاً ناقص و نیازمند بازنگری هستند، بازنگری نیز

مستعد خلق تعارض و هزینه برای طرفین است. آنچه تعارض را به سمت تعادل هدایت می‌کند عبارت است از تعریف دقیق حق مالکیت، تبیین حدود مالکیت، و حفاظت از نهاد مالکیت. زیرا مالک می‌تواند در مرحله اعمال حق در موضع تصمیم‌گیری به شیوه‌ای رفتار کند که در تقویت انگیزه و حل تعارض مؤثر باشد و حداکثر کردن مطلوبیت اعضای شرکت در سایه رعایت اصل تعادل تضمین شود (Abbasi 2009: 405).

در حوزه حقوق اقتصادی، مالکیت مؤثرترین عامل توسعه اقتصادی و کارآیی شناخته شده است. هرچند در مکاتب نئوکلاسیک اقتصادی نقشی برای مالکیت در حداکثر ساختن مطلوبیت قائل نبودند و نقش آن خنثی تلقی می‌شد، با ورود اقتصاددانانی از قبیل رونالد کاوز (در آن قضیه مشهور به قضیه کاوز ۱۹۶۰) آشکار شد که فرضیه خنثی بودن اثر مالکیت بر مطلوبیت و تعادل زمانی قابل تصور است که هزینه مبادله صفر باشد. اما رونالد کاوز اعلام کرد: «هزینه مبادله ذاتاً صفر نیست.» پس، بر این پایه، هزینه مبادله مثبت بر حقوق مالکیت اعضای شرکت تأثیر خواهد گذاشت. در نتیجه، ضروری است با معیارهای مطلوب اصل تعادل حقوق مالکیت اعضا برابر و دقیق تعریف شود تا نقض اصل تعادل توسعه مالکیت را تهدید نکند. بنابراین، ثنوری قرارداد و ثنوری مالکیت از مبانی نظری مرتبطی هستند<sup>۱</sup> که اصل تعادل را ترسیم می‌کنند تا هزینه‌های مبادله را حداقل و سود را حداکثر کنند (Legiędź DOI 2010; Coase 1990: 98, 140, 160; Klaes 2008; Parisi 2008; Demsetz 1967: 347-359).

### اصل تعادل در شرکت‌های سهامی (از حمایت تا کاستی‌ها)

اصل تعادل از منظر سهم و ساختار و مدل مسئولیت قابل تحلیل است.

۱. در عالم واقع فعالیت اقتصادی مستلزم قراردادهای متعدد و متفاوتی است که بسیار پرهزینه است؛ مثلاً انعقاد قراردادهای متعدد با یک نیروی فنی در شرکت مستلزم هزینه از مرحله شناسایی تا انعقاد و اجراء است؛ لیکن استخدام ایشان به تجمیع قراردادها منجر خواهد شد. بنابراین، شرکت نمادی از تجمیع این قراردادها با هدف کاهش هزینه و حداکثر کردن سود و مطلوبیت است. در همین زمینه چون امکان پیش‌بینی همه امور در قرارداد ممکن نیست، بازنگری ضروری است. این بازنگری نیز پرهزینه است و ممکن است به تقابل اعضا نیز منجر شود. بنابراین، نهاد مالکیت با تعریف و تبیین حدود و تضمین اجرای حقوق مالکیت می‌تواند تقابل احتمالی در مرحله بازنگری را به تعادل تغییر دهد.

### اصل تعادل در عرضه سهام، فروش و خرید اجباری

حاکمیت تقابل بر تعادل از مدل عرضه سهام تا عدم توجه به حق فروش و خرید سهام اقلیت در حقوق شرکت‌های سهامی ایران قابل مطالعه است.

### مدل عرضه سهام عامل حاکمیت تقابل بر تعادل

امروزه نوع رفتار شرکت با سهام‌داران در ارزش شرکت تأثیرگذار است (Samuel L, et al 1998: 1083-1105). سهام‌داران با هدف نهایی دستیابی به سود سهام شرکت را می‌خرند. لیکن، ترس از فرار سرمایه عموم (Clifton et al 2016: 134-143) بر نحوه عرضه سهام در شرکت‌های سهامی عام تأثیر می‌گذارد و سبب می‌شود به جذب و انباشت سرمایه از طریق فروش سهام به هر میزانی به هر شخصی جزء اولویت باشد (مواد ۲۹ و ۳۰ ماده لایحه اصلاحی قانون تجارت، مصوب ۱۳۴۷). این نوع کاستی در عرضه سهام‌داران را به اقلیت و اکثریت تقسیم می‌کند و سبب تفاوت در قدرت می‌شود که خود را در تصمیمات نشان می‌دهد. نمونه آن مثلاً در اختلاف سهام‌داران نسبت میزان یا به تقسیم یا عدم تقسیم سود، رأی و نظر سهام‌داران عمده تعیین‌کننده است.

برای حفظ تعادل، در ماده ۴۱ لایحه اصلاحی قانون تجارت مصوب ۱۳۴۷ بیان شده «در شرکت‌های سهامی عام، نقل و انتقال سهام نمی‌تواند مشروط به موافقت مدیران یا مجامع عمومی صاحبان سهام باشد.» (شعاریان ستاری ۱۳۸۱: ۲۲). بنابراین، سهام‌دار مخالف حق نقل و انتقال سهام و خروج از شرکت را دار تا تعادل شرکت حفظ شود. به نظر می‌رسد نوع نگرش به تعادل در حقوق شرکت‌ها با ماهیت اصل تعادل فاصله دارد. زیرا به رعایت اصل تعادل به منزله پایان یک وضعیت نگریسته است نه یک فرایند (Tieben 2009: 18)؛ والا، حفظ تعادل شرکت نباید تعادل مالک سهم و سرمایه او را مورد اغماض قرار دهد. خاصه، در زمانی که فرصت برابر به منزله پیش‌شرط خرید سهام رعایت نشده یا تعریف نشده است ماده ۴۱ قانون یادشده چندان وجاهتی ندارد (صقری ۱۳۹۸: ۱۲۱) یا پیش از سهام‌دار شدن از حیت دسترسی به اطلاعات نهایی در وضعیتی برابر نیستند. به وصفی که در نظریات مطلق یا نسبی در باب دسترسی به اطلاعات نهایی مرسوم است سهام‌داران عمده دسترسی بیشتری از جریان‌های تصمیم‌گیری دارند (جنیدی و همکاران ۱۳۸۹: ۶۰) و این خود بخود سبب می‌گردد، دسترسی به تعادل و برابری نقض گردد.

