

فصلنامه پژوهشنامه بازرگانی، شماره ۹۷، زمستان ۱۳۹۹، ۷۷-۹۸

## حقوق سهام داران اقلیت در نتیجه ادغام در ایالات متحده امریکا: راه کارهایی برای ایران

میلاذ سلطانی\* محمد عماد عابدی\*\*

جواد شمسی\*\*\* حسین بروجردی\*\*\*

پذیرش: ۹۸/۰۲/۱۰

دریافت: ۹۷/۰۹/۱۸

ادغام / حقوق سهام داران اقلیت / سوءاستفاده از حق / تقویم / قاعده لاضرر.

### چکیده

حقوق تجارت به سرعت در حال پیشرفت و ترقی است و در این میان شرکت ها برای اهدافی نظیر کسب سود و یا دستیابی به بازاری وسیع تر دست به اقداماتی نظیر ادغام می زنند که در دهه های گذشته به خوبی جایگاه خود را تثبیت نموده و در پویایی اقتصاد، شگفتی آفریده است. در هر شرکت، سهام داران را می توان قلب تپنده و نبض شرکت دانست. حمایت از سهام داران شرکت ها، تضمین سرمایه گذاری مجدد آنها در این قبیل امور تجاری است. شرکت ها ممکن است دست به تغییرات ساختاری مانند ادغام در شخصیت حقوقی زنند و در این بین سهام داران متضرر شوند و یا تمایلی به ادامه همکاری با شرکت در اثر ادغام نداشته باشند. حال به جهت حمایت از سهام داران

\*. دانشجوی دکتری حقوق خصوصی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه خوارزمی، ایران، تهران.

Soltany.milad@yahoo.com

\*\* کارشناس ارشد حقوق خصوصی، دانشگاه حقوق و علوم سیاسی پردیس تهران، ایران، کیش.

mohammademad.abedi@gmail.com

\*\*\* دانشجوی دکتری حقوق خصوصی، دانشگاه علوم قضایی و خدمات اداری. ایران، تهران

javashamsi@gmail.com

\*\*\*\* دانشجوی کارشناسی ارشد، حقوق خصوصی، دانشگاه آزاد واحد علوم تحقیقات. ایران، تهران

boroojerdi@iranfair.com

که حمایت از سرمایه‌گذاری است باید در فکر راهکاری در جهت جدا شدن سهامدار از شرکت بود. در آخر می‌بایست بهای عادلانه و به روز آن با توجه به راهکارهایی که به عدالت نیز نزدیک باشد تقویم گشته و پرداخت گردد تا عدم پرداخت مانع از تضییع حقوق و دلسردی سهام‌دار اقلیت نگردد. در حقوق ایران ساز و کار قانونی برای جدا شدن این دسته از سهام‌داران پیش‌بینی نشده است؛ لذا این نوشتار در پی بررسی حقوق کشور آمریکا به عنوان کشور پیش‌تاز بوده و دنبال الگوبرداری و بومی‌سازی راه حل‌های موجود بوده و سعی در تطبیق با حقوق موضوعه می‌گردد.

طبقه‌بندی JEL: K2, K29, K11, M41, K15

## مقدمه

ادغام از جمله نهادهایی است که اجرای کارآمد آن می‌تواند اقتصادی پویا را برای هر جامعه‌ای به ارمغان آورد و در این خصوص کشورهای در حال توسعه به این نهاد بیش از دیگر کشورها نیازمند هستند. اثر ادغام بر حقوق سهام‌داران اقلیت در حقوق کشورهای پیشتاز در امر ادغام مورد بحث و بررسی قرار گرفته اما در این بین حقوق آمریکا سهم بیشتری در پیشبرد این نهاد به سوی عدالت داشته و از دیرباز الگویی برای کشورهای دیگر بوده است.<sup>۱</sup>

سهام‌داران اقلیت پس از به رای گذاشتن ادغام ممکن است راضی به انجام ادغام نباشند و طبق قوانین حقوق آمریکا سهام‌داران ناراضی مستحق خسارت بوده و در این خصوص ساز و کار ویژه‌ای را قوانین مذکور در نظر گرفته‌اند.<sup>۲</sup> با توجه به لایحه‌ی اخیر قانون تجارت و تدوین چندین ماده در حوزه‌ی ادغام، بررسی بیشتر حقوق سهام‌داران بیش از پیش لازم می‌آید لذا حقوق سهام‌داران به جهت اهمیت آن در امر سرمایه‌گذاری حائز اهمیت است.

موضوع سهام‌داران اقلیت در حقوق آمریکا بسیار مورد بررسی قرار گرفته و پس از بحث و بررسی بسیار در ایالات متفاوت به قوانین واحدی در این خصوص دست یافته‌اند.<sup>۳</sup> با الگوبرداری از چنین قوانینی می‌توان در جهت رشد و توسعه‌ی چنین امری در حقوق ایران استفاده نمود و با الگو قراردادن قوانین مذکور و بومی‌سازی آن می‌توان این تأسیس حقوقی را در قوانین ایران بنیان نهاد. استفاده از قوانین مذکور بسیار مورد آزمون و خطا قرار گرفته و با تاسی از قاعده لاضرر و نظریه‌ی سوءاستفاده از حق می‌توان به نتیجه‌ای دست یافت که با حقوق ایران هم‌خوانی داشته و نیز به عدالت نزدیک باشد.

## ۱. کلیات

در این مبحث برای درک مقدماتی موضوع، تعریف ادغام و انواع آن را بررسی نموده و نیز به توضیح در خصوص سهام‌داران اقلیت و به طور کلی هدف از تقویم حقوق خواهیم پرداخت.

1. L.Brown; Robert, (2007),2.

2. L.Brown; Robert, (2007),32-50

3. L.Brown; Robert, (2007),3.

## ۱-۱. تعریف لغوی و اصطلاحی ادغام

ادغام از ریشه دغم می‌باشد و از بعد لغوی معانی متمایزی دارد که شامل در هم فشردن و فرو بردن دو چیز، داخل کردن چیزی در چیز دیگر و یا داخل کردن دو چیز در یکدیگر مانند مدغم شدن یا ادغام شدن یک حرف در یک حرف دیگر و یا دو حرف را یکبار تلفظ کردن گویند.<sup>۱</sup> ادغام در قوانین و نزد حقوق دانان سابقه‌ی زیادی نداشته و کمتر به آن پرداخته‌اند، لکن در بند ۱۶ ماده یک از قانون اصلاح موادی از قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی ادغام این‌طور تعریف شده است که: «ادغام: اقدامی است که بر اساس آن چند شرکت، ضمن محو شخصیت حقوقی خود شخصیت حقوقی واحد و جدیدی تشکیل دهند یا در شخصیت حقوقی دیگری جذب شوند...» در حقوق آمریکا نیز ادغام را مقنن تعریف نموده و صرفاً به توضیح در خصوص شرایط و آثار آن پرداخته است<sup>۲</sup> اما حقوق دانان در این خصوص تعاریف نزدیکی را ارائه نموده‌اند که جامع آن از این قرار است:

ادغام ترکیبی از دو شرکت با هم است به نحوی که تنها یک شرکت یا بنگاه باقی بماند و شرکت ادغام شده از بین برود، همچنین در اثر عمل حقوقی ادغام، شرکت ادغام کننده اموال و مسئولیت‌های شرکت ادغام‌شونده را بر عهده می‌گیرد.<sup>۳</sup>

## ۲-۱. انواع ادغام

- **شکل کوچکی از ادغام:** اگر یک شرکت با شرکت تبعی شرکت مادر ادغام شود یا شرکت مادر با شرکت تبعی خود ادغام شود آن را ادغام با فرم کوچک می‌نامند. ادغام شرکت مادر با شرکت تبعی خود، شرکت مادر باید سهام‌دار اصلی بوده و بیش از ۹۰ درصد سهام را مالک باشد.<sup>۴</sup>
- **ادغام ساده:** قراردادی بین دو یا چند شرکت تجاری و از جمله شرکت سهامی است که موجب محو شخصیت حقوقی یک یا چند شرکت سهامی طرف قرارداد می‌گردد و کلیه

۱. دهخدا، علی اکبر (۱۳۷۲)؛ ۱۳۳.

