

Original Article

Study about the mechanisms of confrontation with hostile takeover in English Law and their Feasibility in Iranian Law

Mohamad Hassan Badinloo¹, Habibollah Ramezani Akerdi^{*2}

¹ M.A in Private Law, Faculty of Social Sciences, Imam Khomeini International University, Qazvin, Iran

² Assistant Professor, Department of Law, Faculty of Social Sciences, Imam Khomeini International University, Qazvin, Iran



[20.1001.1.24237566.1403.8.2.1.4](https://doi.org/10.22080/LPS.2023.25453.1520)



[10.22080/LPS.2023.25453.1520](https://doi.org/10.22080/LPS.2023.25453.1520)

Received:

May 31, 2023

Accepted:

October 13, 2023

Available online:

October 26, 2024

Keywords:

Takeover, Merger, Hostile Takeover, pre-bid Defenses, post-bid Defenses

Abstract

"Take over" of business companies as a legal entity independent of "merger", is the acquisition of management control of other companies (the target company) by an individual or organ (the offeror or the acquirer company) through the purchase of the main assets or acquisition of the majority of voting shares in the election of directors (controlling shares in public companies). This legal entity has been a strategy with motives such as creating a monopoly in the market, gaining superior power, synergy, etc., which, considering its nature, is mostly in the form of a hostile Takeover of a target company by the acquiring company without the consent of the board of directors of the target company. In the meantime, the board of directors of the target company usually resorts to a series of measures to prevent the takeover of its company, which are referred to as mechanisms or defenses against hostile takeover. In this article, it is tried to introduce the aforementioned defenses in English law and examine the position of the Iranian legislator with a descriptive-analytical method and with a comparative perspective. Therefore, according to the results and considering different laws, it is not necessarily possible to apply the defense provided in English law in Iranian law. In addition, due to the lack of explicit and extensive legislation in Iranian law regarding the takeover entity, first of all, the necessity and need to formulate rules and regulations specific to the Takeover entity is felt in the laws of our country. Secondly, during the process of hostile takeover and the use of defense mechanisms against it, the shareholders of Iranian companies need more explicit support from the legislator against the decisions of the board of directors rather than profit seeking or ambitions of company managers in the process. takeover should not cause a drop in the value of the shares or damage other rights of the shareholders of the acquiring company or the target company.

***Corresponding Author:** Habibollah Ramezani Akerdi

Address: Department of Law, Faculty of Social Sciences, Imam Khomeini International University, Qazvin, Iran

Email: h.ramezani@soc.ikiu.ac.ir



Extended Abstract

1. Introduction

In Iranian law, unlike the institution of "Merger", the legislator of our country does not have a precise definition of the term "Takeover"; But by examining various laws, we can define takeover as a legal entity independent of merger as follows: "The acquisition of management control of other companies (the target company) by one person or organ (the offering company or the acquiring company) through the purchase of the main assets or the acquisition of the majority of shares with voting rights in the election of directors (controlling shares in public companies) in order to eliminate inefficient management.

However, any joint-stock company may be coveted by potential acquirers as a target for takeover, and since one of the main objectives of acquiring and taking control of another company in hostile takeovers is to eliminate inefficient management, it is basically the most important concern of managers. In particular, the board of directors of the target company aims to maintain its existence and independence as well as guarantee and strengthen its job security and thus prevent its company from being taken over; Therefore, when facing a takeover proposal or predicting its occurrence, they seek to take measures to prevent the takeover, which are referred to as mechanisms or defenses against hostile takeover, and the company's board of directors uses these defensive measures to prevent a hostile takeover from occurring.

In England law, these takeover defenses are divided into two categories defense measures in the pre-offer stage and illegal frustrating actions in the stage after the

takeover offer has been submitted by the offering company.

2. Methods

In this research, we have tried to introduce defenses and defense mechanisms against hostile takeover in English law and the position of the Iranian legislator with a descriptive-analytical method and with a comparative perspective.

3. Results

In English law, defense mechanisms against hostile takeovers are divided into two groups: pre-bid defenses and unlawful frustration actions after a takeover bid has been submitted by the bidding company. The first case means taking defensive measures before making a bid (offer), including actions that the board of directors is allowed to use to influence the company's shareholders or to prevent the proposal of the bidder company. On the other hand, the second category includes actions taken by the board of directors of the target company leading to disruption of the decision-making process or deprivation of the right of shareholders to decide on a takeover offer.

In Iranian law, due to the lack of specific legislation regarding the takeover entity, for the possibility of using defensive measures and mechanisms against hostile takeover, it is necessary to refer to the existing laws and regulations in the field of commercial law, especially in relation to joint-stock companies, which was determined. First, contrary to English law, most of the pre-offer defenses cannot be used! This shows that in Iranian law, the board of directors of the target companies, representing the shareholders, does not have much ability to prevent the takeover before they know about it. Secondly, unlike English law, most post-offer

defenses can be used. This importance indicates that in Iranian law, shareholders who consider the takeover proposal of the acquiring company to their benefit need more explicit support from the legislator in front of the board of directors. Although the possibility of the board of directors resorting to various defensive mechanisms can be a positive aspect of Iranian law with a shareholder-oriented approach.

4. Conclusion

According to the results obtained from this research, the majority of pre-offer defenses cannot be used in Iranian law, unlike English law! This shows that in Iranian law, the board of directors of the target companies, representing the shareholders, does not have much ability to prevent the takeover before they know about it. Also, contrary to English law, most of the post-offer defenses can be used. Although the possibility of the board of directors resorting to various defensive mechanisms can be a positive aspect of Iran's rights with a shareholder-oriented approach.

Therefore, due to different legal rules, it is not necessarily possible to apply the defense measures provided in England law in Iranian law. In addition, due to the lack of clear and comprehensive legislation in Iranian law regarding the takeover entity, first of all, the necessity and need to formulate rules and regulations specific to the takeover entity (independent of

merger) is felt in the laws of our country. Secondly, during the process of hostile takeover and the use of defensive mechanisms against it, the shareholders of Iranian companies (especially public companies) need more explicit support from the legislator against the decisions of the board of directors rather than profit-seeking or ambition. The actions of the managers of the companies in the takeover process should not cause a drop in the value of the shares or damage other rights of the shareholders of the acquiring company or the target company.

Also, although each defensive tactic provides the necessary time to use other defensive strategies; However, it cannot be said that any defensive measures are completely effective in preventing the takeover of the target company, and depending on the specific conditions of each company, some of them may also cause damage to the target company.

Funding

There is no funding support.

Authors' contribution

This research was carried out by both authors jointly and with equal contribution.

Conflict of interest

The authors declared no conflict of interest.

Acknowledgments

None.

علمی پژوهشی

بررسی سازوکارهای مقابله با تصاحب خصمانه در حقوق انگلیس و امکان‌سنجی آن‌ها در حقوق ایران

محمد حسن بادینلو، حبیب‌اله رضانی آکردی^{*۲}

^۱ کارشناس ارشد حقوق خصوصی، دانشکده علوم اجتماعی، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، قزوین، ایران
^۲ استادیار گروه حقوق، دانشکده علوم اجتماعی، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، قزوین، ایران



[20.1001.1.24237566.1403.8.2.1.4](https://doi.org/10.22080/LPS.2023.25453.1520)



[10.22080/LPS.2023.25453.1520](https://doi.org/10.22080/LPS.2023.25453.1520)

چکیده

«تصاحب» شرکت‌های تجاری به عنوان یک نهاد حقوقی مستقل از «ادغام»، یعنی به دست آوردن کنترل مدیریتی شرکت‌های دیگر (شرکت هدف) توسط یک فرد یا شخص (شرکت پیشنهاددهنده یا تصاحب‌کننده)، از طریق خرید دارایی‌های اصلی یا اکتساب اکثریت سهام دارای حق رأی در انتخاب مدیران (سهام‌کنترلی در شرکت‌های سهامی عام). این نهاد حقوقی یک استراتژی با انگیزه‌هایی نظیر ایجاد انحصار در بازار، کسب قدرت برتر، اشتراک مساعی و هم‌افزایی و... بوده که با عنایت به ماهیت آن، بیشتر به صورت تصاحب خصمانه یک شرکت هدف توسط شرکت تصاحب‌کننده و بدون رضایت هیأت‌مدیره شرکت هدف به وقوع می‌پیوندد. در این میان، هیأت‌مدیره شرکت هدف برای مقاومت در برابر تصاحب خصمانه معمولاً متوسل به یک سری اقدامات می‌گردد تا از تصاحب شرکت متبوع خود جلوگیری نماید که از این تدابیر به عنوان سازوکارها یا دفاع‌های مقابله با تصاحب خصمانه یاد می‌شود. در این مقاله سعی می‌شود دفاع‌های مزبور در حقوق انگلیس معرفی و موضع قانونگذار ایران با روش توصیفی-تحلیلی و با نگاه تطبیقی مورد بررسی قرار گیرد. لذا بنا بر نتایج به دست آمده از این پژوهش و با عنایت به قوانین حقوقی متمایز، لزوماً امکان بکارگیری تدابیر دفاعی ارائه شده در حقوق انگلیس در حقوق ایران میسر نمی‌باشد. مضافاً با توجه به خلا قانونگذاری صریح و مبسوط در حقوق ایران در رابطه با نهاد تصاحب، اولاً لزوم و نیاز به تدوین قوانین و مقررات مختص نهاد تصاحب (مستقل از ادغام) در حقوق کشورمان احساس می‌گردد. ثانیاً در زمان فرآیند تصاحب خصمانه و بکارگیری سازوکارهای دفاعی در مقابل آن، سهامداران شرکت‌های ایرانی (به طور ویژه شرکت‌های سهامی عام) نیازمند حمایت‌های صریح‌تر قانونگذار در برابر تصمیمات هیأت‌مدیره می‌باشند تا سودجویی یا بلندپروازی‌های مدیران شرکت‌ها در فرآیند تصاحب موجب افت ارزش سهام یا تضییع سایر حقوق سهامداران شرکت تصاحب‌کننده یا شرکت هدف نگردد.

تاریخ دریافت:

۱۰ خرداد ۱۴۰۲

تاریخ پذیرش:

۲۱ مهر ۱۴۰۲

تاریخ انتشار:

۵ آبان ۱۴۰۳

کلیدواژه‌ها:

تصاحب، ادغام، تصاحب خصمانه، دفاع قبل از پیشنهاد، دفاع پس از پیشنهاد.

* نویسنده مسئول: حبیب‌اله رضانی آکردی

آدرس: دانشکده علوم اجتماعی، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی ایمیل: h.ramezani@soc.ikiu.ac.ir

(ره)، قزوین، ایران

۱ مقدمه

اكتساب عمده^{۱۰} یه به اختصار SAR^۶ تعیین کرده و وظایف قانونی آن در فصل ۱ بخش ۲۸ قانون شرکت‌های ۲۰۰۶ بیان شده است. همچنین برخی دیگر از قوانینی که ممکن است به این حوزه مربوط شود، قانون خدمات مالی و بازارهای سال ۲۰۰۰^۷ به اختصار FSA است که مقررات خدمات مالی^۸، قوانین اداره تجارت منصفانه^۹ (OFT) و کمیسیون رقابت در امور آنتی‌تراست یا ضد رقابتی^{۱۰} و در برخی موارد، قانون عدالت کیفری ۱۹۹۳^{۱۱} را اجرا می‌کند.