### اصل تعادل و فروش اجباری سهام اقلیت

در سه دهه اخیر حمایت از سهامدار در آلمان و فرانسه و انگلستان و امریکا (در هر دو نظام حقوقی متفاوت) به رغم وجود سهامداران منفعل و جزء همچنان رو به رشد بوده است و دادگاه اروپایی نقشی فراوان در این زمینه داشته است (Siems 2005: 539-352; Siems 2006: 39-43; Priya et al 2006). اما در مقابل از جنبه‌ای دیگر، بنا به گفته لوکا انریاک، یکی از چالش‌های اساسی سهام سهامداران اقلیت است (Luca Enriques et al). مثلاً، دارندگان سهام اقلیت در جست‌وجوی مواردی بدین شرح‌اند: عضویت در هیئت‌مدیره، محدودیت قدرت سهامداران عمده، مدیران مستقل و بی‌طرف نسبت به همه سهامداران. علاوه بر آن، غالباً در جست‌وجوی خواسته‌های فراتر نیز هستند؛ مانند حق تقاضای مجمع عمومی سهامداران، حق مطرح کردن سؤال در دستور کار مجمع عمومی، و ... بنابراین، صاحبان سهام اکثریت و شرکت در جهت ادامه حمایت از حقوق اقلیت شاید با هزینه‌ها نامتناسب مواجه شوند؛ از قبیل هزینه گزارش‌های منظم و سازمان‌دهی جلسات و دعوت از سهامداران جزء (هرچند امروزه با بهره‌گیری از تکنولوژی این هزینه بسیار ناچیز است). همچنین، با الزام افشای اطلاعات به سهامدار جزء (که رأی او هیچ تأثیری در تصمیمات ندارد) احتمال ریسک صاحبان سهام اکثریت بالا می‌رود و سرمایه عمده آنان در معرض خطر قرار می‌گیرد. خلاصه آنکه با اقدامات یادشده سهامدار اقلیت یا جزء می‌تواند از حقوق خود برای تهدید برنامه‌های صاحبان اکثریت سهام با هدف اخذ امتیازات بی‌دلیل نیز استفاده کند یا مصداق سواری مجانی<sup>۱</sup> او فراهم شود. بر همین اساس، در حقوق انگلستان و امریکا برای حفظ تعادل و ممانعت از تزلزل شرکت و ایجاد هزینه مبادله حق فروش اجباری و حق خرید اجباری پیش‌بینی شده است که در حقوق شرکت‌های سهامی ایران مشهود و مجری نیست.

در حقوق شرکت‌ها در انگلستان<sup>۲</sup> (Section 979) و امریکا «حق فروش اجباری»<sup>۳</sup> پیش‌بینی شده است و دارندگان سهام اکثریت با حداقل ۹۰ درصد سهم یا حق رأی در شرکت حق دارند

#### 1. Free raiding

۲. طبق قانون انگلستان، بند ۹۷۹ قانون شرکت‌ها ۲۰۰۶، یک پیشنهاددهنده واگذاری که قبلاً ۹۰ درصد از سهام شرکت را به دست آورده است حق خرید اجباری سهامداران باقی‌مانده را دارد (section 979 of the Companies Act 2006).

۳. Squeeze out rights، فروش اجباری سهام سهامداران اقلیت یک شرکت سهامی است که برای آن‌ها جبران نقدی

دارندگان اقلیت را برای فروش سهام خود به آنان تحت فشار قرار دهند. در حقوق شرکت‌ها در آمریکا به جای واژه Squeeze Out واژه (Black's Law Dictionary) Freeze out به کار می‌رود.<sup>۱</sup> حسب این نوع حق، باید اقلیت سهام یا حق رأی خود را به اکثریت منتقل کنند. سهام‌داران اقلیت می‌توانند به طور قانونی از سهام خود محروم شوند و مطمئناً قیمت غرامت منصفانه‌ای در اختیار آن‌ها قرار می‌گیرد.

اما این واگذاری دارای فلسفه وجودی به شرح علل یادشده تحت نظارت‌های پیچیده قانونی اعمال می‌شود (Wang 2017: 288-315). مثلاً در پرونده استرلینگ مقابل مایفلو هتل در سال ۱۹۵۲ دیوان عالی کشور آمریکا در دلاور استناداری از عدالت را معین کرد تا در مورد «حق فروش اجباری» توسط دارندگان سهام اکثریت بر اقلیت اعمال شود. مقرر داشت هنگامی که یک شرکت اکتساب‌کننده و مدیران آن «در دو طرف معامله قرار دارند، مسئولیت تحقق کلی عدالت را بر دوش دارند و باید بررسی دقیق از طریق دادگاه‌ها انجام شود. امروزه اجرای این حق ضروری است. اما باید عادلانه بودن جبران خسارات نیز در مقابل این تحصیل سهام مد نظر قرار گیرد.» (Sterling v. Mayflower Hotel Corp 1952). نتیجه اینکه «حق فروش اجباری» ابزاری است که به متعادل کردن منافع سهام‌داران اکثریت و اقلیت کمک می‌کند (Directive 2004/25/EC of 21.04.2004 on Takeover Bids).