2. Model Business Corporation Act, section 11.02.

3. A. Gaughan, Patrick (2002); 7.

4. Short form Merger.

5. L. Curran, Catherine (1981); 1.

۶. حبیب آبادی، احمد بیگی، (۱۳۸۰)، ص ۷۶.

حقوق و تعهدات شرکت یا شرکت‌های سهامی محو شده به یکی از آنها منتقل می‌شود و دارندگان سهام شرکت یا شرکت‌های سهامی محو شده مالک عوض تعیین شده در قرارداد می‌گردند. در ادغام ساده شرکت جدیدی ایجاد نمی‌شود بلکه کلیه شرکت‌های سهامی طرف قرارداد در یکی از آنها ادغام می‌شود.<sup>۱</sup>

- **ادغام ترکیبی:** ادغام ترکیبی عبارت است از اینکه دو یا چند شرکت سهامی، یک شرکت سهامی جدیدی را ایجاد کنند که در آن ترکیب شوند، به نحوی که شخصیت حقوقی شرکت‌های سهامی موجود از بین رفته و منحل شود. ادغام ساده و ادغام ترکیبی از لحاظ شرایط و آثار قانونی یکسان می‌باشند و فقط اختلاف در شکل کار است. در ادغام ساده، یکی از شرکت‌های سهامی، شرکت سهامی دیگر را تصاحب می‌کند، در حالیکه در ادغام ترکیبی، شرکت سهامی جدیدی که در نتیجه قرارداد ادغام تأسیس می‌گردد، دو شرکت سهامی موجود را تصاحب می‌کند.<sup>۲</sup>
- **ادغام مساوی:**<sup>۳</sup> زمانی که دو یا چند شرکت از نظر اندازه، جایگاه رقابتی، سودآوری و بازار سرمایه قابل رقابت و نزدیک به هم باشند آن را ادغام مساوی می‌نامند.<sup>۴</sup>

### ۳-۱. تعریف سهام‌داران اقلیت

سهام‌داران اقلیت<sup>۵</sup> را این گونه تعریف نموده‌اند که سهام‌دارانی که مالک کمتر از نیمی از مجموع سهام‌ها بوده و در نتیجه نمی‌توانند مدیر شرکت را به تنهایی عزل و نصب کنند.<sup>۶</sup> سهام‌داران اقلیت در ادغام تحت شرایطی که بیان خواهد شد می‌توانند معادل بهای سهام خود را دریافت نمایند که در حقوق آمریکا از آن با عنوان حق بر تقویم<sup>۷</sup> یاد می‌شود لذا لازم به توضیح است که این نهاد در حقوق آمریکا قانونی است.

۱. حبیب آبادی، احمد بیگی، ۱۳۸۰، ۷۰.

۲. حبیب آبادی، احمد بیگی، (۱۳۸۰)، ۸۰.

3. Merger of Equals.

4. DePamphilis, Donald, op.cit, 18.

5. Minority Shareholders.

6. A.Garner, Bryan (2009); 1501.

7. Appraisal Right.

#### ۴-۱. تقویم حقوق و هدف از آن

تقویم حقوق عبارت است از حقی قانونی که در نتیجه‌ی اعمال آن سهام‌داران مخالف با تغییرات ساختاری (نظیر ادغام)، این اختیار را دارند که دریافت بهای سهام خود را برادامه‌ی همکاری با شرکت ادغام شونده ترجیح دهند.<sup>۱</sup> لازم به توضیح است که این حق زمانی قابل اعمال است که در جلسه‌ی مجمع عمومی فوق‌العاده، اکثریت رای به انجام ادغام دهند و موضوع ادغام به حد نصاب برسد، در این وضعیت سهام‌دارانی که رای مخالف بر ادغام داده‌اند می‌توانند از حق تقویم حقوق برخوردار شده و آن را اعمال کنند. این نهاد با عناوین متفاوتی نظیر جبران خسارت ناآمیدی<sup>۲</sup>، حقوق مخالفان<sup>۳</sup> و یا حق مخالفان بر تقویم<sup>۴</sup> نیز از آن یاد می‌شود اما در این نوشتار "تقویم حقوق" را بر این نهاد نزدیک به صواب دانسته‌ایم. درک مبنای نهاد تقویم حقوق می‌تواند ما را در الگوبرداری صحیح از این نهاد یاری نماید و شناخت اهداف این چنین نهادهایی می‌تواند سنگ بنایی برای نیل به حقوقی پیشرفته در آینده باشد. برای نهاد تقویم حقوق مقنن هدف آن را ذکر ننموده اما دکتترین برای تقویم حقوق هفت هدف نام برده که برخی از آن بر دیگری ترجیح دارد اما هرکدام از آنها را می‌توان به تنهایی مهم و تاثیرگذار دانست که به شرح زیر است.

- **اول:** برخی علت وجودی این نهاد را این گونه توجیه می‌نمایند که سهام‌داران مخالف نباید در تغییرات ساختاری مجبور به سرمایه‌گذاری در شرکتی شوند که تمایل به حضور در آن را ندارند به همین خاطر می‌توانند بهای سهام خود را نقدا دریافت نموده و از ادامه حضور سر باز زنند.<sup>۵</sup>
- **دوم:** برخی نیز مانند بیلز مینینگ<sup>۶</sup> که می‌توان وی را از منتقدین بنام تقویم حقوق نامید و حتی در قانون مدل شرکت‌های تجارت نیز از او به‌عنوان مفسر و منتقد نام برده شده است،<sup>۷</sup> نگاه سنتی به این نهاد را تغییر داده و آن را یک جبران خسارت ضروری برای حمایت از

1. A.Chirelstein, Marvin (1974); 9.

2. Remedy of Desperation.

3. Dissenters Rights.

4. Dissenters Appraisal Rights.

5. V.Letsou, Peter (1998); 3.

6. Bayless Manning.

7. Model Bussiness Corporate Act, Section 13.01, 1.overview.

سهام‌داران می‌داند که از این طریق سهام‌داران از اثرات حاصل از این تغییرات در امان می‌مانند.<sup>۱</sup>