در حقوق ایران، بر خلاف نهاد ادغام، قانونگذار کشورمان تعریف دقیقی از واژه تصاحب ندارد؛ لیکن با بررسی قوانین گوناگون، به تعریف مفاهیمی همچون «سهام مدیریتی» (میزانی از سهام یک شرکت که دارنده آن طبق اساسنامه، اختیار تعیین حداقل یک عضو را در هیأت‌مدیره شرکت دارد.^{۱۲})، «سهام کنترلی» (حداقل میزان سهام مورد نیاز برای آن‌که دارنده آن قادر به تعیین اکثریت اعضای هیأت‌مدیره شرکت باشد.^{۱۳}) و نیز «بنگاه یا شرکت کنترلی-کننده» (بنگاه یا شرکتی که از طریق تملک تمام یا قسمتی از سهام یا سرمایه یا مدیریت و یا از طرق دیگر، فعالیت‌های اقتصادی بنگاه‌ها یا شرکت‌های دیگر را در یک بازار کنترل می‌کند.^{۱۴}) می‌پردازد. همچنین مقنن «تملک سهام» را به عنوان یکی از اعمال ضد رقابتی در فصل نهم قانون یادشده به رسمیت شناخته است.^{۱۵}

بر این اساس، می‌توانیم تصاحب به عنوان معامله را این گونه تعریف نماییم: «به دست آوردن کنترل مدیریتی شرکت‌های دیگر (شرکت هدف) توسط یک فرد یا شخص (شرکت پیشنهاددهنده یا تصاحب‌کننده)، از طریق خرید دارایی‌های اصلی یا

لغت‌نامه حقوقی بلک در تعریف واژه Takeover آورده است: «اكتساب یا به دست آوردن مالکیت یا کنترل یک شرکت که معمولا با خرید سهام یا دارایی شرکت هدف همراه می‌باشد.» (Black's Law Dictionary, 1999: 1466) همچنین لغت‌نامه حقوقی آکسفورد این واژه را چنین تعریف می‌کند: «به دست آوردن (اكتساب) کنترل یک شرکت (معمولا شرکت کوچکتر) توسط شرکت دیگر که عموماً با یکی از این سه طریق حاصل می‌گردد: ۱- خرید سهام در شرکت هدف با موافقت تمامی سهامداران آن (اگر تعدادشان کم باشد) یا صرفاً خرید سهام کنترلی آن، ۲- خرید از طریق بازار بورس اوراق بهادار و ۳- به وسیله یک پیشنهاد تصاحب.» (A Dictionary of Law, 2002: 491)

در حقوق انگلستان، درکنار قانون کلی شرکت‌ها در سال ۱۹۸۵ (اصلاح شده در ۲۰۰۶)، فعالیت تصاحب در انگلستان عمدتاً توسط «قانون تصاحب» یا «کد شهر در مورد تصاحب‌ها و ادغام-ها»^۱ (به اختصار «کد»^۲) و همچنین دستورالعمل ضمیمه قانون شرکت‌های ۲۰۰۶ به نام اسکول 1C تنظیم می‌گردد. به غیر از آن، تعدادی از قوانین و مقررات دیگر نیز قدرت خود را در شرایط گوناگون اعمال می‌کنند. به عنوان مثال، برای شرکت‌های فهرست‌شده (بورسی)، قوانین مرجع فهرست‌بندی بریتانیا^۳ یا به اختصار UKLA اعمال می‌شود که در «مقررات فهرست‌بندی»^۴ مشخص شده است. همچنین نظارت بر قانون تصاحب توسط یک هیئت تصاحب (پنل تصاحب)^۵ به اختصار The Panel انجام می‌گیرد که آن نیز قانون خود را تحت «قواعد

¹⁰ the Competition Commission for anti-trust matters

¹¹ Criminal Justice Act 1993

^{۱۲} قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، ماده ۱، بند ۶.

^{۱۳} همان، بند ۷.

^{۱۴} همان، بند ۸.

^{۱۵} همان، ماده ۴۷.

¹ THE CITY CODE ON TAKEOVERS AND MERGERS

² The Code

³ United Kingdom Listing Authority

⁴ the Listing Rules 2002

⁵ The Panel on Takeovers and Mergers

⁶ Substantial Acquisition Rules

⁷ Financial Services and Markets Act 2000

⁸ Financial Services Act 2013

⁹ the Office of the Fair Trade



و کنترلی به روش‌هایی که بعداً گفته خواهد شد، مبادرت به تصاحب آن شرکت می‌نماید. علت این امر در عکس‌العمل به ناکارآمدی و عملکرد نامطلوب مدیران هدف نهفته است؛ یعنی هنگامی که افزایش ارزش سهام سهامداران شرکت از اقدامات مدیران فعلی به دست نمی‌آید، سهام آن شرکت با کاهش قیمت مواجه شده و سیگنال‌هایی برای رقبای تجاری و سایر سرمایه‌گذاران بازار شکل می‌گیرد که شرکت مورد نظر، طعمه خوبی برای تصاحب بوده و در نتیجه، تلاش توسط شرکت‌های یادشده برای دستیابی به کنترل قدرت شرکت هدف از طریق روش‌های مختلف نظیر مذاکرات مستقیم با سهامداران و مراجعه به یکایک سهامداران برای خرید سهام آن‌ها و بدون اطلاع مدیران شرکت هدف (روش خزنده^۳) و یا خرید سهام در شرکت مورد نظر از روی احتیاط^۴ انجام می‌شود.

علی‌ایحال هر شرکت سهامی ممکن است به عنوان هدفی برای تصاحب، مورد طمع تصاحب‌کنندگان احتمالی قرار گیرد و از آنجا که یکی از اهداف اصلی به دست آوردن و تصاحب کنترل شرکت دیگر در تصاحب‌های خصمانه، حذف مدیریت ناکارآمد است، اساساً مهمترین دغدغه مدیران به ویژه هیأت‌مدیره شرکت هدف، حفظ موجودیت و استقلال و نیز تضمین و تقویت امنیت شغلی خود و در نتیجه جلوگیری از مورد تصاحب واقع شدن شرکت متبوعشان است؛ لذا هنگام مواجهه با یک پیشنهاد تصاحب یا پیش‌بینی وقوع آن، آن‌ها در صدد توسل به اقداماتی می‌شوند که از وقوع تصاحب جلوگیری نمایند که از این اقدامات، به عنوان سازوکارهای دفاعی در مقابل اقدام به تصاحب یاد می‌گردد و هیأت‌مدیره شرکت از این تدابیر دفاعی استفاده می‌کند تا مانع از وقوع تصاحب خصمانه شود.

اکتساب اکثریت سهام دارای حق رأی در انتخاب مدیران (سهام کنترلی در شرکت‌های سهامی عام) به منظور حذف مدیریت ناکارآمد، منظور از سهام در این تعریف، سهام کنترلی در شرکت‌های سهامی، سرمایه سهام (سهام‌الشرکه) در شرکت‌های غیر-سهامی و اکثریت سهام کنترلی به همراه اکثریت سرمایه سهام در شرکت‌های مختلط سهامی می‌باشد. (یوسف‌زاده، ۱۳۹۹: ۴۸۵)

شایان ذکر است، سرمایه‌گذارانی که به دنبال تصاحب و به دست آوردن کنترل شرکت‌های دیگر هستند، ممکن است از طریق یکی از انواع آن یعنی تصاحب دوستانه، خصمانه، معکوس یا وارونه^۱ به هدف خود دست یابند که دو نوع تصاحب دوستانه و تصاحب خصمانه رایج‌ترین آن می‌باشند.

تصاحب دوستانه شامل مجموعه‌ای از مذاکرات میان شرکت پیشنهاددهنده با مدیران شرکت هدف می‌باشد و قبل از اینکه شرکت پیشنهاددهنده، پیشنهاد خود را برای یک شرکت هدف ارائه دهد، معمولاً ابتدا هیأت‌مدیره آن شرکت را مطلع می‌کند. اگر هیأت‌مدیره شرکت هدف احساس کند که پذیرفتن پیشنهاد بهتر از رد کردن آن به بهبود ارزش سهام سهامداران کمک می‌کند، پیشنهاد می‌کند این ایجاب توسط سهامداران (به عنوان بخشی از فرآیند منجر به تصاحب) پذیرفته شود. در نهایت نیز کل فرآیند آن منجر به ایجاد هم‌افزایی بین شرکت‌های تصاحب‌کننده و هدف است.^۲

تصاحب خصمانه نیز ابتدا از منظر موافقت یا مخالفت مدیریت شرکت‌های هدف با انتقال کنترل شرکت متبوعشان و پیوستن آن به شرکت تصاحب‌کننده مورد بحث قرار می‌گیرد. بدین شیوه که شرکت تصاحب‌کننده بدون مذاکره و برخلاف نظر و رضایت مدیران شرکت هدف با خرید سهام مدیریتی

^۳ در این روش، مدیران بی‌اطلاع از شکل‌گیری فرآیند تصاحب به صورت خزنده، غافل‌گیر شده و فرصت کافی برای اتخاذ تدابیر دفاعی در برابر وقوع تصاحب را پیدا نمی‌کنند.

^۴ discreetly

^۱ Backflip Takeover

^۲ Morck, Randall, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers, NBER Working Paper No. w2295, 1987, 102.

ادغام، کمتر به این موضوع پرداخته‌اند. این در حالی است که در قانونگذاری کشورهای عضو اتحادیه اروپا، ایالات متحده آمریکا و بسیاری از کشورهای دیگر دنیا، نهاد تصاحب دارای قوانین جداگانه‌ای در کنار سایر نهادها می‌باشد.

همچنین در خصوص ادبیات موضوع (پیشینه پژوهش)، بنابر بررسی‌های انجام شده توسط نگارندگان، در «حقوق» داخلی، اندک تحقیقاتی پیرامون اصل موضوع تصاحب شرکت‌های تجاری به عمل آمده است و در رابطه با موضوع مورد بحث این مقاله، یوسف‌زاده، صمد، در «تصاحب شرکت (مطالعه در نظام حقوقی ایران و انگلستان با رویکرد تحلیل اقتصادی)» در مبحث سوم با عنوان «تدابیر دفاعی مدیران شرکت هدف در مقابله با تصاحب» به برخی سازوکارهای مورد نظر صرفاً از منظر حقوق انگلستان پرداخته است.

در این تحقیق از روش پژوهش توصیفی-تحلیلی با نگاه تطبیقی استفاده شده است؛ بدین صورت که در هر بخش ابتدا وضعیت حقوقی استراتژی مد نظر مقابل با تصاحب خصمانه در حقوق انگلیس ارائه شده و پس از شناسایی موقعیت آن در حقوق انگلیس، با نگاه به قوانین مختلف حقوق داخلی و تحلیل و بررسی آن قواعد با روش‌های استدلال حقوقی، به امکان‌سنجی آن در حقوق ایران پرداخته می‌شود. جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات با استفاده از مطالعات اسناد کتابخانه‌ای و فیش‌برداری از کتب حقوقی و مقالات و نشریات معتبر داخلی و خارجی می‌باشد.

در ادامه ابتدا معروف‌ترین سازوکارهای مقابله با تصاحب خصمانه پیش و پس از ارائه پیشنهاد تصاحب در حقوق انگلیس به همراه امکان‌سنجی دفاع‌های مطرح شده در حقوق ایران، مورد بررسی قرار می‌گیرند.

۲ دفاع‌های پیش از پیشنهاد

تدابیر دفاعی در مرحله قبل از ارائه پیشنهاد توسط شرکت پیشنهاددهنده، اقداماتی است که توسط

در حقوق انگلیس، این دفاعیات تصاحبی به دو دسته تدابیر دفاعی در مرحله پیش از پیشنهاد و همچنین اقدامات ناامیدکننده غیرقانونی در مرحله پس از ارائه پیشنهاد تصاحب توسط شرکت پیشنهاد دهنده تقسیم‌بندی می‌گردند. مورد اول یعنی اتخاذ تدابیر دفاعی در مرحله قبل از ارائه پیشنهاد، شامل اعمالی است که هیأت‌مدیره مجاز است از آن‌ها برای نفوذ بر سهامداران شرکت با هدف جلوگیری از پیشنهاد شرکت مهاجم استفاده نماید. از سوی دیگر، دسته دوم شامل اقداماتی است که توسط هیأت‌مدیره شرکت هدف صورت پذیرفته و منجر به اختلال در فرآیند تصمیم‌گیری سهامداران در خصوص قبول یا ردّ پیشنهاد تصاحب یا حتی محرومیت سهامداران از خود حق برای تصمیم‌گیری در مورد یک پیشنهاد ارائه شده تصاحب می‌گردد.