### اصل تعادل و حق خرید اجباری سهام اقلیت<sup>۲</sup>

در مقابل حق اجبار به فروش<sup>۳</sup> که دارندگان سهام اکثریت داشتند که دارندگان سهام اقلیت را ملزم به فروش سهام یا حق رأیشان می‌نمود مقنن حق خرید اجباری<sup>۴</sup> که هر زمان سهام‌دار اکثریت بیش از مقدار مشخصی از سهام (برای کشورهای اتحادیه اروپا، آستانه از ۹۰ درصد تا ۹۵ درصد متغیر باشد) دارند سهام‌داران اقلیت می‌توانند سهام‌دار اکثریت را مجبور به خرید سهام خود کنند. در

منصفانه دریافت می‌کنند.

۱. می‌توان نتیجه گرفت این اصطلاحات مترادف هستند. تفاوت اصلی بین آن‌ها این است که Squeeze Out اصطلاحی است که در مباحث علمی اروپا به کار می‌رود؛ در حالی که Freeze-out در ایالات متحده استفاده می‌شود.

2. Sell out

3. Squeeze out rights

4. Sell out rights (Companies Act 2006 UK)

صورت تملک، قیمت پیشنهادی برای خرید اجباری در قیمت پیشنهادی قبض تعیین می‌شود (Section 983 Companies Act 2006 UK).

در ایران، برابر ماده ۴۱ لایحه اصلاحی قانون تجارت، مصوب ۱۳۴۷، نقل و انتقال سهام در شرکت سهامی عام آزاد است و زمانی که بهای سهم تأدیه نشده است برابر ماده ۳۵ قانون یادشده در فرض اعطای مهلت معقول و عدم تأدیه با رعایت شرایط مندرج در این ماده سهم موضوع بدهی از طریق بورس یا در فرض عدم امکان از طریق مزایده به فروش می‌رسد و اصل بدهی و خسارات تأخیر تأدیه و هزینه از آن کسر می‌شود تا در نهایت برابر ماده ۳۶ لایحه اصلاحی قانون تجارت سهام المثنی به نام خریدار جدید (برخلاف خرید اجباری و فروش که توسط شرکت در انگلستان و امریکا خریداری می‌شود) صادر شود. بدین ترتیب، این نوع رفتار اولاً خاص سهام‌داران اقلیت نیست و هر دو نوع سهام‌دار را دربرمی‌گیرد، ثانیاً برابر ماده ۳۷ قانون یادشده تصمیم‌گیرندگان اکثریت بدون دعوت و تأثیر سهم سهام‌داران یادشده در تصمیم به فروش اتخاذ تصمیم می‌کنند و ملاحظات پیش‌گفته در فروش اجباری یا خرید اجباری وجود ندارد و فلسفه وجودی عمل عدم تأدیه بدهی سهم در مواعد مقرر است. بنابراین بهره‌گیری از اصل تعادل در جهت حفظ حقوق اقلیت از طریق فروش یا خرید اجباری مانند موارد دیگر، از قبیل تجزیه دارایی یا سهام (بیگی حیب‌آبادی و همکاران ۱۳۹۸: ۸۸) در لایحه اصلاحی قانون تجارت مورد توجه قرار نگرفته است.

#### اصل تعادل در ساختار و محدودیت‌ها

این اصل از نظر قابلیت و کاستی در سه مبحث تعادل در ساختار مجامع و هیئت‌مدیره و تعادل در محدودیت‌های مدیران و تعادل در رویکرد تعادلی مجامع قرار می‌گیرد.

#### اصل تعادل در ساختار مجامع و هیئت‌مدیره

تعادل و دستیابی به آن در همه بنگاه‌ها و بازارها بحث اصلی را تشکیل می‌دهد. حتی در جست‌وجوی‌های غیراقتصادی بحث از تعادل و تحقق آن نیز مفروض است. اما مفروضات و متغیرهای متعدد و عملکردهای بی‌شماری در آن دخالت دارد. پس باید به ساختارهای درون‌سازمانی با تکیه بر نظام حقوقی کارآمد توجه کرد تا هزینه مبادله کاهش یابد و تخصیص بهینه رخ دهد (زاهدطلبان و همکاران ۱۳۹۲: ۱۲۶).

می‌توان گفت ساختار مدیریتی هر بنگاه به منزله رکن اداره‌کننده شرکت از حیث اجرایی با سایر ارکان سیاست‌گذار رابطه برابری دارد. توانایی در عزل و نصب مدیران از اختیاراتی است که به صورت مستقیم یا غیرمستقیم می‌تواند تعادل را درگیر کند. مدل مطلوب ساختار مدیریتی شرکت (سیاست‌گذار، اداره‌کننده، کنترل‌کننده) در شرکت سهامی می‌تواند تعادل بین سهام‌دار و شرکت و ذی‌نفعان را تضمین کند. مثلاً یک ساختار سیاست‌گذاری مطلوب می‌تواند در موارد جذب سرمایه با مکانیسمی مانند سهام ممتاز (تبصره ۲ ماده ۲۴ لایحه اصلاحی قانون تجارت مصوب ۱۳۴۷) تعادل را حفظ کند (باقری ۱۳۹۵: ۳۷). اما، به نحوی که در بخش عرضه سهام و فروش و خرید اجباری اشاره شد، غلبه سهم در نظام حقوقی حاکم بر شرکت سهامی در ایران سبب شده ارکان سازنده و اداره‌کننده صرفاً متکی به سهام‌دار باشد و سیاست‌گذاری و تصمیم‌سازی دایره تعادل بازاری داشته باشد؛ به نحوی که محدود به رابطه مشتری و فروشنده شود. در چنین وضعیتی، مدل حاکم بر رعایت «اصل تعادل» در مقررات‌گذاری شرکت‌ها هیچ‌گونه ارتباط معناداری با سرمایه‌های پنهان شرکت نخواهد داشت. درحالی‌که، سود شرکت اعم از مادی یا معنوی نتیجه ترکیب و همکاری کارگران (کارگر و کارمند) با شرکت است. اما، مثلاً، کارگران (کارگر و کارمند) اصلاً در زمان سیاست‌گذاری کلی (مجامع عمومی به استناد ماده ۷۲ محل اجماع صاحبان است با رعایت ماده ۹۹ لایحه قانون یادشده) و نحوه اداره شرکت (هیئت‌مدیره) و نظارت و کنترل در شرکت (بازرسان) دعوت نمی‌شوند و حتی طرف مشورت هم قرار نمی‌گیرند.