- **سوم:** تقویم حقوق روند گران و پرهزینه‌ای است. علت آن را برخی بازگشت سرمایه‌گذاری دانسته‌اند چراکه اگر این نهاد اجرا نشود ممکن است سهام‌داران اقلیت در این بین، حقوقشان مورد تضییع قرار گرفته و از سرمایه‌گذاری مجدد در شرکت دیگری دلسرد شوند.<sup>۲</sup>
- **چهارم:** برخی معتقدند این نهاد می‌تواند مانع سوءاستفاده از حق سهامداران اکثریت شود. به بیان دیگر به جهت آنکه در پی اعمال تقویم حقوق، شرکت باید بهای سهام سهام‌داران اقلیت را پرداخت کند، سهام‌داران اکثریت نمی‌توانند از حق اکثریت خود سوءاستفاده نموده و نظر خود را بر اقلیت تحمیل نمایند.<sup>۳</sup> در توضیح این مورد باید یادآور شد که سهام‌داران اکثریت برای نیل به اهداف خویش ممکن است از ادغام به‌عنوان حربه‌ای برای فشار بر سهام‌داران اقلیت استفاده نمایند تا آنان را با تاکتیک فشار اکثریت مجبور به فروش سهام خود کنند و در صورت اعمال چنین تاکتیکی که به فریزاوت<sup>۴</sup> موسوم است سهام‌داران یا باید تن به چنین تغییراتی بدهند و یا بهای سهام خود را گرفته و شرکت را رها کنند، در این بین اگر ساز و کار تقویم حقوق، بهای عادلانه‌ای را برای سهام مقرر کند می‌تواند مانعی برای سوءاستفاده اکثریت باشد.<sup>۵</sup>
- **پنجم:** در ادغام شرکت تبعی توسط شرکت مادر (شکل کوچکی از ادغام) تقویم حقوق ممکن است وسیله‌ای برای انعقاد شروط بهتر و کسب امتیاز بیشتر از شرکت مادر باشد که این راهکار می‌تواند از حربه‌های سهام‌داران مخالف در اقلیت برای کسب سود مضاعف باشد.<sup>۶</sup>
- **ششم:** برخی نیز تقویم حقوق را فرصت و راهکاری می‌دانند تا سهام‌داران را قادر به دریافت بهای سهام خود نمایند که این حق به وسیله‌ی قانون نیز تضمین شده است که نتیجتاً دریافت بهای نقدی سهام را به شراکت در ادغام یا تصاحب<sup>۷</sup> ممکن می‌سازد.<sup>۸</sup>

1. Manning, Bayless, (1962); 3.

2. Polomarkakis, Konstantinos Alexandris (2014); 6.

3. A.Chirelstein, Marvin, op.cit, 9.

4. Freeze out.

5. Joshi, Nisarg, 2012; 10.

6. Ibid; 10.

7. Acquisition.

8. L.Brown, Robert (2007.44 ;)

• **هفتم:** برخی نیز بهای عادلانه یا تقویم حقوق را یک قاعده می‌دانند که بر اساس آن سهام‌داران اقلیت می‌توانند مانع تغییرات اساسی مانند ادغام شوند و مبنای این روش را استحقاق سهام‌داران دانسته‌اند لذا از این مناسبت عنوان «سود متناسب در یک نگرانی جاری» یاد شده است.<sup>۱</sup> در توضیح این قاعده لازم به توضیح است که بهای عادلانه باید به نحوی باشد که متناسب با قیمت روز باشد و تقویم حقوق موجب تضییع سهام‌دار نگردد.<sup>۲</sup> به نظر می‌رسد که تمامی این موارد را می‌توان از اهداف این نهاد دانست و این در حالی است که این حق به طور کلی یک امتیاز حمایتی است که به سهام‌داران اقلیت داده شده و توسط مقنن تضمین شده است.

## ۲. شرایط و روش‌های تقویم حقوق

در این مبحث به توضیح درباره‌ی شرایط اعمال تقویم حقوق و روش‌های تقویم حقوق پرداخته خواهد شد و نیز انتقاداتی که می‌توان در خصوص تقویم حقوق موجه دانست را بررسی کرده و در انتها نظریه‌ی سوءاستفاده از حق را از نظر می‌گذرانیم.

### ۲-۱. شرایط اعمال تقویم حقوق

در آمریکا هر ایالت قوانین مختص خود را داشته و بر شرکت‌های حوزه‌ی خود حاکم هستند، حال برخی از شرکت‌ها که تعداد آنها کم هم نیست قوانین دیگری را به‌عنوان قانون منتخب برمی‌گزینند، در این میان قانون مدل شرکت‌های تجاری<sup>۳</sup> و قانون دلور<sup>۴</sup> بیشترین طرفدار را داشته و این امر مورد تایید و تصریح برخی نیز قرار گرفته است.<sup>۵</sup> بر این اساس شروط حاکم، از هر دو قانون گرفته شده و شرایط را با توجه به جمع هر دو قانون ذکر خواهیم نمود که به این شرح است.

---

1. Proportionate Interest In a going Concern.  
 2. P. Twomey, David (2011); 1044.  
 3. Model Business Corporation Act.  
 4. Delaware General Corporation Law.  
 5. Jeffrey W. Bullock, 2014; 2.



۲-۱-۱. رضایت سهام‌داران به تغییرات ساختاری<sup>۱</sup>

برای اجرای تقویم حقوق، اکثریت سهام‌داران باید رای مثبت به انجام تغییرات ساختاری و بنیادین بدهند، از جمله این تغییرات ادغام و یکپارچگی<sup>۲</sup> است. تغییرات ساختاری امری است که موجب تمایز این تصمیم با دیگر تصمیمات مجمع می‌شود و سهام‌داران اقلیت را مستحق تقویم حقوق می‌کند. به بیان دیگر در مجمع عمومی فوق‌العاده، ممکن است تصمیمات زیادی در طول حیات یک شرکت اتخاذ شود اما تنها در تصمیماتی که مربوط به تغییرات ساختاری است چنین حقی ایجاد می‌گردد. از جمله دلایل برای این امر را می‌توان تغییر در شخصیت حقوقی شرکت دانست که در نتیجه ادغام و یکپارچگی ایجاد می‌گردد. در هر دو قانون مدل و دلور بر این امر تصریح شده و حقوق دانان نیز از آن غافل نشده‌اند.<sup>۳۴</sup>

## ۲-۱-۲. ممنوعیت موافقت سهام‌دار مخالف با تغییر ساختاری

در جلسه مجمع عمومی فوق‌العاده سهام‌داران اقلیت که خواستار اجرای نهاد تقویم حقوق هستند نباید رای موافق نسبت به ادغام بدهند<sup>۵</sup> و در برخی ایالات باید رای مخالف نیز به ادغام دهند تا مستحق تقویم گردند.<sup>۶</sup>

1. Fundamental Change.

۲. یکپارچگی: دو یا چند شرکت که به شکل جدیدی به هم پیوسته‌اند لکن از نظر تکنیکی ادغام محسوب نمی‌گردد و تمام حقوق مستقل دو شرکت که یکپارچه شده در یک شرکت جدید حل می‌شود و معمولاً یک نام جدید هم دارد را یکپارچگی دانسته‌اند. به جهت تقریب ذهن با ذکر مثالی تمایز این دو نهاد را در می‌یابیم در ادغام شرکت الف با شرکت ب جمع و نتیجه آن حل شدن شرکت ب در الف می‌شود اما در یکپارچگی شرکت الف با شرکت ب یکپارچه شده و نتیجه آن شرکت ج است و این در حالی است که دو شرکت الف و ب با هم یکپارچه شده‌اند و تشکیل یک شرکت جدید را داده‌اند.

DePamphilis, Donald, op.cit ; 18 - Twomey, David op cit; 1044.

3. Delaware General Corporation Law. Section 262 (a) - Model Business Corporation Act, Section 13.01, Official Comment 1 - L.Brown, Robert , op.cit; 44.

۴. لازم به توضیح است که برای کسب اطلاعاتی نظیر نحوه انتخاب قانون دلور و دلایل برتری آن نسبت به قوانین دیگر می‌توان به وبسایت زیر مراجعه نمود.