در انتها می‌بایست خاطر نشان کرد، در جامعه کنونی ما با خلاءهای موجود قانونگذاری در حوزه‌های تجاری و همچنین شرایط نابرابر رقابت و ضعف مالی بنگاه‌های کوچک اقتصادی و در نتیجه شکنندگی و احتمال تصاحب آن‌ها توسط شرکت‌های انحصاری بزرگ، قطعاً تحلیل نهاد تصاحب و موضوعات مرتبط با آن نظیر موضوع این پژوهش، دارای جنبه‌های کاربردی و عملی فراوانی می‌باشد. بر این اساس، هرچند در حقوق ایران، در قوانینی نظیر قانون شرکت‌های تعاونی مصوب سال ۱۳۵۰، قانون بخش تعاونی اقتصاد جمهوری اسلامی ایران با اصلاحات مصوب سال ۱۳۷۷، اصلاحیه آیین‌نامه اجرایی بخش تعاون مصوب سال ۱۳۹۲، قانون برنامه سوم توسعه مصوب سال ۱۳۷۹، قانون برنامه چهارم توسعه مصوب سال ۱۳۸۳، سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، قانون برنامه پنجم توسعه مصوب ۱۳۸۹، لایحه قانون تجارت سال ۱۳۸۴ و ۱۳۹۱ و... موادی در رابطه با نهاد ادغام تدوین گردیده است؛ لیکن مقررات جامع و روشنی در مورد تصاحب شرکت‌های تجاری یافت نشده و پژوهشگران نیز به دلیل شباهت‌های موجود با نهادهای مشابه نظیر



(Okanigbuan Jnr, 2020: 57) و در نتیجه، چنانچه تصاحب واقع شود، تصاحب‌کننده چاره‌ای جز بازخرید سهام مزبور به قیمت بالاتر نداشته باشد و همین امر در مقابله با تصاحب، نقش عامل بازدارنده را بازی می‌کند؛ درست شبیه قرص سیانوری که جاسوسان به محض دستگیر شدن توسط دشمنان در مأموریت‌های اطلاعاتی، از آن استفاده کرده تا اطلاعاتشان در اختیار دشمن قرار نگیرد.

بر این اساس، این حق زمانی قابل استفاده است که شرکت تصاحب‌کننده درصد کافی از سهام شرکت هدف را برای پیشنهاد تصاحب، خریداری کرده باشد. به عنوان مثال، اگر یکی از سهامداران ۲۰ درصد از سهام شرکت را خریداری کرده و این احتمال متصور گردد که ممکن است وی تبدیل به یک تصاحب‌کننده بالقوه شده باشد، هیأت‌مدیره شرکت هدف می‌تواند این طرح را آغاز نموده و بر اساس آن، هر سهامدار (به استثنای صاحبان ۲۰ درصد) حق خرید سهام جدید را با تخفیف خواهد داشت. اگر سایر سهامداران بتوانند سهام بیشتری با تخفیف خریداری نمایند، هزینه پیشنهاد به میزان قابل-توجهی افزایش یافته و همچنین چنین خریدهایی باعث کاهش علاقه سهامدار یادشده برای ارائه پیشنهاد تصاحب می‌گردد. لذا با اطلاع از اینکه چنین تدبیر تدافعی ممکن است فعال شود، پیشنهاددهنده نمی‌تواند بدون تصویب هیأت‌مدیره شرکت هدف، آن را تصاحب کند و در نتیجه، برای لغو آن، ابتدا می‌بایست با هیأت‌مدیره شرکت هدف مذاکره نماید که این امر دارای اثرات مثبتی می‌باشد؛ منجمله اینکه به مدیران زمان می‌دهد تا پیشنهادات رقابتی دیگری را پیدا کنند و در نتیجه قیمت پیشنهاد تصاحب را به حداکثر رسانده و صرف

مدیران به منظور جلوگیری از تصاحب موفقیت‌آمیز شرکت اتخاذ شده و برخی از آن‌ها به عنوان دافع (بازدارنده) کوسه‌ها^۱ شناخته می‌گردند. این تدابیر نوع خاصی از استراتژی دفاعی هستند که می‌تواند به سادگی با اصلاح اساسنامه یا قوانین داخلی شرکت اجرایی شده و در نتیجه قدرت هیأت‌مدیره شرکت تا حدودی کنترل گردد. به عنوان مثال، سازوکارهایی مانند ساختار هیأت‌مدیره تناوبی^۲ ممکن است اتخاذ شود که به موجب آن فقط تعداد مشخصی از مدیران شرکت هدف بتوانند مجدداً برای تصدی هیأت‌مدیره انتخاب گردند؛ در نتیجه، یک پیشنهاددهنده متخاصم مجبور می‌شود منتظر بماند تا به تدریج بتواند کنترل کامل هیأت‌مدیره شرکت هدف را به دست آورد. البته معایب برخی از این روش‌ها این است که اگرچه آن‌ها از امنیت قوی در مقابل تصاحب خصمانه برخوردار هستند اما می‌توان با اتخاذ تدابیر متقابل نظیر تغییر اندازه هیأت‌مدیره، آن‌ها را دور زد. مضافاً این تدابیر فرصت خوبی جهت ایجاد یک حفاظ ایمنی برای مدیریت شرکت فراهم می‌کند تا در صورت شکست فرآیند تصاحب، آزادانه به اقدامات سوء خود ادامه دهند یا حتی در صورت موفقیت فرآیند تصاحب، با اخذ گرامت‌هنگفت، شرکت را ترک نمایند. (Dey, 2009: 6)

۲٫۱ قرص‌های سمی^۳ یا «برنامه‌های حقوق سهامداران»^۴

هدف این استراتژی گران و نامطلوب کردن تصاحب خصمانه یعنی اقدام به خودکشی اقتصادی توسط یک شرکت هدف به منظور جلوگیری از مورد تصاحب واقع شدن می‌باشد. این تدبیر شامل صدور ضمانت‌نامه سهام^۵ یا حقوقی می‌شود که صرفاً به سهامداران شرکت هدف امکان خرید سهام شرکت را با تخفیف قابل توجهی از قیمت بازار می‌دهد

^۵ Stock Warrants یا ضمانت‌نامه سهام، اوراق مشتقه‌ای می‌باشند که اختیار خرید و فروش سهام را به دارنده آن‌ها اعطا می‌کنند.

^۱ Shark Repellents

^۲ Staggered Boards

^۳ Poison Pills

^۴ Shareholder Rights Plans

تصاحب‌کنندگان بالقوه با صرف هزینه بیشتری مواجه گردیده و امکان تصاحب شرکت را کاهش می‌دهد. هر چند در جایی که تصاحب‌کننده بالقوه قبلاً از سهامداران شرکت می‌باشد، بدیهی است که آن تصاحب‌کننده نیز از مزایای افزایش سرمایه بهره خواهد برد. علی‌ایحال بدیهی است قانونگذار با پیش‌بینی حق تقدم در خرید سهام جدید، به سهامداران سابق حق داده است که بتوانند با خرید سهام جدید میزان مشارکت خود در شرکت را حفظ نمایند. (دمرچیلی، حاتمی و قرائی، ۱۳۹۸: ۲۲۹) البته به موجب ماده ۵ «[قانون افزایش سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران یا فرابورس ایران از طریق صرف سهام با سلب حق تقدم](#)» مصوب ۱۳۹۹ و دستورالعمل اجرایی آن، رویکرد قانونگذار در شرکت‌های یادشده سلب حق تقدم و تشویق عرضه عمومی سهام جدید است.

۲،۲ چتر نجات طلایی^۶

این دفاع نوعی از تدبیر قرص سمی است که در قرارداد کاری میان شرکت‌ها و مدیریت آن‌ها گنجانده شده و به مدیران این امکان را می‌دهد تا در صورت از دست دادن جایگاه مدیریتی‌شان به ویژه بر اثر وقوع تصاحب یا نظایر آن، مستحق جبران خسارت و دریافت غرامت هنگفت و مزایای قابل‌توجهی از قبیل حقوق بازنشستگی، پاداش نقدی، اختیار خرید سهام یا مزایای دیگر، بدون بازخواست از آن‌ها درباره عملکردشان خواهند گردید. لذا از آنجا که مبلغ غرامت مزبور می‌تواند بسیار زیاد باشد، ممکن است شرکت پیشنهاددهنده را از تصاحب شرکت هدف منصرف نماید؛ چون اکثر تصاحب‌های خصمانه منجر به اخراج مدیریت شرکت‌های هدف می‌گردند.

قیمتی^۱ بیشتری نسبت به شرکت‌های دیگر دریافت نمایند.

البته باید خاطر نشان کرد، هرچند این امر باعث افزایش قدرت مذاکره و بالتبع ارزش سهام شرکت هدف می‌گردد، لیکن برخی مطالعات حاکی از آن است که اگرچه این دفاع به مدیران شرکت اجازه می‌دهد تا درباره صرف قیمت بالاتری مذاکره کنند؛ اما در کل، بهره‌وری شرکت را کاهش می‌دهد. (Cain, et al., 2017: 1)

نکته دیگر اینکه، وقتی این تدبیر دفاعی قبل از پیشنهاد تصاحب اعمال شود، آن را flip-in و در جایی که پس از پیشنهاد تصاحب اعمال می‌گردد، آن را flip-over می‌نامند. (Seretakis, 2013: 12) همچنین امروزه قرص‌های سمی انواع مختلفی من جمله طرح سهام ترجیحی^۲، طرح حقوق معوق^۳، طرح رأی‌گیری^۴، دفاع جونزتاون^۵ و... دارند که توسل به برخی از اشکال تدبیر قرص سمی، شرکت هدف را با خطر ورشکستگی مواجه می‌سازد.

در حقوق انگلیس، قرص‌های سمی به شدت تحت کنترل و نظارت قانونگذار هستند، به ویژه جایی که موجب از دست رفتن دارایی‌های ارزشمند شرکت هدف می‌گردند. (Clarke, 2004: 51) لذا از آنجا که تصویب تدبیر یادشده احتمالاً مغایر با تکالیف (وظایف) امانی مدیران برای «عمل در راستای مقاصد مناسب یا صحیح» مطابق با ماده ۱۷۱ قانون شرکت‌های سال ۲۰۰۶ تلقی خواهد شد، احتمالاً با مخالفت سهامداران مواجه می‌گردد.

در حقوق شرکت‌های سهامی ایران، با عنایت به امکان افزایش سرمایه از طرق گوناگون نظیر افزایش مبلغ اسمی سهام و به ویژه قانونی شناختن حق تقدم در خرید سهام جدید در ماده ۱۶۶ قانون تجارت، قطعاً خرید سهام شرکت هدف توسط

³ Back-end Rights Plan

⁴ Voting Plan

⁵ Jonestown Defense

⁶ Golden Parachutes

^۱ صرف قیمتی یا صرف سهام (Premium)، به مابه التفاوت ارزش اسمی هر سهم و ارزش دریافتی بابت فروش آن، گفته می‌شود.