بر این اساس، چگونه می‌توان انتظار تعادل بین کار و سرمایه در شرکت سهامی داشت وقتی آنان از حق حضور بدون رأی حتی به عنوان شنونده در مجامع و هیئت‌مدیره محروم‌اند، حتی زمانی که تصمیم در ارتباط با خودشان است؟ در آلمان برابر قانون تصمیم‌گیری مشترک (Jean L et al 2006; Ewan 2016; Priya L et al 2005) برای کارگران این حق پیش‌بینی شده است که می‌توانند در هیئت‌مدیره عضویت داشته باشند. بدین شیوه، توازن بین کارگر و مالک سرمایه را تقویت کرده‌اند و بستر لازم جهت حاکمیت شراکتی بین کارگر و مدیر فراهم شده است (پس از وضع قانون یادشده کشورهای متعددی در اروپا به قانون تصمیمات مشترک در کنار قانون

شرکت‌ها توجه کردند).<sup>۱</sup> به نظر می‌رسد، شرکت سهامی در ایران قادر به ایجاد رابطه یادشده میان مالکیت سهم و مالکیت کار نیست. زیرا ظرفیت لازم جهت پذیرش مالکان کار (کارگران) در مقام ذی‌نفعان در کنار مالکان سهام در مجامع عمومی شرکت و هیئت‌مدیره و بازرسان وجود ندارد.

### اصل تعادل رویکرد تعادلی مجامع

مجمع عمومی محل اجتماع سهام‌داران برای «سیاست‌گذاری» جهت شرکت است که این نوع سیاست‌گذاری با تکیه بر هزینه مبادله (برگزاری، سیاست‌گذاری، اتخاذ تصمیم و ابلاغ) انجام می‌شد. قانون‌گذار برای رعایت اصل تعادل و بهره‌گیری از اجماع نظری سهام‌داران و امکان مشارکت آنان به مجمع عمومی و فوق‌العاده به مثابه مکانیسم تقویت انگیزه سهام‌داران برای رسیدن به تعادل توجه کرده است. همچنین، تشریفات جهت رسمیت بخشیدن به جلسات مجامع عمومی شرکت نیز پیش‌بینی شده است (مواد ۷۵، ۸۰، ۸۴، ۹۵، ۹۷، ۹۸، ۹۹ لایحه اصلاحی قانون تجارت مصوب ۱۳۴۷). اما محتمل است پس از فراخوان دعوت به مجمع عمومی یا صاحبان میزان سرمایه در مجمع حاضر نشوند یا از حیث تعداد میزان لازم برای رسمیت حاصل نشود (اسکینی ۱۳۹۶). این نوع امتزاج عدد و سرمایه می‌تواند به منزله رویکردی تعادلی از حقوق سهام‌داران اقلیت یا سهام‌داران اکثریت محافظت کند. اما نکته مغفول‌مانده در این نوع نگرش عبارت است از عدم توجه به منافع و اهداف ذی‌نفعان (کارگران، جامعه میزبان، رقبا، و ...) به جای ذی‌سهمان (مالکان سرمایه)؛ که در مجامع عمومی شرکت دعوت نمی‌شوند و از تصمیمات مجامع عمومی نیز مطلع نمی‌شوند.

### اصل تعادل در محدودیت‌های تعیینی مدیران

مدیران در شرکت سهامی مستند به مادتين ۱۰۵ و ۱۰۸ لایحه اصلاحی قانون تجارت مصوب ۱۳۴۷ بر اساس مدل اکثریت نسبی (امیرمحمدی و همکاران ۱۳۹۷: ۱۴۱؛ Hopt 2000) از بین صاحبان سهام (ماده ۱۰۷) انتخاب می‌شوند. در همین زمینه، جهت حفظ برابری و جلوگیری از انتفاع بلاوجه و فرصت‌طلبی آنان از معاملات با خود (ماده ۱۲۹) یا معاملاتی نظیر معاملات

۱. درحالی‌که وضع یک مقرر بدون کسب نظر ذی‌نفعان یا مجریان آن به همان میزان ویرانگر است که بی‌قانونی مخرب است.

شرکت در ماده لایحه ۱۳۳ منع هستند (طوسی ۱۳۹۵: ۲۸۰ - ۲۸۱). محدودیت‌های دیگری برای رقابت با شرکت و حقوق سهام‌داران پیش‌بینی شده است، اما امروزه در کارآیی این نوع محدودیت‌ها تردید وجود دارد؛ درحالی‌که بسیاری از شرکت‌ها با معامله با زیرمجموعه‌های مرتبط خود به نوعی رقابت با خود را نیز پذیرفته‌اند (Chokuda 2017: 10-11). البته، شاید بتوان در حقوق شرکت‌های سهامی گفت که با شفاف‌سازی مندرج در ماده ۱۴۹ این نقیصه یا ابهام قابل رفع است. اما به نظر می‌رسد اجرای آن و نظارت بر آن نیز پرهزینه است.