<https://corplaw.delaware.gov/facts-and-myths/>

5. Davila, Edwin (1983) ; 2.

6. Delaware General Corporation Law, Section 262 (a) - Ohio Revised Code, section 1701.85.

## ۲-۱-۳. رعایت مواعد

تقویم حقوق از منظر شرکت‌ها نیز قابل ملاحظه است به این جهت که قوانین و نحوه‌ی ارزش‌گذاری باید به گونه‌ای باشد که نگرانی زیادی را برای شرکت‌ها ایجاد نکند تا موجب انصراف شرکت از انجام ادغام گردد. از منظر شرکت‌ها تقویم حقوق ممکن است تا حدی ناعادلانه باشد بدان علت که سهام‌دار ممکن است بهای سهام خود را نداند اما تعداد سهم‌ها را می‌داند لکن مدیران شرکت نه تنها از بهای سهام مطلع نیستند بلکه تعداد سهام‌داران مخالف و به تبع آن تعداد سهام‌ها را نیز نمی‌دانند.<sup>۱</sup> در پی حل چنین مشکل و انتقاداتی که در این خصوص به قوانین گرفته شد مقنن در پی اصلاح این امر برآمد و طبق قانون مدل، سهام‌دار مخالف باید قبل از وقوع ادغام یا یکپارچگی تقاضای فروش سهام را بدهد. شرکت باید ۱۰ روز قبل از تصویب ادغام یا یکپارچگی به کسانی که تمایل به خرید سهام سهام‌داران اقلیت را دارند اطلاع دهد.<sup>۲</sup> حال اگر سهام‌دار مخالف تقاضای پرداخت را نمود شرکت بهای بازاری آن را پرداخت می‌کند؛ در صورت کافی نبودن مبلغ ایجاب شده سهام‌دار مخالف می‌تواند ظرف ۳۰ روز ایجاب متقابلی را پیشنهاد بدهد، حال شرکت یا باید مبلغ را بپذیرد و یا باید دادگاه در این خصوص تعیین تکلیف کند. رعایت مواعد مذکور که در قانون دلور نیز مواعیدی برای اظهار مخالفت و فروش آن متذکر شده برای سهام‌داران اقلیت الزام‌آور است تا جایی که در صورت عدم رعایت آن ممکن است جبران خسارت از طریق تقویم یا غیر ممکن و یا بسیار دشوار گردد.<sup>۳</sup>

## ۲-۱-۴. استحقاق سهام‌داران اقلیت شرکت ادغام شونده

این عنوان موجد دو شرط می‌باشد، اول آنکه نهاد تقویم حقوق به طور کلی برای سهام‌داران در اقلیت بوده و سهام‌دار در اقلیت شرکت ادغام شونده تنها می‌تواند با جمع شرایط فوق این حق را اعمال کند و این در حالی است که شرکت ادغام‌کننده در صورت وجود شرایط دیگر نیز نمی‌تواند از این نهاد بهره‌مند گردد؛ تنها در برخی از ایالات شرکتی که حاصل ادغام است

1. Manning, op.cit, p 13.

۲. در متن اطلاعیه به جهت اطلاع کامل سهام‌دار مخالف از حقوق خود یک کپی نیز از فصل «آیین دادرسی برای اجرای تقویم حقوق» از قانون مدل نیز فرستاده خواهد شد تا سهام‌دار مخالف از کلیه حقوق خود با خبر گردد.

3. Model Business Corporation Act, section 13.20, (b).

را شامل می‌شود.<sup>۱</sup> شرط دیگر بیانگر اصالت سهام‌دار است که در هر دو قانون مدل و دلور به آن تصریح شده است، به بیان دیگر سهام‌دار اصلی باید در جلسه حاضر شود و رای ممتنع و یا مخالف دهد و با ابراز مخالفت نماینده یا حق العمل کار این حق برای سهام‌دار ایجاد نمی‌گردد.<sup>۲</sup> البته لازم به ذکر است که این شرط تنها در شکل کوچک ادغام که از انواع ادغام است و ادغام شرکت تبعی با شرکت مادر را شامل می‌شود در قانون مدل وجود اصیل را ضروری دانسته و انواع دیگر ادغام را در خصوص اصالت یا نمایندگی سهام‌دار آزاد گذاشته است.<sup>۳</sup> این شرط اثری دیگری دارد و آن این است که نهاد تقویم حقوق تنها برای سهام‌داران است و طلبکاران، کارمندان، کارگران، مشتریان و سرمایه‌گذاران را شامل نمی‌گردد. این در حالی است که گروه‌های مذکور ممکن است خسارت بیشتری را در جریان انجام ادغام ببینند و کما این که منافع بیشتری را در گرو تغییرات ساختاری از دست بدهند.<sup>۴</sup>

## ۲-۲. روش‌های تقویم حقوق

در این گفتار به بررسی روش‌های تقویم حقوق پرداخته و در پایان نظریه سوءاستفاده از حق را به عنوان نهاد قابل اعمال در این زمینه بررسی نموده‌ایم. لازم به توضیح است که نظریه سوءاستفاده از حق را می‌توان به عنوان تنها نهاد داخلی قابل تطبیق با نهاد تقویم حقوق دانست<sup>۵</sup> به همین جهت در انتها به عنوان راه حل داخلی آن را نیز از نظر می‌گذرانیم. تقویم حقوق یک راه حل نو و بدیع است که می‌تواند مانعی برای سودجویی سهام‌داران اکثریت و نیز تضییع حقوق سهام‌داران اقلیت شود. در این خصوص آرای دادگاه‌ها می‌تواند بیانگر قابلیت اجرای این نهاد حمایتی باشد. در رایی که دادگاه دلور صادر نموده است این امر به روشنی پیدا است. رای مورد نظر بدین شرح است که شرکت رادیولوژی قصد ادغام با شرکت

1. Model Business Corporation Act, section 13.01, 1.overview - L.Brown, Robert , op.cit; 44.

2. Delaware General Corporation Law, Section 262 (a) - Ohio Revised Code, section 1701. 85.

3. Model Business Corporation Act, section 13.01, 1.overview.

4. Manning, op.cit; 18.

۵. لازم به توضیح است که ماده ۱۳۱ قانون تجارت مصوب سال ۱۳۱۱ را نیز تا حدی می‌توان قابل تطبیق با نهاد تقویم حقوق دانست. بدین نحو که در صورتی که اعضای هیأت مدیره یا مدیر عامل از اعضای مجمع فوق العاده بوده و سهامداران اکثریت باشند. با توجه به آنکه هیت مدیره رکن اداره کننده شرکت، و مجمع عمومی فوق العاده رکن تصمیم گیرنده شرکت است؛ می‌بایست این امر مورد توجه قرار گیرد که در صورتی که اعضای هیت مدیره از سهامداران اکثریت شرکت باشند ماده مذکور می‌تواند قابل انطباق با نهاد تقویم حقوق گردد.