^۲ Preferred Stock Plan



مدیرعامل نیز باید گفت هر شرطی که بین مدیرعامل و شرکت مقرر شود و قابلیت عزل مدیرعامل را محدود کند، باطل و بلااثر است. (اسکینی، ۱۳۹۸: ۲۰۴) در واقع از نظر قانونگذار ایران، عزل و نصب مدیران از ابزارهای سهامداران (به عنوان مالکان واقعی شرکت) در راستای تحقق اهداف مالکانه است. از این رو به نظر می‌رسد با وضعیت موجود، بکارگیری این تدبیر در حقوق شرکت‌های سهامی ایران ممکن نیست. در هر صورت اگر قانونگذار ایران بخواهد از این روش برای مقابله با تصاحب خصمانه بهره بگیرد باید این امکان را در اصلاحات قوانین موجود یا تصویب قوانین جدید پیش‌بینی کند.

۲٫۳ هیأت‌مدیره تناوبی

این مورد دفاعی است که در اساسنامه یک شرکت گنجانده شده و بر اساس آن، اکثریت اعضای هیأت‌مدیره در هر دوره انتخاباتی، مجدداً انتخاب نخواهند شد. در نتیجه، به جای اینکه همه اعضای هیأت‌مدیره یک شرکت در یک مجمع خاص انتخاب شوند، مدیران شرکت به سه گروه طبقه‌بندی شده و سالانه فقط یکی از آنها برای تصدی هیأت‌مدیره انتخاب می‌گردند. (Koppes, et al., 1999: 1023-1025) لذا این امر باعث می‌شود که یک پیشنهاددهنده متخاصم نتواند کنترل سریع شرکت مورد نظر را به دست آورد؛ زیرا تنها یک سوم هیأت‌مدیره را در یک زمان در اختیار خواهد داشت و در صورتی که تمایل به تصاحب شرکت هدف دارد، می‌بایست دو سال منتظر بماند، حتی اگر اکثریت سهام شرکت را در اختیار داشته باشد. لذا با اتخاذ این سازوکار دفاعی، صرف تغییر در مالکیت سهام یک شرکت، منجر به تغییر مدیریت نمی‌شود و وقفه‌های به وجود آمده میان زمان تحصیل کنترل دارایی و زمان تغییر مدیریت، موجب عدم تمایل یک سرمایه‌گذار متخاصم خواهد شد که در این صورت باید مدت زمان مدیدی در انتظار تصاحب کنترل

شایان ذکر است، شبیه چتر نجات طلایی، تدبیری نیز برای جبران خسارت کارکنان سطح پایین-تر شرکت به دلیل از دست دادن شغل، موسوم به چتر نجات نقره‌ای^۱ وجود دارد که براساس آن با وقوع تصاحب و اخراج کارکنان مزبور، مزایایی به آنان اعطا می‌گردد.

به هر روی، این دفاع دارای مزایا و معایبی برای سهامداران و شرکت متبوعشان می‌باشد. چترها به هیأت‌مدیره شرکت کمک می‌کند که در طول فرآیند تصاحب، به نحو بی‌طرف و واقع‌بینانه فعالیت کند؛ زیرا در صورت عدم موفقیت فرآیند تصاحب، آنها همچنان جایگاه خود را حفظ خواهند کرد و بالعکس در صورت تصاحب شرکت متبوعشان، آنها به دلیل از دست دادن شغل خود، مستحق دریافت جبران خسارت (غرامت) خواهند بود. در نتیجه تا حدی امکان دارد هر دو حالت (تصاحب یا عدم تصاحب شرکت هدف) برای آنها شرایط یکسانی را فراهم آورد. در خصوص معایب بکارگیری این تدبیر دفاعی نیز باید گفت در هر شرکتی، اخراج یا انفصال مدیران محتمل است، آن هم در شرایطی که مدیران از قبل به خوبی حقوق و مزایای خود را دریافت نموده‌اند و نیاز به پرداخت بیشتری به آنها نمی‌باشد؛ آن هم در شرایطی که مدیریت شرکت از عملکرد مطلوبی برخوردار نیست. همچنین مدیران شرکت پیشاپیش یک تکلیف امانی در قبال شرکت دارند و برای ابقای در شرکت و فعالیت به نفع آن، نیازی به مشوق‌های اضافی نیست و مزایای یادشده برای مدیران، ممکن است موجب ایجاد توقعات انحرافی گردد.

در حقوق ایران به موجب ماده ۱۰۷ لایحه اصلاحی، عزل و نصب مدیران در صلاحیت مجمع عمومی عادی شرکت است که می‌تواند در هر زمان و به هر دلیلی قبل از اتمام دوره مدیریت، مدیران (چه موظف و چه غیرموظف) را کلاً یا بعضاً عزل کند و اصولاً مدیر نمی‌تواند به این علت از شرکت غرامت بخواهد؛ مگر اینکه بر اساس قواعد عام مسؤولیت مدنی ورود خسارت را اثبات نماید. در خصوص

¹ Silver Parachute

که تاثیر این استراتژی در مقابله با تصاحب خصمانه قابل انکار نیست؛ لیکن توسل به آن می‌تواند شرکت هدف را به ورطه ورشکستگی بکشاند. لذا توسل به این دفاع به دلیل افزایش بدهی و در نتیجه ورود آسیب و ضرر غیر قابل جبران به شرکت هدف، عنوان «کامیکازی یا خلبان از جان گذشته انتحاری» نیز به خود گرفته است؛ یعنی خلبان‌های از خود گذشته ژاپنی که در جنگ جهانی دوم پس از اتمام موشک‌ها، با زدن هواپیماهای جنگنده خود به ناوگان دشمن، آن را منفجر و تخریب می‌کردند. ایراد دیگر وارد به این نوع دفاع، این است که در برخی مواقع به دلیل عدم شناسایی به موقع قصد شرکت تصاحب‌کننده برای تصاحب شرکت هدف، آن شرکت فرصت زمانی کافی برای خرید اموال و دارایی‌های مورد نظر نخواهد داشت.^۲

در حقوق شرکت‌های سهامی ایران نیز ممکن است مدیران برای مقابله با تصاحب خصمانه به این سازوکار متوسل شوند؛ اما توسل به آن می‌تواند شرکت هدف را به ورطه ورشکستگی بکشاند که در این صورت طبق ماده ۵۴۱ قانون تجارت، ورشکستگی از نوع به تقصیر خواهد بود. ضمناً در فرض ورشکستگی شرکت به موجب ماده ۱۴۳ ل.ا.ق.ت در صورتی که دارایی شرکت برای تادیه دیون آن کافی نباشد دادگاه صلاحیتدار می‌تواند به تقاضای هر ذینفع هر یک از مدیران و یا مدیر عامل را که ورشکستگی شرکت یا کافی نبودن دارایی شرکت به نحوی از انحاء معلول تخلفات او بوده است منفرداً یا متضامناً به تادیه آن قسمت از دیونی که پرداخت آن از دارایی شرکت ممکن نیست محکوم کند.

۲،۵ حق رأی اکثریت مطلق سهامداران^۳

این تدبیر موجب دشواری تصاحب کنترل شرکت هدف توسط تصاحب‌کننده می‌گردد؛ بدین صورت که شرکت تصاحب‌کننده قبل از موفقیت تصاحب،

شرکت از طریق رأی‌گیری بماند. (Payne, 2002: 98)

در حقوق انگلیس نیز، این تدبیر دفاعی از تاثیر کمی برخوردار است، زیرا طبق ماده ۱۶۸ قانون شرکت‌های ۲۰۰۶، سهامداران می‌توانند مدیران را در هر زمان با اکثریت آرای ساده برکنار کنند. (Koppes, et al., op. cit.: 1050-1055)

در حقوق ایران ماده ۱۰۹ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت مقرر می‌دارد که مدت مدیریت مدیران در اساسنامه معین می‌شود، لیکن این مدت از دو سال تجاوز نخواهد کرد و انتخاب مجدد مدیران بلامانع است؛ لذا باید گفت آیا می‌توان در اساسنامه، شرط هیأت‌مدیره تناوبی را پیش‌بینی کرد؟ باید گفت مطابق ماده قانونی فوق‌الذکر، انتخاب مجدد مدیران (توسط انتخاب‌کنندگان یعنی مجمع عمومی عادی) بلامانع است. درخصوص تناوبی بودن هیأت‌مدیره نیز قانون ساکت است؛ به همین جهت به شرطی که مدت مدیریت مدیران از دو سال تجاوز نکند می‌توان چنین شرطی را در اساسنامه پیش‌بینی کرد. بنا به مراتب یادشده، توسل به تدبیر دفاعی هیأت‌مدیره تناوبی در حقوق شرکت‌های سهامی ایران میسر می‌باشد.

۲،۴ مرد چاق^۱ یا خریدهای غیرضروری و بدهی‌آور

این مورد به استراتژی اطلاق می‌شود که مطابق با آن، شرکت هدفی که در آستانه تصاحب واقع شدن است، مبادرت به خرید اموال متعددی می‌نماید تا بر بدهی‌های خود افزوده و از نقدینگی خود بکاهد تا بدین وسیله از مطلوبیت و رغبت شرکت تصاحب‌کننده برای تصاحب خود بکاهد. وجه تسمیه تدبیر مورد نظر این است که با توسل به آن، بر حجم مفاد ترانزاکشن شرکت هدف پس از خریداری اموال گوناگون و افزایش بدهی‌ها و دارایی‌های آن، به مثابه یک انسان قریه افزوده می‌شود. البته هر چند

³ Super-Majority

¹ Fat Man

^۲ همان، ۵۷.



تبدیل بیش از ۱۰ درصد اوراق بهادار قابل تبدیل به سهام دارای حق رأی جلوگیری می‌گردد. (Riyaz, 2020: 1199) این اصطلاح از این واقعیت ناشی می‌شود که تله‌های خرچنگ برای صید خرچنگ‌های بزرگ طراحی شده‌اند؛ اما اجازه خروج خرچنگ‌های کوچک را می‌دهند.

در حقوق شرکت‌های سهامی ایران، اصولاً نباید صاحب سهم را از انتقال سهام خود ممنوع یا محدود کرد؛ زیرا قابلیت نقل و انتقال سهام و آزادی معامله سهام یکی از ویژگی‌های سهام شرکت‌های سهامی است و شخصیت شریک آن گونه که در شرکت‌های شخصی (مانند شرکت تضامنی) مورد توجه است در شرکت‌های سهامی مورد ملاحظه قرار نمی‌گیرد. بنابراین، مالک سهم حق دارد سهم خود را به دیگری واگذار کند. لذا آزادی معامله سهام شرکت‌های سهامی یکی از خصوصیات این شرکت‌ها است. قانونگذار این آزادی را در مورد شرکت‌های سهامی عام به صراحت پذیرفته است. در این خصوص ماده ۴۱ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت (۱۳۴۷) مقرر می‌دارد: «در شرکت‌های سهامی عام نقل و انتقال سهام نمی‌تواند مشروط به موافقت مدیران شرکت یا مجامع عمومی صاحبان سهام شود». مفاد این ماده ناظر بر اصل قابلیت نقل و انتقال سهام شرکت‌های سهامی عام است و این اصل با قاعده تسلیط هماهنگ است. (عیسائی تفرشی، ۱۳۹۵: ۴۰-۴۲) اما در خصوص شرکت‌های سهامی خاص قانونگذار ساکت است. برخی بر این عقیده‌اند که چون این ماده وصفی است مفهوم مخالف ندارد و همه شرکت‌های سهامی -عام و خاص- را در بر می‌گیرد (همانجا)؛ اما این دیدگاه قابل پذیرش نیست؛ زیرا اولاً: جملات وصفی در متون قانونی مفهوم دارد و ثانیاً: قانونگذار در مقام بیان این ماده را مقرر داشته است. بنابراین نقل و انتقال سهام را در شرکت‌های سهامی خاص می‌توان محدود کرد.

می‌بایست درصد مشخصی (معمولاً بالای ۸۰ درصد) از سهام شرکت هدف را به دست آورد. لیکن در این تدبیر دفاعی، اصطلاحی در اساسنامه شرکت هدف ایجاد می‌گردد که بر اساس آن، تصاحب شرکت مستلزم اخذ موافقت اکثریت بیشتری از سهامداران (به عنوان نمونه، اکثریت مطلق یا بیش از ۸۰ درصد آن‌ها) می‌گردد (Ruback, 1987: 57) که عملاً دستیابی به این آستانه برای تصاحب‌کننده بالقوه به راحتی میسر نخواهد شد.