موضوع دیگری که در حوزه محدودیت‌های تعیینی برای مدیران قابل توجه است این است که توانایی سهام‌داران در ایجاد حدود و ثغور اختیارات مدیران و نظارت بر اعمال آنان، هرچند مصداق توجه به اصل تعادل است، اگر بدون شاخص و معیار معین این نوع اختیارات به سهام‌دار اعطا شود توانایی ریسک‌پذیری مدیران را تهدید می‌کند که این نوع محدودیت ریسک در ذات خود به مفهوم نقض اجرای اصل تعادل است. نتیجه اینکه<sup>۱</sup> محدودیت‌های معاملاتی یادشده و امکان تعیین محدودیت‌های تعیینی برای مدیران منجر به افزایش هزینه دست‌یابی به اهداف مورد انتظار از اجرای اصل تعادل می‌شود.

### اصل تعادل در مسئولیت سهام‌دار و مدیران (خوب اما ناکافی)

در زمینه جایگاه مدیران در حقوق داخلی و خارجی شرکت‌ها، تحت عنوان مدیر به عنوان وکیل سهام‌دار و مدیر به عنوان وکیل شرکت در پرتو نظریات حقوقی از قبیل «نمایندگی قانونی»، «رکن بودن مدیران»، «مستخدم بودن مدیران» به اندازه کافی بحث شده است (پاسبان و همکاران ۱۳۹۰: ۹، ۴۰). اما همچنان مسئولیت مدیران در مقابل سهام‌داران و سرمایه‌گذاران و جامعه در شرکت سهامی از جهت نوع مسئولیت و کارآیی آن موضوع سؤال است (هرچند امروزه مهارت و تخصص در کنار سرمایه سبب شده است سهام‌داران عمده در سیاست‌های تنظیمی در باب مالکیت و نظارت و اداره شرکت بین مالکیت و اداره قائل به تفکیک باشند).

با محوریت اجرای اصل تعادل، به‌درستی در خواهیم یافت که بهترین سیاست در خصوص تعیین و تعریف مدل مسئولیت در شرکت سهامی مدلی است که با در نظر گرفتن حفظ و گسترش

۱. توجه به ذی‌نفعان غیرسهام‌دار نیز مکانیسمی است که در جهت تعادل اجتماعی است.

اصل تعادل بین همه ارکان شرکت تدوین شود. یکی از مدل‌های مرسوم مسئولیت در شرکت‌ها مدل مبتنی بر دکترین مسئولیت است که تحلیل کاستی و قابلیت آن در حفظ و گسترش اصل تعادل در شرکت سهامی در ادامه می‌آید:

### اصل تعادل و دکترین مسئولیت نامحدود

چنانچه فرض کنیم در شرکت سهامی مسئولیت نامحدود است، این نوع مسئولیت تعادل بین ارکان و اعضای شرکت سهامی را تهدید می‌کند. زیرا آن‌گاه به تجویز ماده ۱۵ لایحه اصلاحی قانون تجارت مصوب ۱۳۴۷ (قانون شرکت‌های سهامی) امضای ورقه سهم به خودی خود مستلزم قبول اساسنامه و تصمیمات مجامع عمومی صاحبان سهام است و هر تصمیمی به مسئولیت همه سهام‌داران و مدیران منجر می‌شود. در نتیجه، تمایل و امکان جذب سرمایه از طریق فروش سهام به مردم را دشوار و خریداران عادی سهم را نگران عواقب بی‌تدبیری یا ریسک‌های مدیران در شرکت می‌کند؛ به نحوی که ممکن است تصور نمایند اموال شخصی آنان نیز مصون از توقیف و تملیک اشخاص ثالث نباشند، برای جلوگیری از احتمالات ناچار هستند مداخله حداکثری کنند؛ که این اقدام نیز برای آنان ایجاد هزینه می‌کند (باقرزاده ۱۳۹۵: ۴۲) و بالتبع آن مداخله حداکثری (با فرض تعارض) سبب نقض اصل تعادل مورد انتظار می‌شود. خلاصه اینکه تقاضا جهت خرید سهام کاهش می‌یابد و علاوه بر آن کارایی معاملاتی مدیرعامل و هیئت‌مدیره نیز تضعیف می‌شود. زیرا حتی خویش را برای معاملات برای شرکت نیز در مواجهه با مسئولیت مطلق می‌بینند و مسئولیت آنان محدود به مسئولیت اعلامی مواد ۱۱۸، ۱۳۵، ۱۴۳ لایحه اصلاحی قانون تجارت مصوب ۱۳۴۷ نیست. در نتیجه دستیابی به مطلوبیت حداکثری ناشی از رعایت اصل تعادل غیرممکن است.

### اصل تعادل و دکترین مسئولیت محدود

با تکیه بر مسئولیت از نوع محدود هزینه‌های نظارتی جهت نظارت بر اعمال مدیران توسط سهام‌داران نیز می‌تواند کاهش یابد (طوسی ۱۳۹۵: ۲۲۵). زیرا دایره مسئولیت مضیق است و به سهام‌داران تسری نمی‌یابد. برابر ماده ۲۱ لایحه اصلاحی قانون تجارت مصوب ۱۳۴۷ در تعریف شرکت سهامی مسئولیت به میزان سهم است و خارج از شخصیت حقوقی راساً نیست. بنابراین، از یک جهت دکترین مسئولیت محدود قدرت و اختیار مدیران را در سرمایه‌گذاری در