دیگر را داشته و برای سهام‌داران اقلیت بهایی برای سهام‌شان در نظر گرفته است که بسیار پایین‌تر از بهای واقعی آن بوده لذا سهام‌داران نسبت به این امر اعتراض نموده و در نتیجه دادگاه مبلغ بالاتری نسبت به بهای در نظر گرفته شده از جانب شرکت برای سهام‌داران اقلیت در نظر گرفت و شرکت را مجبور به پرداخت آن نموده است.<sup>۱</sup> در رای دیگری حتی دیده شده مبلغ سهام به دو برابر افزایش یافته است یعنی ارزش‌گذاری شرکت ۳۳/۸۴ دلار بوده که در نتیجه اعتراض به ۶۳/۴۴ دلار افزایش یافته است.<sup>۲</sup> چنین مواردی می‌تواند شاهد مثالی برای بالابردن قیمت سهام باشد لذا تقویم حقوق باید به نحو دقیق، عادلانه، به روز و کارشناسی شده باشد تا در نتیجه آن نه تنها سهام‌داران متضرر نشوند بلکه شرکت نیز از بهای بالاتر نسبت به ارزش واقعی سهام متضرر نگردد.<sup>۳</sup> لازم به توضیح است تقویم حقوق امری مشکل و بسیار دقیق و گران است و در مقابل دادرسی‌های دسوارایی برای تقویم حقوق وجود دارد که از آن جمله می‌توان به سه مورد اشاره نمود.

۱. تقویم حقوق بر چند گروه اثر می‌گذارد از جمله سهام‌داران اکثریت، سهام‌داران اقلیت و شرکت‌ها؛ در این بین این ارزش‌گذاری باید به نحوی باشد که ارزش واقعی محاسبه گردد تا هیچ کدام از گروه‌های فوق متضرر نشوند. ارزش‌گذاری باید به نوعی باشد که برای شرکت نگرانی زیادی ایجاد نکند تا موجب عدم انجام ادغام گردد پس نمی‌توان تنها حقوق سهام‌داران اقلیت را در نظر گرفت بلکه باید از منظر شرکت‌ها نیز این امر را بررسی کرد. این موارد در حالی است که پس از ادغام سهام‌سهم‌داران اقلیت تقویم می‌گردد و این امر بسیار دشوار است.<sup>۴</sup>

۲. زمانی که جلسه در مورد انجام ادغام انجام می‌گیرد به طور معمول ارزش سهام شرکت بسیار کاهش می‌یابد. این در حالی است که اگر در ارزش‌گذاری، بنا را بر اساس بهای روز سهام بگذاریم سهام‌دار اقلیت ضرر خواهد کرد؛ لذا به جهت افت ناگهانی سهام در نتیجه مذاکرات در مورد ادغام لازم است که برای تقویم، یک بازه‌ی زمانی را در نظر بگیریم و تقویم بر مبنای یک یا چند روز در نظر گرفته نشود. در این خصوص بیلس

1. Delaware Open MRI Radiology v Kessler, 898 A2d 290 (2006).

2. DAVID P. (2011); 1045.

3. Fisch, Jill, (2015); 16.

4. Manning, Bayless, (1962); 13.

منینگ معتقد است تنها چیزی که در تقویم حقوق ثابت است عدم ثبات در تعیین بهای سهم است.<sup>۱</sup>

۳. یکی دیگر از مواردی که انجام تقویم و ارزش‌گذاری را سخت می‌کند نوسان بازار است. این فرض در صورتی است که شرکت در حالی که بازار نوسان زیادی دارد اقدام به ادغام می‌کند و این امر موجب می‌گردد که دادرس نتواند به راحتی ارزش واقعی سهام را دریابد.<sup>۲</sup>

## ۲-۱. قانون مدل شرکت‌های تجاری

در این قانون برای ارزش‌گذاری سهم موارد زیر را باید دادرس رعایت کند:

۱. قبل از اقدام شرکت برای تغییرات ساختاری، مخالفت سهام‌داران اقلیت برای انجام تقویم باید به صورت فوری انجام شود.

۲. به کارگیری از عرف در ارزش‌گذاری و نیز بهای کلی و استفاده از تدابیر و تکنیک‌های کلی که در تجارت‌های مشابه وجود دارد.

۳. معافیت‌های قانونی و تخفیفات در صورتی که فرد در اقلیت باشد نباید محاسبه گردد.<sup>۳</sup>

در توضیح مورد نخست آمده است که علت فوریت تعیین بهای سهام آن است که شرکت باید بهای موجود را پرداخت کند و این بها تا قبل از اثر ادغام بر سهام، موجود و عادلانه است چرا که ممکن است ادغام موجب کاهش قیمت سهام گردد و در نتیجه سهام‌داران متضرر گردند.<sup>۴</sup> سنجش بهای سهام باید با توجه به فاکتورهای زیادی انجام گیرد و با ورود عنصر عرف به این فاکتورها دادگاه مجبور است قیمت متعارف را دریابد و در بهای عادلانه شخص معقول و متعارف<sup>۵</sup> را در نظر گیرد. در متدهای جدید سنجش یک دامنه‌ای را برای بهای سهم قرار داده و به یک قیمت مشخص اکتفا نمی‌کنند تا با تنزیل بهای سهام محدودده‌ای برای آن مشخص کرده باشند تا افت قیمت موجب تضییع حق نگردد.<sup>۶</sup> در برخی از سیستم‌های قضایی در

1. Manning, Bayless, op.cit; 10 - A.Chirelstein, op.cit ; 305.

2. Manning, op.cit; 11.

3. Model Business Corporation Act, section 13.01-(4).

4. Model Business Corporation Act, section 13.01, 2.Difeinition,Fair value, Subsection (i).

5. Reasonable person.

6. Model Business Corporation Act, section 13.01, 2.Difeinition,Fair value, Subsection (i).

آمریکا معیار ارزش‌گذاری سهام را براساس آورده، سود سهام و بهای اموال محاسبه می‌کنند و نیز بر ارزش بازاری هر سهم تاکید می‌کنند.<sup>۱</sup> روند انجام سنجش تا دریافت وجه نقد در قانون مدل به این نحو است؛ ابتدا سهام‌داری که در اقلیت است باید تقاضای خرید سهامش را قبل از انجام معامله بدهد. شرکت باید به موافقتی که تمایل دارند که سهام مخالفین را بخرند طی ۱۰ روز از تاریخ تصویب تصاحب یا ادغام اطلاع دهد. حال اگر سهام‌دار مخالف بهای پیشنهادی را تقاضا نمود شرکت باید بهای عادلانه بازاری را پرداخت کند. اگر با مبلغ ایجاب شده موافق نبود، مخالف می‌تواند ایجاب متقابلی را ظرف مدت ۳۰ روز بدهد. شرکت در این مرحله دو راه دارد یا مبلغ پیشنهادی را بپذیرد و پرداخت کند و یا آن میزانی که دادگاه تعیین تکلیف می‌کند را تادیه نماید.<sup>۲</sup>

## ۲-۲-۲- شکل کوچکی از ادغام

موارد مذکور در مورد انواع ادغام قابلیت اجرا دارد لکن در شکل کوچکی از ادغام استثنایی موجود است که موجب تمایز پروسه ادغام در شکل کوچک از دیگر انواع ادغام می‌گردد. در شکل کوچکی از ادغام تنها کسانی که رای به ادغام، تصاحب و یا تبادل سهام بدهند مستحق تقویم حقوق هستند، به معنای دیگر تنها کسانی که در جلسه "حضور" داشته و رای موافق و مخالف به ادغام می‌دهند مستحق تقویم سهام خواهند بود.<sup>۳</sup> علت این استثنا آن است که میزان رای وسیله‌ی مناسبی برای تغییر برداشت در خصوص ادغام خواهد بود به بیان دیگر اگر، سهام‌دار در جلسه حضور نداشته باشد و نتیجه رای‌گیری با درصد بالایی به نفع ادغام باشد می‌تواند در ذهن سهام‌دار غایب اثر گذاشته و از اعمال حق خود (تقویم سهام) سرباز زند.<sup>۴</sup> در باب سهام‌داران اقلیت ممکن است این سوال نیز مطرح گردد که آیا "تقویم حقوق" تنها راه جبران خسارت برای سهام‌داران اقلیت است؟ به بیان دیگر اگر سهام‌داران مخالف ادغام باشند صرفاً سهام آنها مبتنی بر آنچه در نظر گرفته شده است محاسبه می‌گردد یا خیر؟ در پاسخ به این سوال لازم است که به رای دادگاه دلور در خصوص شکل کوچکی از ادغام اشاره نمود که به شرح زیر است:

1. A.Chirelstein, Marvin,op.cit; 10-11.

2. Model Business Corporation Act, section 13.20 Notice of Appraisal Rights, (a).

3. Model Business Corporation Act, section 13.01, 1.Overview

4. Model Business Corporation Act, section 13.01, 1.Overview.

شرکت آنوکال<sup>۱</sup> یک شرکت اکتشاف در زمینه استخراج نفت خام و گاز طبیعی بوده است، که حدود ۹۶ درصد از سهام این شرکت متعلق به یک شرکت نفت و گاز در خلیج مکزیک بوده است؛ که در سال ۱۹۹۱ به جهت وضع قوانین بر قیمت نفت و گاز، ارزش سهام این دو شرکت دچار نوسان فراوانی گشت تا آنجا که شرکت مادر تصمیم به ادغام گرفت تا بدین جهت مخارج و هزینه‌های خود را کاهش داده و بتواند پول بیشتری ذخیره کند. هیأت مدیره دو شرکت یک کمیته را تشکیل دادند و آن را مسئول بررسی ادغام، آن هم از نوع شکل کوچکی از ادغام قرار دادند. کمیته منتخب پس از بررسی، رای به ادغام داده و در این خصوص رای‌گیری نمودند و النهایه تصمیم به نوع کوچکی از ادغام گرفته شد.<sup>۲</sup> سهامدارانی که رای به تایید ادغام نداده بودند پس از دریافت ارزش سهام خود بر اساس "تقویم حقوق" خواستار جبران خسارت دیگری شدند و در این خصوص شکایتی تنظیم و به دادگاه ارائه کردند؛ دادگاه دلور "تقویم حقوق" را در نوع کوچکی از ادغام تنها راه جبران خسارت برای سهام‌داران اقلیت دانست و این طور استدلال نموده است که، به جهت آنکه هیچ توافقی برای مذاکرات این نوع از ادغام صورت نمی‌گیرد و این عمل به وسیله‌ی شرکت مادر که ۹۰ درصد از سهام را مالک است به صورت کاملاً یک جانبه صورت می‌گیرد به همین جهت "تقویم حقوق" تنها راه جبران خسارت در نوع کوچکی از ادغام است.

## ۲-۲-۳. دادگاه‌های دلور

در دادگاه‌های دلور مواردی که در قانون مدل برای سنجش هرچه مطلوب‌تر بهای سهام انجام می‌شود نیز مورد استفاده قرار می‌گیرد اما روند رسیدگی در این دادگاه تمایزاتی با روند دادرسی در قانون مدل دارد.

در دادگاه دلور، سهام‌داران مخالف، باید اعتراض خود به شرکت را، قبل از آنکه سهام‌داران رای به معامله دهند، اطلاع‌رسانی کنند. ظرف مدت ۱۰ روز از آنکه تصاحب یا ادغام تصویب شد شرکت باید به سهام‌داران مخالف اطلاع دهد که حق تقویم حقوق خویش را اعمال کنند. مخالفین سپس ۲۰ روز فرصت دارند که تقاضای تقویم حقوق خود را انجام دهند. اگر آنها بهای پیشنهادی را نخواستند می‌توانند دادخواستی در مدت ۱۲۰ روز از معامله

1. Unocal.

2. Masulis, Rolnald, (2017); 13.

بدهند و درخواست برای تعیین تکلیف در مورد بهای سهام خود نمایند. دادگاه می‌تواند برای ارزش‌گذاری چندین سال را در نظر بگیرد.<sup>۱</sup>

تقویم حقوق همان‌طور که پیشتر ذکر شد امری تکنیکی و فنی است که ممکن است مدیران و حسابداران شرکت‌ها از پس آن برنیايند لذا با توجه به نیازی که در این مورد وجود داشت موسساتی رشد و توسعه یافتند که در خصوص استانداردهای سازی پروسه ارزش‌گذاری به طور حرفه‌ای عمل می‌کنند. این موسسات به دنبال کشف بهای عادلانه سهام هستند و به جهت تجربه و کثرت و فراوانی در کارشان این امر را مطلوب‌تر از شرکت‌ها انجام می‌دهند.<sup>۲</sup> در انتها در خصوص هزینه‌های دادرسی باید یادآور شد که هزینه‌های دادرسی چنین اموری به تصدیق قانون مدل شرکت‌های تجاری بسیار گران و نیازمند کارشناسان مجربی در این حوزه است تا بتواند منصفانه و عادلانه باشد.<sup>۳</sup> هزینه‌های دادرسی و مالیات‌های مربوط به آن ممکن است به وسیله دادگاه به طور مساوی برای طرفین فرض شود. دادگاه ممکن است دستور دهد که همه یا قسمتی از هزینه‌های دادرسی اعم از هزینه‌های کارشناسی و ... را هرکدام از سهام‌داران که با پروسه‌ی تقویم حقوق در ارتباط بوده‌اند پرداخت کنند.<sup>۴</sup>

## ۲-۳. نظریه سوءاستفاده از حق

قاعده‌ی تقویم حقوق و ساز و کار توزیع عدالت در بین سهام‌داران اقلیت را پس از تبع در اصول کلی حقوق ردپای قاعده تقویم حقوق به عنوان ساز و کار توزیع عدالت بین سهام‌داران اقلیت و شرکت در فقه و حقوق ایران را می‌توان در بحث سوءاستفاده از حق یافت. آن را در بحث سوءاستفاده از حق یافت. در این خصوص به دنبال بومی‌سازی قاعده‌ی تقویم حقوق و برای درک عمیق‌تر آن در پی توجیه قاعده‌ی مذکور توسط نظریه سوءاستفاده از حق هستیم. در این حوزه به دنبال فهم عمیق این نظریه و معیار مشخص برای آن بوده و همچنین در پی توجیه قاعده‌ی تقویم حقوق با نظریه‌ی سوءاستفاده از حق خواهیم بود. ثمره‌ی عملی این مبحث آن

1. L.Brown, op.cit; 46.

۲. موسسه (AIRES) American Institute of Real Estate Appraisers در سال ۱۹۳۲ پایه‌گذاری شد و از تأسیس آن ۸۶ سال می‌گذرد و حالا در دنیا به‌عنوان یک موسسه حرفه‌ای ارزش‌گذاری شناخته شده است.

[www.appraisalinstitute.org/about/our-history/](http://www.appraisalinstitute.org/about/our-history/) (Last visited on 2017/12/22).