پیش‌بینی اکثریت یادشده در اساسنامه شرکت‌های سهامی در حقوق ایران محل بحث است؛ زیرا در خصوص اکثریت لازم برای تصمیم‌گیری در مجمع عمومی فوق‌العاده و مجمع عمومی عادی در مواد ۸۵ و ۸۸ ل.ا.ق.ت. «همواره به اکثریت دو سوم آرای حاضر» و «همواره به اکثریت نصف بعلاوه یک آرای حاضر» اعلام شده است. حال پرسش این است که اکثریت‌های یادشده قابل تغییر است؟ به نظر می‌رسد بیان قانونگذار آمره است و امکان تغییر اکثریت‌های یادشده وجود ندارد. به این جهت که کاهش این اکثریت باعث کاهش اعتبار تصمیم خواهد شد و افزایش اکثریت ممکن است منجر به بن بست تصمیم‌گیری در شرکت شود. اما نکته قابل توجه این است که در خصوص موضوع مورد بحث، مسأله تغییر اکثریت یادشده در مواد مذکور نیست بلکه شرطی اضافی برای تصاحب است که منافاتی با اکثریت‌های لازم نیست.

۲٫۶ ایجاد محدودیت در نقل و انتقال سهام^۱

در این نوع دفاع با درج ممنوعیت یا محدودیت در اساسنامه شرکت در خصوص انتقال سهام، مدیریت شرکت می‌تواند با ممانعت از انتقال مالکیت سهام دارای حق رأی، کنترل شرکت را در اختیار خود نگاه دارد. همچنین در نوع دیگری از این تدبیر موسوم به تله خرچنگ^۲، شرکت هدف مفادی را در اساسنامه خود می‌گنجاند که بر اساس آن، از

² Lobster Trap

¹ Restrictions on Share Transfers

در حقوق شرکت‌های سهامی ایران حق رأی از مهم‌ترین حقوق وابسته به سهام است که با تملک سهم برای سهامدار ایجاد می‌شود و امکان مشارکت وی را در تصمیم‌گیری‌های مجمع شرکت فراهم می‌کند. البته ممکن است خط‌مشی‌های مالی شرکت ایجاب کند که شرکت برای افزایش سرمایه خود اقدام به فروش سهم جدید نماید، ولی در عین حال ممکن است الزامات مدیریتی اقتضا کند که در کنار افزایش سرمایه، ساختار فعلی مدیریت شرکت کماکان حفظ شود. همین امر سبب شده است که در حقوق انگلستان، علاوه بر اعمال تحدیدات در حق رأی سهامدار، شرکت‌ها بتوانند سهامی را منتشر کنند که فاقد حق رأی است. در حقوق ایران به دلیل سکوت قانونگذار، شرکت امکان انتشار سهم بدون حق رأی را ندارد. فقط در مواردی، از جمله عدم انجام تعهد سهامدار به تأدیه مبلغ اسمی سهام طبق نص لایحه اصلاحی قانون تجارت ۱۳۴۷، حق رأی سهامدار سلب می‌شود. علاوه بر این، شرکت‌ها می‌توانند در مواردی حق رأی سهم را محدود کنند؛ مثلاً در اساسنامه شرکت مقرر شود حق رأی سهامدار در مجمع عمومی منوط به داشتن تعدادی معین از سهام است. (پاسبان و بهشتی، ۱۳۹۷: ۹۹)

۳ دفاع‌های پس از پیشنهاد (نیازمند تأیید سهامداران یا هیأت تصاحب)

در حقوق انگلیس، بنا بر اصل کلی شماره ۳ قانون تصاحب، «هیأت‌مدیره یک شرکت پیشنهادشونده (هدف) باید به نفع کل شرکت عمل کند و نباید مانع تصمیم‌گیری سهامداران شرکت در خصوص مزایای پیشنهاد تصاحب گردد.» مضافاً طبق قاعده ۲۱/۱ همان قانون، هیأت‌مدیره شرکت هدف بدون تأیید قبلی سهامداران، مجاز به استفاده از دفاعی نیست که ممکن است پیشنهاد تصاحب را ناکام گذاشته یا

البته در خصوص امکان درج خلاف ماده مزبور در اساسنامه شرکت نیز می‌بایست افزود که طبق بند ۸ ماده ۸ لایحه قانونی مذکور (ناظر به مندرجات طرح اساسنامه شرکت) یکی از مطالبی که باید در طرح اساسنامه قید گردد نحوه انتقال سهام با نام است. از آن جا که ماده ۸ مذکور صرفاً مربوط به شرکت‌های سهامی عام است، باید گفت که مفاد بند ۸ یادشده با مفاد ماده ۴۱ مذکور قابل جمع نیست. (عیسائی تفرشی، همان)

۲،۷ سهام بدون حق رأی^۱

سهام بدون حق رأی سهامی است که در مورد موضوعات شرکتی مانند انتخاب هیأت‌مدیره یا تصاحب، قدرت بسیار کمی به سهامدار مالک آن سهام بدون حق رأی داده یا اصلاً این حق را اعطا نمی‌کند. لذا این نوع سهام ممکن است تلاش برای تصاحب خصمانه را خنثی کند؛ بدین صورت که اگر یک شرکت تمام سهام دارای حق رأی خود را حفظ کرده و فقط سهام بدون رأی را به صورت عمومی به فروش برساند، احتمال تحصیل سهام و متعاقباً نفوذ در هیأت‌مدیره شرکت هدف توسط تصاحب‌کننده بالقوه بسیار پائین می‌آید.

البته شایان ذکر است، این تدبیر دارای عواقبی از جمله کاهش پیشنهادهای تصاحب دوستانه، نارضایتی سهامداران به دلیل کاهش پتانسیل رشد شرکت و همچنین مشکل برای فروش سهام اضافی شرکت در بازار می‌باشد. همچنین اگرچه این دفاع طبق حقوق انگلیس کاملاً مشروع است؛ با وجود این، شرکت‌ها به دلیل مقاومت شدید سرمایه‌گذاران نهادی^۲، تمایلی به معرفی سهام بدون رأی به ساختار سرمایه خود ندارند. علاوه بر آن، محدودیت کلی سهام بدون حق رأی به عنوان «دخالت بی‌دلیل در آزادی قرارداد»^۳ تلقی می‌گردد. (Seretakis, op. cit.: 14)

³ an unwarranted interference with freedom of contract

¹ Non-voting Shares

² Institutional Investors



تصمیم‌گیری شایسته را از سهامداران سلب می‌کند
اجتناب نماید، و یا هیأت‌مدیره نمی‌بایست:

الف) هر گونه سهامی را صادر کند یا انتقال دهد
یا بفروشد، یا با انتقال یا فروش هر سهمی خارج از
خزانه شرکت موافقت کند یا بر هرگونه بازخرید یا
خرید سهام شرکت توسط خودش، اثرگذاری نماید؛
ب) در مورد سهام منتشر نشده، اختیار معامله صادر
یا اعطا کند؛ ج) هر گونه اوراق بهادار دارای حقوق
قابل تبدیل به سهام یا پذیره‌نویسی برای سهام را
ایجاد یا منتشر کرده یا اجازه ایجاد یا انتشار را صادر
نماید؛ د) دارایی‌هایی با ارزش شرکت را فروخته،
واگذار کند یا اکتساب نماید، یا با فروش، واگذاری یا
اکتساب آن‌ها موافقت کند؛ و ه) قراردادهایی غیر از
روال عادی تجارت منعقد کند.

علاوه بر آن، یادداشت‌های^۴ مربوط به قاعده ۲۱/۱
قانون تصاحب انگلستان راهنمایی‌های بیشتری را در
رابطه با ممنوعیت‌های مرتبط با تدابیر دفاعی
تصاحب ارائه می‌دهد. بنابراین، بر اساس قوانین
انگلستان، هیأت‌مدیره شرکت هدف مجاز نیست در
صورتی که سهامداران یا هیأت تصاحب قبلاً تأیید
نکرده باشند، از هر گونه دفاعی که باعث خنثی
شدن یا به نتیجه نرسیدن پیشنهاد تصاحب شود،
استفاده کنند. با این حال، فهرست یادشده تمثیلی
بوده و به صورت احصائی و جامع ارائه نگردیده
است. یعنی به طور کلی، قانون تصاحب هرگونه
اقدامی که منجر به خنثی کردن پیشنهاد تصاحب
شود، صرف نظر از شکل آن را ممنوع اعلام می‌نماید.
به عنوان مثال، حتی ممکن است که دعاوی آغاز
شده توسط هیأت‌مدیره شرکت هدف که منجر به
ناکامی پیشنهاد تصاحب می‌شود، در محدوده قاعده
ممنوعیت اقدامات ناامیدکننده قرار گرفته و در
نتیجه هیأت‌مدیره از پیگیری آن منع شوند، مگر
آنکه تأیید سهامداران اخذ گردد.

حق تصمیم‌گیری در رابطه با مزایای پیشنهاد
تصاحب را از سهامداران شرکت هدف سلب نماید
که از این رویکرد قانون تصاحب انگلستان، به عنوان
قاعده «ممنوعیت اقدامات ناامیدکننده» یاد می‌شود.
در واقع، ممنوعیت دفاع پس از پیشنهاد یکی از
قوانین اصلی قانون تصاحب انگلستان از زمان اولین
نسخه‌های آن بوده و رویکرد «سهامدار محور» قانون
تصاحب، آن را تأیید کرده است. (Seretakis, op. cit.: 22)
مضافاً قاعده دیگری به نام بی‌طرفی^۱، علی-
رغم تجدیدنظرها و اصلاحات مستمر در قانون
تصاحب، تضمین می‌کند که مدیران شرکت‌ها بی-
طرفی را حفظ کرده و تأثیر بی‌موردی^۲ در روند
تصاحب ندارند.

البته شرایط محدودی در قاعده ۲۱/۱ قانون
تصاحب یافت می‌شود که در آن شرایط، امکان
صدور تأییدیه‌ای توسط هیأت یا پنل تصاحب برای
اتخاذ تدابیر دفاعی یادشده متصور می‌باشد. به
عنوان نمونه، اگر در مورد شمول دفاع مورد نظر در
محدوده ممنوعیت قاعده ۲۱/۱ تردیدی به وجود
بیاید، هیأت تصاحب می‌بایست در آن خصوص
مشاوره دهد. همچنین باید در مواردی که در قاعده
21.1 (a) و (b) قانون تصاحب ذکر شده است، هیأت
تصاحب ارائه مشاور نماید. بدین توضیح که طبق
ماده 21.1 (a) و در طول یک پیشنهاد تصاحب، یا
حتی قبل از تاریخ پیشنهاد (اگر هیأت‌مدیره شرکت
دلیلی برای این باور داشته باشد که ممکن است یک
پیشنهاد تصاحب با حسن نیت قریب‌الوقوع^۳
باشد)، هیأت‌مدیره نمی‌بایست بدون اخذ موافقت
سهامداران در مجامع عمومی، تدابیری را اتخاذ کند
که پیشنهاد تصاحب قریب‌الوقوع یا پیشنهادی که
قبلاً توسط شرکت پیشنهاددهنده ارائه شده است
را ناکام بگذارد و همچنین باید از اقداماتی که امکان

براساس گمانه‌زنی‌های موجود در بازار، این احتمال متصور می-
گردد که سرمایه‌گذاری در حال تلاش برای تصاحب یک شرکت
می‌باشد.