شرکت و حداکثر کردن سود شرکت تقویت می‌کند. از این جهت باید گفت در پرتو تعریف مسئولیت محدود در تعریف سهم در ماده ۲۴ قانون یادشده که اشعار می‌دارد «سهم قسمتی از سرمایه شرکت سهامی که مشخص میزان مشارکت و تعهدات و منافع صاحب آن در شرکت است...» دایره شمول آن مبتنی بر مسئولیت محدود سهام‌دار است. از این حیث، شرکت سهامی (مانند سایر کشورها امریکا و انگلستان) تعادل بین سهام‌داران و مدیران از جهت مصونیت آنان از مسئولیت ناشی اعمال مدیران و سهام‌داران حفظ کرده است تا انگیزه مشارکت همه را از طریق خرید و فعالیت تحریک کند. اما از جهتی دیگر به نظر می‌رسد دکتترین مسئولیت محدود ناقض اصل تعادل است؛ بدین شرح که دکتترین یادشده قادر نیست بی‌مبالاتی مدیران را در زمینه سرمایه اشخاص کنترل کند. همچنین، هزینه‌هایی را که شرکت بر جامعه پیرامون خویش یا میزبان، به لحاظ بی‌مبالاتی یا حداکثر کردن سود و اهداف شرکت، تحمیل می‌کند نمی‌تواند کاهش دهد یا کنترل کند تا تعادل رابطه شرکت با ذی‌نفعان کلیدی به جهت فرصت‌طلبی و استفاده ناروا از اختیارات دچار چالش نشود. در این زمینه، هرچند علم اقتصاد در خصوص درونی کردن هزینه‌ها بر آن است که بنگاه باید هزینه‌ها را درونی کند، مانند هزینه‌های آلودگی و غیره، در زمانی که هزینه‌های نهایی بسیار پایین و سود بسیار بالاست (رنانی ۱۳۸۹: ۲۸۸)<sup>۱</sup> دکتترین مسئولیت محدود می‌تواند به متولیان و شرکت مصونیت ببخشد که تهدیدی از منظر جامعه میزبان یا ذی‌نفعان وجود ندارد و مدیران در پناه شخصیت حقوقی شرکت هستند (با توجه به ابهامات در قابلیت اعمال مکانیسمی چون قاعده خرق حجاب شرکت) (جنیدی و همکاران ۱۳۹۴: ۸۵ - ۱۰۵؛ همچنین، رأی شعبه دهم دادگاه تجدیدنظر تهران به شماره ۱۷۱۷۰۱۰۲۲۰۹۹۷۰۹۲۰). به نظر می‌رسد شرکت سهامی عام (خاصه از نوع خاص و محلی و منطقه‌ای یا خانوادگی...) برای دستیابی به تعادل بین همه ارکان و اعضای شرکت، با توجه به عدم توانایی مقررات موجود در شرکت جهت پاسخگویی به ذی‌نفعان، باید از مدل متعادلی که متشکل از دکتترین مسئولیت محدود و نامحدود است مرتبط با طبیعت عامل و عمل و نوع شرکت (مثلاً مسئولیت نامحدود در شرکت سهامی خاص و خانوادگی) استفاده کند.

۱. درونی کردن یا درونی کردن آثار خارجی یعنی منافع یا هزینه‌های فعالیتی که تا کنون خارجی محسوب می‌شده و در تصمیم دخالت نداشته در تصمیمات آن‌ها وارد شود.

### نتیجه

تبادل به نحوی که بیان شد از اصول مهم و حیاتی در اقتصاد و تجارت است؛ تا آنجا که در حقوق اقتصادی در زمره اصول کلاسیک حقوق عمومی اقتصادی است. با تکیه بر سؤال، یافته‌ها این پژوهش حکایت از آن دارد که حقوق شرکت‌های سهامی در ایران به اصل تبادل توجه کرده است و در جست‌وجوی مطلوبیت و تبادل است. خلاصه آنکه، با تکیه بر فرضیه و سؤال، حقوق شرکت‌های سهامی قابلیت بسط اصل تبادل به مثابه مطلوبیت همه ارکان و اعضای شرکت سهامی را، با اعمال تغییرات یادشده در سهم و ساختار شرکت، مسئولیت مبتنی بر مبانی نظری (کاستن هزینه مبادله) و تقویت مالکیت (تعریف و تضمین اعمال حقوق مالکیت) دارد. لیکن با لحاظ همه قابلیت‌ها کاستی‌هایی نیز دارد که دستیابی به تبادل یا اجرای کامل اصل تبادل را دشوار می‌کند.

در باب مسئولیت، هرچند حقوق شرکت سهامی در ایران با پذیرش دکترین مسئولیت محدود در جست‌وجوی آن بوده است که برای مشتریان جهت خرید سهام انگیزه ایجاد کند و برای مدیران فرصت ریسک‌پذیری به وجود آورد، اما، قابلیت آن در کنترل بی‌مبالاتی مدیران با توجه به عدم اجرای دکترین‌های مرسوم در حقوق کامن‌لا در حقوق شرکت سهامی ایران- از قبیل خرق حجاب (تعارض دیدگاه وجود دارد)- در تردید است. پس، نمی‌تواند اصل تبادل را بین آنان با سهام‌داران و ذی‌نفعان اجتماعی تضمین کند. بنابراین توجه به رویکرد تلفیقی مبتنی بر نوع و ماهیت عمل و اعمال دکترین‌های مرتبط از قبیل خرق حجاب، دکترین نابرابری اطلاعاتی، دکترین نامعقول، سوءاستفاده از حق، و ... در رویه قضایی و سیاست‌های تقنینی ضروری می‌نماید.

از حیث توجه به رعایت اصل تبادل در سهم و تصمیم، هرچند مقنن برای حفظ تبادل در ماده ۴۱ لایحه اصلاحی قانون تجارت مصوب ۱۳۴۷ نقل و انتقال سهام را آزاد دانسته است تا بر اساس آن سهام‌دار مخالف هزینه‌ای بر شرکت ایجاد نکند و در صورت عدم تمایل با خروج خود از شرکت تبادل شرکت حفظ شود، شیوه و مدل جبران ضرر یا فروش و خرید سهم دقیقاً مشخص نیست. چنانچه از رویه مندرج در مواد ۳۶ و ۳۷ لایحه قانون اصلاحی قانون تجارت پیروی شود، در این روش سهام‌دار هیچ نوع مشارکت و مداخله‌ای در فروش ندارد و اخراج آن جهت حفظ تبادل شرکت مقدم بر تبادل در رعایت حقوق سهام‌دار است.