3. Model Business Corporation Act, section 13.01, 1.Overview.

4. Section 262 of the Delaware General Corporation Law, (j).



است که اگر دو شرکت در ایران با هم ادغام شوند آیا با توجه به نظریه‌ی سوءاستفاده از حق سهام‌داران در اقلیت که راضی به انجام ادغام نیستند می‌توانند به استناد نظریه‌ی سوءاستفاده از حق مانع از انجام ادغام شوند؟ و یا اکثریت را مجبور به پرداخت خسارت کنند؟

قاعده سوءاستفاده از حق در حقوق انگلیس نیز رواج دارد<sup>۱</sup> و در نزد حقوق دانان عرب با عبارت «التعسف فی استعمال الحق» یاد می‌شود.<sup>۲</sup> سوءاستفاده از حق در کشورهای نظیر فرانسه در برخی موارد جای خود را به قاعده‌ی حسن نیت داده است به همین دلیل دادگاه‌های فرانسه در مورد حق انحلال قرارداد به جهت عدم اجرا به اصل اجرای با حسن نیت قرارداد استناد می‌کنند در حالی که بیشتر سوءاستفاده از حق را دلیل موجهی برای خود می‌دانستند.<sup>۳</sup> در توضیح این نظریه باید یادآور شد که از یک سو اشخاص باید نسبت به امتیازهایی که قانون به آنها می‌دهد احساس امنیت کنند و از سوی دیگر اعمال حق خویش به جهت مناسبات اجتماعی نباید دستاویزی برای اضرار دیگران گردد لذا پس از تعدیل افکار اصالت فردی نظریه‌ی سوءاستفاده از حق قوت گرفت همگان پذیرفتند که هر حق کم و بیش به مبانی اجتماعی آن محدود می‌شود. برای درک سوءاستفاده از حق باید حدود و مفاد حق را شناخت و از تجاوز به آن جلوگیری کرد.<sup>۴</sup> نظریه‌ی سوءاستفاده از حق در قوانین به روشنی معیار مشخصی را به دست نداده است اما از روح قوانین پراکنده‌ای که در این خصوص است می‌توان معیار را دریافت. در حقوق اسلام، فقها با مبحثی تحت عنوان سوءاستفاده از حق آشنا نبودند لکن این بدین معنا نیست که در اسلام حق مطلق است و سوءاستفاده از حق متصور نبوده، بلکه سوءاستفاده از حق را تحت عناوین دیگر از جمله قاعده لاضرر بررسی نموده‌اند.<sup>۵</sup> از نظر فقه امامیه معیار سوءاستفاده از حق «ضرری است که از اعمال حق بر دیگران وارد می‌آید»، گاهی ملاک قصد اضرار است و در برخی موارد نیاز به وجود قصد اضرار نیست یعنی صرف ورود ضرر کافی است.<sup>۶</sup> در حقوق ایران با توجه به اصل ۴۰ ق.ا و مواد پراکنده

---

1. Abuse of Rights.

۲. ره پیک، سیامک (۱۳۸۲): ۳.

۳. همان. ص ۷.

۴. کاتوزیان، ناصر (۱۳۸۵): ۹.

۵. نبوی زاده، ایت اله (۱۳۹۰): ۳۴.

۶. نبوی زاده، آیت اله (۱۳۹۰): ۳۵.

دیگر معیار سوءاستفاده از حق را می‌توان براساس ماده ۱۳۲ قانون مدنی اجرای حق به قصد اضرار غیر نباشد و نیز شخص متعارف در نظر گرفته شود.<sup>۲</sup> حال باید یادآور شد که در اینجا دوفرض داریم اول آنکه سهام‌داران اکثریت ادغام را راهی برای رشد و نمو شرکت می‌دانند و سهام‌داران اقلیت به هر دلیلی راضی به انجام ادغام نیست، فرض دوم که بسیار مبتلابه است سهام‌داران اکثریت از ادغام به‌عنوان تاکتیکی برای اخراج قانونی و ضرر به برخی سهام‌داران استفاده می‌کنند. در فرض اول به جهت قاعده‌ی اکثریت حق رای که اکثریت دارند به نظر می‌رسد که سهام‌دار اقلیت نمی‌تواند به استناد نظریه‌ی سوءاستفاده از حق اقلیت را مجبور به قبول رای و نظر خود کند چراکه این امر به طور کلی معقول نیست چه آنکه سهام‌دار اقلیت ممکن است به دلیل واهی ادغام را نپذیرد. در فرض دوم به جهت آنکه سهام‌داران اکثریت به قصد ضرر اقدام به انجام ادغام نموده و از حدود شخص متعارف خارج شده‌اند به نظر می‌رسد که دادرس می‌تواند جبران خسارت را برای سهام‌داران اکثریت در نظر بگیرد. عده‌ای خروج از حیطه حق را تقصیر محسوب کرده‌اند و معتقدند سوءاستفاده از حق نوعی تقصیر است. بنابراین قواعد عمومی مسئولیت مدنی در مورد کسی که از اجرای حق خود سوءاستفاده می‌کند رعایت می‌شود. جبران خسارت راهکار عامی است که در مسئولیت مدنی مطرح است.<sup>۳</sup> براساس ماده ۱۰۹ ق.آ.د.م و ۱۰۳۶ ق.م.د.د.رس می‌تواند با وحدت ملاک از مواد فوق اکثریت را محکوم به پرداخت خسارت کند اما در خصوص ابطال قرارداد (طرح کلی ادغام) محل تردید است چرا که شاید سهام‌داران یکی از مقاصدشان اضرار برخی از سهام‌داران باشد اما هدف و غایت اصلی، انجام ادغام بوده است. اضرار سهام‌داران اکثریت از اهداف فرعی است اما انجام ادغام و به دنبال آن پیشرفت هر دو شرکت از اهداف اصلی و کلی سهام‌داران اکثریت بوده است.

## ۲-۴. نقدی بر تقویم حقوق

پروسه تقویم حقوق از چند جهت می‌تواند مورد انتقاد قرار گیرد که در اکثر موارد انتقادات حل شده است اما در سه مورد این انتقادات را می‌توان قابل قبول دانست.

۱. ماده ۱۰۹ ق.آ.د.م، مواد ۱۰۳۶، ۱۳۰، ۱۳۱، ۱۳۲ ق.م.

۲. کاتوزیان، ناصر، پیشین، ۱۲.

۳. نبوی‌زاده، آیت اله، پیشین، صفحات ۸۷ تا ۸۹.

۱. روند ارزش‌گذاری بهای سهام و تقویم حقوق گران، غیر مطمئن و کاملاً تکنیکی است. این امر مورد تایید دکترین و خود مقنن نیز قرار گرفته است.<sup>۱</sup>
۲. روند تقویم حقوق یک پروسه تقریباً غیر قابل بازگشت است؛ به این معنا که سهام‌دار مخالف ادغام، ممکن است که در ادامه راه منصرف شده و دوباره بخواهد به شرکت بپیوندد اما در این خصوص راهی از سوی مقنن پیش‌بینی نشده است. مقنن می‌توانست با پرداخت خسارت از سوی سهام‌دار مخالف دوباره وی را به‌عنوان سهام‌دار شرکت جدید بپذیرد.<sup>۲</sup>
۳. مسیر تقویم حقوق صرفاً برای سهام‌داران است. طیف‌های گسترده‌ای با شرکت در ارتباط هستند مانند طلبکاران، مشتریان و سرمایه‌گذاران که ممکن است اثر ادغام بر این گروه نه تنها کمتر از سهام‌داران اقلیت نباشد بلکه بیشتر هم باشد. از دیگر گروه‌هایی که ادغام شرکت بر آنها اثر بیشتری دارد می‌توان به کارگران، کارگزاران و کارمندان اشاره نمود که تغییرات بنیادین در ساختار شرکت بسیار بر این طیف موثر است و به جهت آسیب‌پذیری گروه مذکور مقنن باید در جهت حمایت از آنها تدبیری بیاندیشد.