⁴ Notes

¹ the Neutrality Rule

² undue influence

³ اقدامات قریب‌الوقوع یا Imminent Bids را می‌توان به
عنوان پیشنهادهایی تعریف کرد که هنوز انجام نشده‌اند اما

طمع کرده و پیشنهاد شوالیه سفید را رد کنند. با این حال، همانطور که گفته شد، این تدبیر می‌تواند منجر به بازار رقابتی و در نهایت پرداخت بیش از حد توسط یکی از طرفین (پیشنهاددهنده متخاصم اولی و شوالیه سفید) برای تصاحب شرکت هدف گردد. استراتژی دیگری که به عنوان «استراتژی NL» شناخته می‌شود، بدین صورت است که شرکت متخاصم به شوالیه سفید اجازه می‌دهد تا فرآیند تصاحب شرکت هدف را به پیش برده تا تصاحب صورت پذیرد. متعاقباً شرکت متخاصم پیشنهاد تصاحب برای شوالیه سفید ارائه دهد و آن را تصاحب کند.

مطلب دیگر اینکه هیأت‌مدیره شرکت هدف می‌تواند بدون تأیید سهامدار به دنبال یک شوالیه سفید رقیب باشد؛ چون جستجوی یک شوالیه سفید یک اقدام مفید بوده و ارزش شرکت و در نتیجه ثروت سهامداران را افزایش می‌دهد؛ بدین صورت که سهام شرکت در مزایده گذاشته شده و سهامداران می‌توانند بهترین قیمت ممکن را به دست آورند. (Mucciarelli, 2006: 3) بنابراین در دفاع شوالیه سفید، نیازی به تأیید سهامداران یا هیأت تصاحب نبوده و اقدامات هیأت‌مدیره در این راستا نامیدکننده نبوده و مشمول قاعده ۲۱/۱ نمی‌گردد. (Tachmatzidi, op. cit.: 115) همچنین در حقوق انگلیس، قاعده ۳۱/۱ قانون تصاحب بیان می‌کند که پیشنهاد تصاحب می‌بایست حداقل برای ۲۱ روز مفتوح باشد و این امر پیشنهادات رقابتی را تقویت می‌کند، زیرا مدیران زمان کافی برای جستجوی شوالیه سفید را دارند. در نتیجه، می‌توان استدلال کرد که قانون تصاحب انگلیس موضع مثبتی در قبال پیشنهادات رقابتی دارد. (Seretakis, op. cit.: 24)

در حقوق شرکت‌های سهامی ایران با عنایت به اینکه مانعی در مقررات ناظر بر شرکت‌ها وجود ندارد، به موجب اصل آزادی قراردادها و مبتنی بر

علی‌ایحال پس از آنکه سرمایه‌گذاری علاقه‌مندی خود را برای تصاحب شرکت هدف نشان داده و پیشنهاد خود را ارائه نمود، ممکن است اقدامات خاصی توسط مدیریت برای شکست پیشنهاد انجام شود که در ادامه مورد بررسی قرار می‌گیرند.

۳/۱ شوالیه سفید (شرکت نجات‌دهنده یا ناجی اصلی)^۱

در این دفاع که یکی از مؤثرترین استراتژی‌ها در برابر حملات خصمانه به حساب می‌آید، شرکت هدف از شرکت دوستی دعوت می‌کند تا به منظور تصاحب شرکت، یک پیشنهاد ارائه داده و مانع از تصاحب قریب‌الوقوع خصمانه شرکت توسط پیشنهاددهنده متخاصم شود. لذا این تدبیر معمولاً توسط هیأت‌مدیره شرکت‌های هدف ترجیح داده می‌شوند، به این دلیل که شرکت ناجی دوست در بیشتر موارد با هیأت‌مدیره فعلی همکاری کرده (Stokka, 2013: 13) و آن‌ها را با مدیریت جدید جایگزین نمی‌کند.

البته خطرات و معایبی در ارتباط با این نوع از دفاع وجود دارد و ممکن است هیأت‌مدیره شرکت هدف بازی خورده و شوالیه مورد نظر به جای حفظ استقلال شرکت هدف، با ارائه پیشنهاد بیشتر و فریبنده و یا همکاری با شرکت تصاحب‌کننده متخاصم، عملاً موجب تصاحب شرکت گردد. (Samim & Yang, 2011: 20) به عنوان مثال، می‌توان به «استراتژی لیدی مکبث»^۲ اشاره کرد که شامل شوالیه سفیدی می‌شود که شرکت مورد نظر را تصاحب کرده و بعداً سهام را به شرکت متخاصم اولی بفروشد. بنابراین، شرکت هدف در نهایت توسط پیشنهاددهنده متخاصم به دلیل همکاری شوالیه سفید با پیشنهاددهنده اولیه تصاحب می‌گردد. (Tachmatzidi, 2018: 106)

شرکت متخاصم نیز ممکن است برای مقابله با اقدامات یادشده، تدابیری را بکار برد؛ به عنوان نمونه، پیشنهاد خود را سودآورتر از پیشنهاد شوالیه سفید نماید، به طوری که سهامداران شرکت هدف

² Lady Macbeth Strategy

¹ White Knight



گرفته می‌شوند، تأمین گردد. (Samim & Yang,)
(op. cit.: 21)

در حقوق انگلیس، شرکت هدف می‌بایست با مفاد خاصی از قانون تصاحب در رابطه با الزامات افشا و پیشنهادهای رقابتی هنگام استفاده از این نوع دفاع مطابقت داشته باشد. (Stokka, op. cit.: 13) بدین توضیح که اولاً، رقابت عادلانه باید رعایت شود که قاعده ۲۰ قانون تصاحب^۳ در این خصوص بیان می‌کند هیأت‌مدیره وظیفه دارد در صورت درخواست، به همان اندازه اطلاعاتی که به شوالیه سفید داده می‌شود، به پیشنهاددهنده متخاصم اطلاعات بدهد. ثانیاً، مطابق با قاعده ۳۲،۵^۴، الزاماتی در رابطه با پیشنهادهای رقابتی وجود دارد؛ مبنی بر اینکه در شرایطی که رقابت تصاحب هنوز در مراحل پس از پیشنهاد است، تجدیدنظر نهایی پیشنهاد می‌بایست ۴۶ روز پس از اعلام رسمی پیشنهاد تصاحب، اعلام شود.

با عنایت به شباهت این تدبیر به دفاع پیشین و همانطور که اشاره گردید، بنا بر به اصل آزادی قراردادهای و مبتنی بر ماده ۱۰ قانون مدنی، به نظر می‌رسد امکان توسل به این تدبیر برای هیأت‌مدیره شرکت هدف متصور است.

۳،۳ دفاع‌های مرتبط با تجدید ساختار و بازخریدهای شرکت هدف^۵

دفاع‌های تجدید ساختار دسته‌ای از تدابیر دفاعی هستند که برای ناکام گذاشتن یک پیشنهاد تصاحب خصمانه مورد استفاده قرار می‌گیرند و منجر به تغییر واقع میزان و ارزش اوراق بهادار شرکت می‌شود. بر این اساس، این دفاعیات نیاز به تأیید قبلی سهامداران شرکت دارند و در حقوق انگلیس، این دسته از سازوکارهای تدافعی به عنوان اقدامات ناامیدکننده در نظر گرفته می‌شوند؛ به این دلیل که می‌توانند فرآیند تصمیم‌گیری سهامداران را به طور

ماده ۱۰ قانون مدنی، امکان توسل به این تدبیر برای هیأت‌مدیره شرکت هدف فراهم می‌باشد.

۳،۲ یارِ شوالیه سفید (شرکت نجات- دهنده یا ناجی ثانوی)^۱

«یار شوالیه سفید» یک شکل اصلاح‌شده از دفاع پیشین است. بدین صورت که به جای تصاحب کنترل شرکت، از شرکت دوست دعوت می‌شود تا درصد زیادی از سهام شرکت هدف به نام «گوشه»^۲ را با قیمت مناسب و عادلانه به دست آورد که برای رأی دادن ضد پیشنهاد تصاحب شرکت متخاصم از آن‌ها استفاده می‌شود. البته از آن جا که هدف از این کار ممانعت از تصاحب احتمالی توسط سرمایه-گذاران متخاصم (و نه یک شرکت دوست) است، سهامی که در این راستا صادر می‌گردد، صرفاً تا اندازه ۲۵ تا ۳۰ درصد از سهام سرمایه شرکت هدف پس از صدور است و نه اکثریت آن. (Payne, op. cit.: 87-112) لذا تأثیر این دفاع در افزایش تعداد سهام معامله شده است که این امر باعث می‌شود پیشنهاددهنده متخاصم نیاز به خرید سهام بیشتری داشته باشد و در نتیجه هزینه تصاحب افزایش می‌یابد. علاوه بر این، شرکت پیشنهاددهنده نمی‌تواند سهام شرکت دوست را خریداری کند و حتی اگر واجد درصد بزرگی از سهام شرکت هدف (مثلاً ۲۵ درصد) باشد، نمی‌تواند کنترل مؤثری را به دست آورد.

شایان ذکر است، این تدبیر با مشکلاتی مشابه دفاع شوالیه سفید که قبلاً ذکر شد، روبرو است. یافتن یک شرکت ناجی ثانوی قابل اعتماد که نقش خود را معکوس نکرده و در نتیجه به تصاحب خصمانه شرکت هدف کمک کند، فرآیند آسانی نمی‌باشد. با این حال، این دفاع می‌تواند از طریق وجوه دریافتی از طرف مؤسسات، به عنوان مثال صندوق-های سرمایه‌گذاری و بانک‌ها که معمولاً به عنوان شرکت‌های نجات‌دهنده ثانوی مهم و مفید در نظر

⁴ COMPETITIVE SITUATIONS

⁵ Restructuring Defenses and Target Repurchases Framework

¹ White Squire

² corner

³ EQUALITY OF INFORMATION

زیادی پول نقد دریافت کند. این اقدام ممکن است نتیجه عکس داده و شرکت مورد نظر را برای شرکت پیشنهاددهنده (تصاحب‌کننده بالقوه) جذاب‌تر کند، بنابراین عملاً دفاع مزبور با شکست مواجه شده است. البته یک راه‌حل برای ممانعت از بروز این مشکل می‌تواند استفاده از وجه نقد حاصله از فروش دارایی‌های ارزشمند به منظور تأمین سایر تدابیر دفاعی همچون اعطای سود ویژه سهام به سهامداران باشد. ریسک دیگر این است که اگر شرکت هدف تصمیم بگیرد دارایی‌های خود را به یک شواپه سفید دوست بفروشد، باید مطمئن باشد که آن‌ها را پس خواهد گرفت و همانطور که گفته شد، باید قراردادهای تفصیلی تهیه گردد که شرایط اجاره دارایی‌ها و قیمت تملک مجدد آن‌ها را تبیین نماید. (Tachmatzidi, op. cit.: 108)

به نظر می‌رسد از آنجایی که طبق ماده ۱۱۸ ل.ا.ق.ت. هیأت‌مدیره در حدود موضوع، در امور شرکت از صلاحیت عام برخوردار است و تحدید آن نیز در مقابل اشخاص ثالث باطل و کان‌لم‌یکن اعلام شده است؛ امکان توسل به این تدبیر برای هیأت‌مدیره با مانع یا محدودیتی مواجه نباشد.