رویه دیگری نیز، مانند آنچه در حقوق انگلستان و امریکا تحت عنوان حق فروش اجباری یا حق خرید اجباری برای سهام‌داران جزء یا اقلیت وجود دارد، در حقوق شرکت‌های سهامی در ایران شناسایی نشده است. همچنین نظارت مستقیم از طریق دادگاه بر رعایت عدالت معاوضی بر این نوع خرید و فروش به نحوی که در رویه قضایی امریکا و انگلستان تأکید شده است در حقوق شرکت‌های سهامی ایران ظهور ندارد. بنابراین، ضروری است که در اصلاحات تقنینی به تبیین این نوع حق (حق خرید و فروش اجباری با رعایت اصول عدالت معاوضی) برای سهام‌دار اقلیت/ جزء پرداخته شود. زیرا وجود این نوع حق شرکت و سهام‌داران اقلیت و اکثریت را به سمت دستیابی به تعادل هدایت می‌کند.

در حوزه ساختار و ترکیب نیز ضروری است نظام حقوقی شرکت‌های سهامی از فضای بسته، که محدود به حضور صاحبان سهام و نمایندگان آنان است، به تئوری‌های توسعه‌ای نقش بنگاه در جامعه توجه کند و با پذیرش تئوری ذی‌نفعان کلیدی و تئوری جدایی مالکیت از مدیریت بستر مشارکت و همراهی و اطلاع‌سایرین (از کارگران تا رقبا و جامعه میزبان) در ساختار (اعم از داشتن حق رأی یا بدون حق رأی) را فراهم آورد. مضافاً ساختار مجامع و هیئت‌مدیره به منزله رکن سیاست‌گذار و اداره‌کننده دارای کاستی فراوان است. بنابراین از اجتماع صاحبان سهام و نمایندگان آنان به سراغ صاحبان کار و سرمایه اعم از مادی و اجتماعی برود تا دسترسی به اطلاعات نهایی برای همه سهام‌داران و ذی‌نفعان جهت مشارکت ممکن شود و بالتبع آن کارایی مورد انتظار از اجرای اصل تعادل تحقق یابد.



شعاریان ستاری، ابراهیم؛ محمدعیسی تفرشی (۱۳۸۱). «سهم و حقوق ناشی از آن در شرکت‌های سهامی»، پژوهش حقوق عمومی، (۷)، ص ۲۲.

صادقی، محمد؛ محمد محبی (۱۳۹۵). *مقدمه‌ای بر اقتصاد خرد*، هرمزگان، دانشگاه هرمزگان.

صقری، محمد؛ رضا خودکار (۱۳۹۸). «کارایی قاعده اکثریت در شرکت‌های سهامی و ایجاد تعادل میان منافع سهام‌داران اکثریت و اقلیت»، پژوهش حقوق خصوصی، (۷)، صص ۲۸ - ۱۲۱.

طوسی، عباس (۱۳۹۵). *تحلیل اقتصادی شرکت‌ها*، تهران، گنج دانش.

متوسلی، محمود؛ محمود مشهدی‌احمد؛ علی نیکونستی؛ مصطفی سمیعی‌نسب (۱۳۹۰). *تجدید حیات اقتصاد (نگاهی به اندیشه‌های اقتصاددانان نهادی جدید)*، تهران، دانشگاه امام صادق، صص ۳۶، ۶۲، ۸۹، ۹۰، ۹۵.

## References

- Abbas, T. (2016). *Economic Analysis of Companies*, Tehran, Ganj-e-Danesh Publications. (in Persian)
- Amirmohammadi, MR. & Malaikhasi, M. (2018). "The nature of collateral shares of managers of public joint stock companies", *Private Law Journal*, 15(1), p. 141. (in Persian)
- Bagheri, M. & SadeghianNodooshan, M. (2016). *Judgment Quarterly*, 87(15). (in Persian)
- Baqerzadeh, H. (2016). "Comparative study of actions beyond the discretion of companies in Iranian law and public law", *Private Law Journal*, (2), pp. 274-358. (in Persian)
- Baysinger, D.B. & Butler, H.N. (1985). "The Role of Corporate Law in the Theory of the Firm", *The Journal of Law and Economics*, 28(1), pp. 179-191.
- Beigihabibabadi, A., Farrokhi, S.H., & Pasban, M. (2009). "A Comparative Study of Minority Shareholder Rights in the Separation of Joint Stock Companies (Iran and the United Kingdom)", *Private Law*, 26 (7), p. 88. (in Persian)
- Black's Law Dictionary
- Bouguila, S. (2012). "Stakeholders Orientation: Instrumental or Intrinsic Commitment", *International Journal of Educational Research and Technology*, IJERT: 3 (4), pp. 8-24: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2230962>. Visited 9/01/2020.
- Chokuda, TC. (2017). *The Protection of Shareholders' Rights versus Flexibility in the Management of Companies: A Critical Analysis of the Implications of Corporate Law Reform on Corporate Governance in South Africa with specific reference to protection of shareholders*. PhD. Thesis University of Capetown, pp. 10-11.
- Coase, R. (1937). <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x>
- Coase, R. (1990). *The Firm, the Market and the Law*, the University Chicago Press, Chicago and London, pp. 98-140-160.
- Dadgar, Y. (2011). *An Introduction to Economic Analysis of Law*, Tehran: Tarbiat Modares University Press and Alam Institute, p. 225. (in Persian)