### نتیجه‌گیری و ملاحظات

اقتصادی پویا و تجارتي پر رونق در طول سال‌های اخیر ثمره‌ی مشارکت‌های جمعی شرکت‌ها بوده است. نمی‌توان سهم شرکت‌ها را در پیشبرد آن نادیده گرفت. شرکت‌ها با ابزارهایی نظیر ادغام می‌توانند مسیر پیشرفت و تعالی را به سرعت طی کنند و ادغام این اجازه را به آنها می‌دهد که شرکت‌ها با هم ترکیب شده و راه را برای دستیابی به همکاری‌های واحد هموارکنند. از اهداف ادغام می‌توان به افزایش مشارکت، افزایش سهم بازار و دستیابی به تکنولوژی‌های مترقی اشاره کرد. قلب تپنده‌ی هر شرکت را می‌توان سرمایه‌گذاران و سهام‌داران آن شرکت دانست و به‌طور کلی اگر سهام‌داران از پیشرفت و رونق شرکت ناامید گردند شرکت نمی‌تواند به اهداف خود دست یابد. حقوق سهام‌داران اقلیت به جهت افزایش امید سهام‌داران به سرمایه‌گذاری مجدد بسیار حائز اهمیت است. در پیشنهاد ادغام برخی از سهام‌داران ممکن

1. A. Chirelstein, Marvin, op cit ,page 304- Model Business Corporation Act, section 13.01

2. Manning, Bayless, op.cit; 10.

است که با طرح مذکور موافق نباشند اما با توسل به رای اکثریت پیشنهاد ادغام تصویب گردد. در این بین گروهی اکثریت موافق ادغام بوده اما اقلیت موجود که ممکن است به لحاظ تعداد در شرکت‌های بزرگ کم هم نباشند از انجام ادغام ناراضی و رای به ادغام نداده باشند. از طرفی ممکن است سهام‌داران اکثریت با توجه به شناخت روحیه سهام‌داران اقلیت دست به انجام ادغام بزنند تا در نتیجه آن سهام‌داران اقلیت را بدین حربه از دایره سرمایه‌گذاران خارج کنند. برای آنکه سهام‌داران اقلیت در این چنین مواردی متحمل ضرر نگردند و نیز چنین راه‌های سوءاستفاده‌ای از ادغام مسدود گردد در کشورهایی نظیر آمریکا راه حل‌های گوناگونی در نظر گرفته‌اند که آنها مورد بررسی قرار گرفته است. در حقوق آمریکا با توجه به آنکه قانون مدل شرکت‌های تجاری و قانون دلور بر بیشتر شرکت‌ها حاکم است این دو قانون پرداخت خسارات متعدد در صورت متفاوت را به طور کلی برای این امر در نظر گرفته‌اند، چراکه معتقد به ایجاد ضرر بوده و پرداخت خسارت را برای جبران خسارت لازم می‌دانند. برای دریافت خسارت ابتدا باید خسارت به نحو دقیقی تقویم گردد که امر بسیار پیچیده، تکنیکی و بسیار پرهزینه است. همین طور خسارت برای هر سهام‌دار اقلیتی نیز در نظر گرفته نشده و آنها باید واجد شرایطی باشند تا پرداخت خسارت به آنها تعلق گیرد. در نهایت امر با تقویم به اندازه، بهای سهام و ایجاد یک سازوکار منظم برای پرداخت آن، هم سهام‌دار اقلیت نسبت به سرمایه‌گذاری مجدد دلسرد نمی‌گردد و نیز شرکت به جهت پرداخت بهای عادلانه و به روز سهام، مانع از سوءاستفاده‌ی سهام‌دار اقلیت می‌گردد. با بررسی در حقوق ایران می‌توان عملکرد نظریه‌ی سوءاستفاده از حق و اعمال آن در چنین اموری را مشابه قاعده تقویم حقوق در حقوق آمریکا دانست. شایان ذکر است که امید می‌رود بتوان با بومی‌سازی قاعده تقویم حقوق و اعمال نظریه سوءاستفاده از حق به نحو مطلوب سهام‌داران اقلیت را در نتیجه ادغام حمایت کرده و موجب سرمایه‌گذاری مجدد آنها شود.

## منابع

- دهخدا، علی‌اکبر (۱۳۷۲)؛ لغت نامه دهخدا، جلد اول، چاپ دوم، موسسه انتشارات و چاپ دانشگاه تهران، تهران.
- ره‌پیک، سیامک (۱۳۸۲)؛ «منع سوءاستفاده از حق در نظریه‌های حقوقی و مفاهیم قرآنی»، مطالعات اسلامی، زمستان، شماره ۶۲.

کاتوزیان، ناصر (۱۳۸۵)؛ سوء استفاده از حق یا تقصیر در اجرای حق، مجله دانشکده حقوق و علوم سیاسی (دانشگاه تهران)، شماره ۲۱.

حبیب آبادی، احمد بیگی، مطالعه تطبیقی ادغام شرکت‌های سهامی در حقوق ایران، انگلیس و آمریکا، پایان نامه دکترای حقوق خصوصی دانشگاه تربیت مدرس، ۱۳۸۰.  
نبوی زاده، آیت اله (۱۳۹۰). سوء استفاده از حق در حقوق قراردادی، چاپ اول، انتشارات جنگل، تهران.

A.Chirelstein, Marvin (1974), Fair Share in Corporate Merger and Takeovers; Yale Law School.

A.Garner; Bryan (2009), Black`s law Dictionary; WEST publish; Ninth Edition.

A.Gaughan; Patrick, (2002), Merger, Acquisition, and Corporate Restructurings; New York; John Wiley & Sons, Inc .

Davila, Edwin (1983), Alternative Relief Available To Dissenting Shareholders Of A Cash Out Merger; Akron Law Tax Journal; Volume 23.

DePamphilis; Donald (2011), Merger and Acquisition Basics; United States; Elsevier.

Fisch, Jill (2015), Confronting the Peppercorn Settlement in Merger Litigation: An Empirical Analysis and a Proposal for Reform, Vol 93, Texas Law Review.

Gaylor A.Jentz (2003), Business Law Today; United States; Thomson publish.

Joshi, Nisarg (2012), A Study of Mergers & Acquisitions in Aviation Industry in India and Their Impact on the Operating Performance and Shareholder Wealth, Finance Journal, Vol 4 , Issue 39.

L.Brown; Robert, (2007), The Concise Guide Merger, Acquisition and Divestitures; New York; Palgrave Macmillan publish.

L.Curran; Catherine (1981), Shareholder`s Rights in Short-form Merger; New York; Marquette Law Review.

Manning; Bayless (1962), The Shareholders`s Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker; Yale Law School; Volume 72.

Masulis,Ronald (2012) Shareholder Litigation in Mergers and Acquisitions, Journal of Corporate Finance 1248, United states.

P. Twomey; David; Moody; Jennings ;Marianne (2011), Business Law and the Legal Environment; United State; Cengage Learning publish.

Polomarkakis; Konstantinos Alexandris (2014) Appraisal Rights: A Unites States of America and European Union Study; Catolica Global School of Law; June.

Reinhart Investor Lawyers (2014), Shareholder Appraisal Process In Delaware; volume 10.

V.Letsou; Peter (1998), the Role of Appraisal in Corporate Law; Boston College Law Review ; Volume 39.