لازم به ذکر است که مدیران نسبت به اموال شرکت امین محسوب می‌شوند و در این راهکار نباید خلاف امانت رفتار نمایند. بدین توضیح که با توجه به ماده ۶۳۱ قانون مدنی که مقرر می‌دارد: «هرکس مال غیر را به عنوانی غیر از مستودع متصرف باشد و مقررات این قانون او را نسبت به آن مال امین قرار داده باشد، مثل مستودع است ...» به نظر می‌رسد این حکم در مورد مدیران شرکت سهامی نیز صادق باشد، زیرا امانی بودن ید مدیر ملازمه‌ای با رابطه وکالت یا نمایندگی بین شرکت و مدیر ندارد (حسن-زاده، ۱۳۹۰، ص ۱۹). در شرح ماده ۵۱ ق.ت. آمده است: «مفاد ماده ۵۱ ق.ت. که اعلام می‌کند: «مسئولیت مدیر شرکت در مقابل شرکا همان مسؤلیتی است که وکیل در مقابل موکل دارد»

مؤثری تخریب کرده و حق تصمیم‌گیری در مورد مزایای پیشنهاد را از آن‌ها سلب نمایند. علاوه بر این، اگر این تدابیر دفاعی بدون تأیید سهامداران اتخاذ شود، ممکن است نقض تکالیف امانی توسط مدیران شرکت تلقی شود. مضافاً طبق قواعد فهرست‌بندی انگلستان^۱ ماده ۱۰/۵/۱، ممکن است اخذ موافقت سهامداران برای معاملات عمده مورد نیاز باشد. (Tachmatzidi, op. cit.: 110) در ادامه به این دسته از دفاعیات پرداخته می‌شود:

۳،۳،۱ گوهر تاج (فروش دارایی‌های ارزشمند)^۲

معمولاً شرکت‌های پیشنهاددهنده (تصاحب‌کننده بالقوه) در مورد شرکت‌های هدف موجود در بازار تحقیق کرده تا شرکت‌هایی با دارایی‌های ارزشمند را شناسایی کرده و سپس تصاحب خصمانه را آغاز کنند. در پاسخ و برای ممانعت از تصاحب، یک شرکت هدف می‌تواند دارایی‌های جذاب و مهم خود را که به عنوان گوهر تاج مصطلح گردیده، به شرکت دیگری فروخته تا از مطلوبیت شرکت نزد سرمایه‌گذارانی که در صدد تصاحب آن هستند، کاسته شود. گاهی اوقات نیز دارایی‌ها به یک شرکت دوست یا همان شواپه سفید فروخته می‌شود تا پس از اینکه شرکت تصاحب‌کننده بالقوه پیشنهاد خود را پس گرفت، آن دارایی‌ها به قیمت توافق‌شده قبلی از شرکت دوست بازخریداری گردد (Okanigbuan Jnr, op. cit.: 57) که در این مورد ممکن است یک «قرارداد فروش و اجاره‌نامه بازگشتی»^۳ بین طرفین منعقد گردد یا دارایی‌های شرکت هدف با یک سرمایه‌گذارانه جایگزین گردد.

علی‌ایحال اگرچه دفاع گوهر تاج پاسخی استراتژیک و سریع به تصاحب خصمانه قریب‌الوقوع است و می‌تواند مانع از انجام این پیشنهاد شود، اما با خطراتی نیز همراه است. (Samim & Yang, op. cit.: 22) در مرحله اول، شرکت هدف با فروش دارایی‌های ارزشمند خود، ممکن است مقادیر

³ A Sale and Lease-back Agreement

¹ the Listing Rules

² Crown Jewel



شرکت هدف برای دوره‌ای معین خودداری نماید. در این وضعیت، شرکت هدف مجبور می‌شود که برای رفع خطر تصاحب با اختصاص صرف قیمت بسیار بالایی موسوم به Greenmail، سهام قبلی خود را که در مالکیت شرکت تصاحب‌کننده بوده، باز خرید کند و با توسل به این اقدام، فرآیند تصاحب منتفی گردد. لذا دفاع گرینمیل یک دفاع مؤثر در برابر پیشنهاددهندگان علاقه‌مند به دستیابی به سود کوتاه‌مدت است. چون پیشنهاددهندگان یادشده به دلیل صرف قیمت بالایی که توسط شرکت هدف برای سهام پرداخت می‌شود، وادار خواهند شد تا سهام خود را واگذار نمایند. لیکن به نظر می‌رسد این استراتژی در برابر پیشنهاددهندگانی که مقاصد دیگری همچون انحصار در بازار و اهداف بلند مدت دارند، چندان مؤثر نمی‌باشد.

نقطه ضعف دفاع مزبور این است که ممکن است مشکلات نمایندگی^۳ به وجود آورد. (Shah, op. cit.: 14) با این استدلال که بنا بر اصل اساسی، مدیران به عنوان نمایندگان سهامداران عمل کرده و در راستای هدف شرکت، می‌بایست اقداماتی را انجام دهند که هدف آن‌ها افزایش سود سهامداران باشد. لیکن چون استفاده از دفاع گرینمیل به نفع مدیران است، آن‌ها می‌توانند به نفع خود اقدام کرده و مانع تصاحب گردند و در نتیجه موجب حفظ موقعیت شغلی خود شوند که از این نظریه به عنوان «استقرار مدیریت»^۴ یاد می‌شود.

نکته آخر اینکه چون در این شیوه، صرف قیمت سهام به طور قابل ملاحظه‌ای از قیمت فعلی بازار بیشتر می‌گردد، بازخریدهای شرکت هدف ممکن است به نفع سهامدارانی نباشد که قادر به پرداخت قیمت بیشتر (صرف قیمت) برای سهام نیستند و این امر منجر به رفتار ناعادلانه می‌شود. (Hanly, 1992: 895)

درحقوق شرکت‌های سهامی ایران به تصریح ماده ۱۹۸ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت

اشاره بدین نکته است که با او بسان امین رفتار خواهد شد و از این جهت در حکم وکیل است و از آن نباید نتیجه گرفت که مدیر شرکت وکیل شرکا است، به ویژه که آثار اعمال مدیر به طور مستقیم عاید شخص حقوقی می‌شود نه آنان» (کاتوزیان، ۱۳۹۲: ۶۷-۶۸). بنابراین نتیجه‌ای که حاصل می‌شود این است که مدیر شرکت امین شرکت است و باید در اداره امور شرکت امانت را رعایت کند.

۳،۳،۲ توافق صرف قیمت بسیار بالا و توافق تعلیق تلاش برای تصاحب^۱

در این تاکتیک دفاعی که طبق قاعده ۲۱،۱ قانون تصاحب نیاز به تأیید قبلی سهامداران دارد، به منظور جلوگیری از به دست آوردن درصد عمده سهام شرکت هدف توسط شرکت‌های پیشنهاددهنده (تصاحب‌کننده بالقوه)، شرکت هدف تعدادی از سهام خود را معمولاً با صرف قیمتی سهام (بیشتر از قیمت فعلی بازار) از سهامداران خود خریداری می‌کند. به بیان دیگر، این دفاع نوعی بازخرید شرکت هدف^۲ است تا پیشنهاد تصاحب را ناکام بگذارد. (Puziak & Martyniuk, 2012: 63) این دفاع معمولاً با یک توافق تعلیق تلاش برای تصاحب موسوم به Standstill، همراه می‌شود که در آن سهامداران شرکت هدف که در حال حاضر پیشنهاددهنده نیز یکی از آن‌هاست، موافقت می‌کنند که هیچ سهمی در شرکت را برای مدت معینی بازخرید نکنند؛ (Okanigbuan Jnr, op. cit.: 57) چون اگر چنین توافقی صورت نگیرد، خرید و فروش‌های مذکور سهام هیچ‌گونه تأثیر مثبتی برای عدم تصاحب شرکت هدف نخواهد داشت و به احتمال زیاد پیشنهاددهنده مجدداً پیشنهاد تصاحب خود را ارائه می‌دهد.

برای توضیح بیشتر باید گفت، توافق تعلیق تلاش برای تصاحب، توافقی بین شرکت پیشنهاددهنده تصاحب و شرکت هدف است که طی آن شرکت تصاحب‌کننده بالقوه قبول می‌کند تا از خرید سهام

³ Agency Problems

⁴ Management Entrenchment

¹ Greenmail and Standstill Agreement

² Target Repurchase

به موجب ماده ۲۷۸ ل.ا.ق.ت. با رعایت شرایطی امکان تبدیل شرکت سهامی خاص به سهامی عام را پیش‌بینی کرده است. که با توجه به عدم وجود ویژگی خاص در این تبدیل، امکان تبدیل شرکت‌ها در حالت‌های دیگر نیز پذیرفته شده است. ماده ۵ ل.ا.ق.ت. نیز تبدیل شرکت سهامی به انواع دیگر شرکت را برای جلوگیری از انحلال شرکت مجاز اعلام کرده است. بنابراین امکان بکارگیری این دفاع در حقوق ایران با ممنوعیتی مواجه نیست؛ لیکن محدودیت‌هایی در این زمینه متصور است. به عنوان مثال، برای تبدیل شرکت سهامی به شرکت‌های تضامنی و نسبی، توافق کلیه سهامداران لازم است؛ زیرا به موجب ماده ۹۴ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت هیچ اکثریتی نمی‌تواند بر تعهد صاحبان سهام بیفزاید. دیگر اینکه برای تبدیل شرکت سهامی به یکی از شرکت‌های یادشده، تصمیم‌گیری مجمع عمومی فوق‌العاده ضرورت دارد؛ زیرا تنها مرجع تصمیم‌گیری قانونی در این زمینه بوده و براساس ماده ۸۳ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت، تغییر در مواد اساسنامه شرکت‌های سهامی فقط در صلاحیت این مجمع است.

۳،۳،۴ انحلال تدافعی^۱

انحلال نیز به عنوان آخرین راه‌حل در شرایط تصاحب قریب‌الوقوع مورد استفاده قرار می‌گیرد و موجب انحلال شرکت هدف و نقد شدن دارایی‌های آن می‌گردد. البته شایان ذکر است، انحلال شرکت هدف صرفاً در شرایطی معقول به نظر می‌رسد که حق انحلال پرداخت‌شده بیشتر از صرف قیمتی است که پیشنهاددهنده (تصاحب‌کننده بالقوه) در پیشنهاد تصاحب خود، ارائه نموده است.

با عنایت به ماده ۱۹۹ ل.ا.ق.ت، امکان اتخاذ این تدبیر در حقوق ایران میسر بوده؛ لیکن در حدود اختیارات مجمع عمومی فوق‌العاده صاحبان سهام است.

مصوب ۱۳۴۷، «خرید سهام شرکت توسط همان شرکت ممنوع است»؛ ولی این در حالی است که با تصویب قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور مصوب اول اردیبهشت ماه ۱۳۹۴، این ممنوعیت کلی برداشته شده و در مواردی مجوز خرید سهام شرکت سهامی توسط همان شرکت اعطا گردیده است. بر این اساس و به موجب بند (ب) ماده ۲۸ مزبور، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و بازارهای خارج از بورس بر اساس میزان سهام شناور خود در هر یک از بازارهای مذکور و بر اساس مقرراتی که با پیشنهاد سازمان بورس و اوراق بهادار به تصویب شورای عالی بورس و اوراق بهادار می‌رسد، می‌توانند تا سقف ده درصد (۱۰٪) از سهام خود را خریداری و تحت عنوان سهام خزانه در شرکت نگهداری کنند. مادامی که این سهام در اختیار شرکت است فاقد حق رأی می‌باشد.

لذا به نظر می‌رسد هیأت‌مدیره می‌تواند تا سقف ده درصدی آستانه یادشده به این دفاع متوسل شود؛ هر چند این نکته نیز محلّ تأمل است که آیا با خرید صرفاً ده درصد از سهام شرکت توسط خود آن، امکان جلوگیری از وقوع تصاحب توسط سرمایه‌گذار متخاصم میسر می‌گردد یا خیر.