- Decision of the Tenth Branch of the Tehran Court of Appeals on 12/12/2013 at 9209970220101717http://dadrah.ir/danesh/ visited; 6.4.2020. (in Persian)
- Demsetz, H. (1967). "Toward a Theory of Property Rights. The American Economic Review", *Papers and Proceedings of the Seventy-ninth Annual Meeting of the American Economic Association*, 57(2), pp. 347-359.
- Directive 2004/25/EC of 21.04.2004 on Takeover Bids
- Eslami Bidgoli, Gh. (2011). "Application of Game Theory in Stock Investment Evaluation", *Financial Knowledge Securities Analysis (Financial Studies)*, No. 11. (in Persian)
- Ewan, M. (2015). The Codetermination Bargains: The History of German Corporate and Labour Law. 25. *Columbia Journal of European Law*, 23 (1).
- Gibbons, R. (2018). *The Application of Game Theories in Economics*, Translated by Kiomars Shahbazi, Tehran: Publisher of Samat. (in Persian)
- Godłów, J. & Legiędź, DOI. (2010). The Coase theorem and idea of transaction costs, their significance for the development of economics, *Comparative Economic Research*, 12 (4): <https://doi.org/10.2478/v10103-009-0022-7>. Visited 6/01/2020.
- Gregory, D.K., Velury, Bernadette, UR. (2005). "Employee Relations and the Likelihood of Occurrence of Corporate Financial Distress", *Journal of Business Finance & Accounting*, 32 (5-6), pp. 1083-1105, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=736416>, Visited 6/01/2020.
- Henk, W.M.G. & John, L. Simons (2020). An analysis of the concept of equilibrium in organization theory, *Faculty of Management and Organization Groningen University, The Netherlands*. <https://ris.utwente.nl/ws/portalfiles/portal/Concept.pdf>. Visited 6/01/2020.
- Henry, N. Butler (1989). *The Contractual theory of the Corporation*, GEO. MASON U.L. REV, Vol. 11:4, pp99-100 or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.141342>. Visited 6/01/2020.
- Hopt, K. J. (2000). "Modern Company Law Problems: A European Perspective Keynote Speech", *Max Planck Institute for Foreign Private and Private International Law Hamburg, Germany*. <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/1857275.pdf>. visited 6/01/2020.
- Jean, P. & Otto, S. (2005). *The rise and fall of supervisory codetermination in Germany?* <https://www.researchgate.net/publication>. Visited 6/01/2020.
- Jean, R. & Philippe, S. (2012). Tollari, *Engage Your Community Stakeholders*.
- Judith, C., DiazFuentes, D., & Warner, M. (2016). "The loss of public values when public shareholders go abroad", *Utilities Policy Journal*, 40, pp. 134-143.
- Junidi, L. (2010). "Recognizing Holders of Final Information in a Joint Stock Company, Translated by Norouzi, M.", *Private Law Studies Spring*, 40 (1), p. 60. (in Persian)
- Klaes, M. (2008). *History of Transaction Costs*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 2nd edition, S. N. Durlauf and L.E. Blume, eds., New York: Palgrave Mcmillan, (8).
- Motusali, M., Mahmoud Mashhadi, A., Niko Nesbati, A., & SamieiNasab, M. (2011). *Revival of the Economy "A Look at the Thoughts of New Institutional Economists"*, Imam Sadegh University Press, pp. 36-62-89-90-95. (in Persian)
- Nguyen Hieu, N. H. & EunjuLee, V. P. (2020). "Shareholder litigation rights and capital

- structure decisions”, *Journal of Corporate Finance*, (62), 101601.
- Parisi, F. (2008). “Coase Theorem”, in *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 2nd edition, S. N. Durlauf and L.E. Blume, eds., New York: Palgrave Mcmillan, (1).
- Priya P, L., Mathias, S. Shareholder Protection: A Lexmetric Approach. University of Cambridge, *CBR, Working Paper, No. 324*. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=897479>. Visited 6/01/2020.
- Rabia, S. (2017). *Business Law*, ed 2, Tehran, Samat. (in Persian)
- Renani, M. (2010). *Bazar & Nabazar Market*, Third Edition, Tehran: Publications of the Institute of Higher Education and Research, Management and Planning, p. 329 (in Persian)
- Saghari, M. & Khodkar, R. (2009). “The efficiency of the majority rule in joint stock companies and creating a balance between the interests of the majority shareholders and the minority”, *Quarterly Journal of Private Law Research*, 28(8) p. 121. (in Persian)
- Samuel, L. T., Bernadette, M. R., & Robert, M. B. (1998). *The Relation between Stakeholders' Implicit Claims and Firm Value*.
- Sarzaeim, A. (2016). *Economic Insight for All*. Third Edition, Tehran, Termeh Publications, p. 70. (in Persian)
- Sattari, S. & Tafreshi, MI. (2002). “Shares and their rights in joint stock companies”, *Public Law Research*, No. 7, p. 22. (in Persian)
- Siems, M. (2005). “The Case Against Harmonisation of Shareholder Rights”, *European Business Organization Law Review*, (6), pp. 52-539.
- Siems, M. (2006). “Shareholder Protection Across Countries - is the EU on the Right Track?”, *DICE-Report Journal for Institutional Comparisons*, (4-3), pp. 39-43.
- Sterling v. Mayflower Hotel Corp (1952). Annotate this Case. 89 A.2d 862 STERLING et al. v. MAYFLOWER HOTEL CORP. et al
- Tieben, L.A.W. *The Concept of Equilibrium in Different Economic Traditions, A Historical Investigation*, VrigeUniversity..pdf. Visited 6.04.2020
- United Kingdom Companies Act 2006
- Wang, Y. & Henry, L. (2017). “Takeover law to protect shareholders: Increasing efficiency or merely redistributing gains?”, *Journal of Corporate Finance*, 43, pp. 288-315. Visited; 6/01/2020.
- Zahdtalaban, A., Ashrafi, Y., & Khodaparast, M. (2011). “The legal situation of manger in stock company”, *Quarterly Journal of Iranian and International Comparative Law Research (Former Free Legal Research)*, 14(4), pp. 9-40. (in Persian)
- Zubair Abbasi, M. (2009). “Legal analysis of Agency Theory: an inquiry into the nature of corporation”, *International Journal of Law and Management*, 51(6), pp. 401-420. <https://doi.org/>. Visited 3/01/2020.