۳،۳،۳ تبدیل شرکت

این استراتژی شامل تبدیل یک شرکت سهامی عام به شرکتی دیگر است تا امکان معامله سهام آن در بازار اوراق بهادار و در نتیجه تصاحب آن میسر نباشد. در خصوص این دفاع باید گفت که معمولاً بسیار موفقیت‌آمیز است؛ چون مدیران می‌توانند موقعیت فعلی خود در شرکت را حفظ کرده و سهامداران نیز از صرف قیمت دریافتی، سود ببرند. با این حال، برای اجتناب از رفتار ناعادلانه و شکایت سهامداران خاص، صرف قیمتی پرداخت‌شده می‌بایست به میزان قابل توجهی، فراتر از قیمت فعلی بازار باشد. (Tachmatzidi, op. cit.: 109)

¹ Defensive Liquidation



۳،۴ دادخواهی^۱

دادخواهی یکی دیگر از تدابیر دفاعی نامیدکننده است که در صورت اخذ موافقت قبلی سهامداران شرکت، هیأت‌مدیره می‌تواند از آن استفاده کند و هدف آن صرفاً ایجاد مانع یا جلوگیری کامل از پیشنهاد تصاحب خصمانه است. این دفاع شامل اقدامات متعددی از قبیل «دستورات منع تعقیب»^۲، «دستورات قانونی»^۳، «دعای ضد تراست»^۴ یا «ثبت دعوی حقوقی»^۵ می‌گردد. (Samim & Yang, op. cit.: 22) بدین توضیح که همزمان با تلاش پیشنهاددهنده متخاصم برای اثبات قانونی بودن تصاحب مورد نظر، هیأت‌مدیره شرکت هدف با ایجاد هزینه‌هایی همچون بروکراسی دادگاه و تأخیر در پذیره‌نویسی و... از زمان استفاده می‌کند تا دفاع دیگری را اتخاذ کرده و مانع از به سرانجام رسیدن پیشنهاد تصاحب شود. به طور خلاصه، دادخواهی می‌تواند به تنهایی به عنوان یک دفاع در مقابل تصاحب عمل کرده و پیشنهاد تصاحب را ناکام بگذارد یا حداقل روند آن را به تأخیر انداخته و به هیأت‌مدیره زمان کافی برای بکارگیری تاکتیک‌های دفاعی دیگر را بدهد. (Kershaw, 2007: 279)

هیأت‌مدیره همچنین می‌تواند با پیشنهاددهنده مذاکره کرده و توافق نمایند که شرکت هدف مراحل دادخواهی را متوقف نموده و در مقابل، پیشنهاددهنده صرف قیمت بالاتری برای تصاحب به سهامداران پرداخت نماید. علاوه بر این، طرح شکایت علیه پیشنهاددهنده ممکن است منجر به تقویت نظر مخالف سهامداران نسبت به پذیرش پیشنهاد تصاحب گردد، زیرا آن‌ها ممکن است تصور کنند که سرمایه‌گذار متخاصم انگیزه‌های دیگری غیر از انگیزه‌های ظاهری‌شان داشته و به عنوان مثال، تنها به دستیابی به دارایی‌های شرکت هدف علاقه‌مند است. (Tachmatzidi, op. cit.: 110-111)

برای توضیح بیشتر باید گفت بنا بر تعریفی که وزارت تجارت و صنعت انگلستان یا به اختصار DTI ارائه می‌دهد، دعای تاکتیکی اقدامات حقوقی است که توسط طرفین با هدف ناکام گذاشتن یا ممانعت از پیشنهاد تصاحب یا دفاع در برابر پیشنهاد انجام می‌شود.^۶ با این حال، دامنه این سازوکار دفاعی محدود است. چون از دو منظر متفاوت می‌توان دادخواهی را مورد بررسی قرار داد؛ یعنی در حیطه قاعده ۲۱،۱ قانون تصاحب و خارج از آن (Ogowewo, 2007: 589-619)؛ مبنی بر اینکه آیا دعای حقوقی می‌بایست نامیدکننده تلقی گردند یا خیر. در پاسخ باید گفت، اگر هیأت‌مدیره شرکت هدف شروع به دادخواهی نموده و بر اثر آن، سهامداران شرکت متبوعشان از پیشنهاد تصاحب ناامید شوند، دعای مزبور مشمول قاعده ۲۱،۱ می‌گردند. از سوی دیگر، اگر این اقدامات قبلاً مورد تأیید سهامداران هدف قرار گرفته باشند، دعای تاکتیکی شامل قاعده ۲۱،۱ نخواهند شد.

در خصوص اثربخشی سازوکار یادشده نیز باید افزود، این تدبیر ممکن است موجب حداکثر شدن سود سهامداران شرکت هدف گردد؛ زیرا دعای قضایی باعث تأخیر در فرآیند تصاحب شده و احتمالاً پیشنهادات دیگری که ممکن است برای شرکت هدف سودآورتر باشد، مطرح می‌گردد. هر چند یکی از معایب دعای حقوقی این است که کارایی آن در قبال پیشنهاددهندگانی که به دنبال سرمایه‌گذاری بلندمدت می‌باشند، ثابت نشده است. (Samim & Yang, op. cit.: 22) همچنین این یک اصل ثابت است که دادگاه‌ها در طول پیشنهاد تصاحب، تصمیمات هیأت‌مدیره را مورد بررسی دقیق قرار نمی‌دهند و مداخله آن‌ها فقط پس از پایان روند خواهد بود. علاوه بر این، به

⁶ United Kingdom's Department of Trade and Industry

⁷ Department of Trade and Industry, Company Law Implementation of the European Directive on Takeover Bids, A Consultative Document, Jan 2005.

¹ Litigation

² Restraining Orders

³ Legal Injunctions

⁴ Antitrust Litigations

⁵ Filing a law suit

نسبت به اتخاذ این رویکرد اقدام نماید و در این رابطه، مانع قانونی به دست نیامد.

۴ نتیجه‌گیری

در حقوق ایران بر خلاف حقوق انگلیس اکثریت دفاع‌های پیش از پیشنهاد را نمی‌توان بکارگیری کرد! این نشان از آن دارد که در حقوق ایران، هیأت‌مدیره شرکت‌های هدف به نمایندگی از سهامداران، توانایی چندانی برای پیشگیری از وقوع تصاحب قبل از اطلاع از آن ندارند. همچنین بر خلاف حقوق انگلیس اکثر دفاع‌های پس از پیشنهاد را می‌توان بکارگیری کرد. هر چند امکان توسل هیأت‌مدیره به انواع سازوکارهای تدافعی می‌تواند وجه مثبت حقوق ایران با رویکرد سهامدارمحور باشد.

لذا با عنایت به قوانین حقوقی متمایز، لزوماً امکان بکارگیری تدابیر دفاعی ارائه شده در حقوق انگلیس در حقوق ایران میسر نمی‌باشد. مضافاً با توجه به خلا قانونگذاری صریح و مبسوط در حقوق ایران در رابطه با نهاد تصاحب، اولاً لزوم و نیاز به تدوین قوانین و مقررات مختص نهاد تصاحب (مستقل از ادغام) در حقوق کشورمان احساس می‌گردد. ثانیاً در زمان فرآیند تصاحب خصمانه و بکارگیری سازوکارهای دفاعی در مقابل آن، سهامداران شرکت‌های ایرانی (به طور ویژه شرکت‌های سهامی عام) نیازمند حمایت‌های صریح‌تر قانونگذار در برابر تصمیمات هیأت‌مدیره می‌باشند تا سودجویی یا بلندپروازی‌های مدیران شرکت‌ها در فرآیند تصاحب موجب افت ارزش سهام یا تضییع سایر حقوق سهامداران شرکت تصاحب‌کننده یا شرکت هدف نگردد.

یکی از نویسندگان استدلال می‌کند که تاکتیک‌هایی مانند قرص‌های سمی، هیأت‌مدیره تناوبی، گوهر تاج و چتر نجات طلایی از «فرضیه تقویت مدیریت» پشتیبانی می‌کنند؛ در حالی که سازوکارهایی نظیر بهبود سودآوری، بازخريد سهام، دادخواهی و غیره نسبت به «فرضیه منفعت

موجب بند ۹۶۱ قانون شرکت‌های سال ۲۰۰۶، هیأت‌مدیره از مسئولیت ناشی از انجام وظایف خود معاف است، مگر اینکه با سوء رفتار عمل کرده باشد. (Seretakis, op. cit.: 15)

مطابق اصل ۴۰ قانون اساسی و مبتنی بر نظریه سوء استفاده از حق، هیچ کس نمی‌تواند اعمال حق خود را وسیله اضرار دیگری قرار دهد. لذا در صورتی که هیأت‌مدیره ادله موجه قانونی برای طرح دعوا نداشته باشد، مستند به ماده ۱۰۹ قانون آئین دادرسی مدنی و تبصره آن، هیأت‌مدیره محکوم به تأدیه خسارات ناشی از هزینه دادرسی و حق‌الوکاله به نفع خواننده شده و علاوه بر آن، چنانچه بر دادگاه محرز شود که منظور از اقامه دعوا تأخیر در انجام تعهد یا ایذاء طرف یا غرض‌ورزی بوده، دادگاه مکلف است در ضمن صدور حکم یا قرار، خواهان را به تأدیه سه برابر هزینه دادرسی به نفع دولت محکوم نماید.

۳/۵ دفاع پکمن^۱ (نابود کن تا نابود نشوی!)

در این دفاع، شرکت هدف در مقابل اقدام به تصاحب شدن توسط پیشنهاددهنده، سعی در معکوس نمودن شرایط و مبادرت به اقدامات لازم برای تصاحب شرکت مزبور می‌نماید تا اقدام پیشنهاددهنده برای تصاحب خویش را خنثی نماید. (Puziak & Martyniuk, op. cit.: 68) وجه تسمیه این تدبیر به یک بازی ویدیویی به نام Pac-Man اشاره دارد که در آن قهرمان داستان ابتدا توسط یک شیخ در مارپیچ تعقیب می‌شود. با این حال، وی پس از خوردن یک نقطه^۲، قادر به تعقیب و نابود کردن اشباح می‌گردد.

در حقوق شرکت‌های سهامی ایران هیأت‌مدیره هدف می‌تواند با جلب نظر مجمع عمومی سهامداران و در صورت وجود شرایط و امکانات تأمین مالی فرآیند تصاحب پیشنهاددهنده متخاصم و...

² Power Pellet

¹ Pac-Man



راهگشا می‌باشد و بسته به شرایط خاص هر شرکت ممکن است برخی از آن‌ها نیز موجب ایراد خسارت به شرکت هدف گردند.

در پایان لازم به ذکر است، متخصصین تدابیر دیگری همچون بندر امن^۱، پست سفید^۲، سهام خزانه^۳، مقررات حبس یا قفل^۴، دفاع نانسی ریگان^۵ یا صرفاً بگو خیر!^۶، لابی‌گری^۷ و... را برای دفاع در مقابل تصاحب خصمانه ذکر کرده‌اند که از حوصله این تحقیق خارج بوده یا بار حقوقی چندانی برای طرح ندارند.

سهمداران» مطلوب‌تر است. (DePamphilis,) 119 (2017) مضافاً به نظر می‌رسد ترکیبی از تدابیر هیأت‌مدیره تناوبی و قرص‌های سمی به عنوان یکی از قوی‌ترین تاکتیک‌های دفاعی باشد؛ چون اختیارات زیادی را برای مدیریت یک پیشنهاد تصاحب به مدیران شرکت هدف ارائه می‌دهد. (Bebchuk, et al., 2002: 887-951)

علی‌اچال اگر چه هر تاکتیک دفاعی زمان لازم برای بکارگیری استراتژی‌های دیگر تدافعی را فراهم می‌کند؛ لیکن نمی‌توان گفت که هر اقدام دفاعی کاملاً در برابر جلوگیری از تصاحب شرکت هدف،



⁵ Nancy Reagan Defense

⁶ Just Say No!

⁷ Lobbying

¹ Safe harbor

² whitemail

³ Treasury Stock

⁴ Lock-up provision

منابع

- [A Dictionary of Law \(2002\), 5th Edition, Oxford University Press, Elizabeth A. Martin \(Editor\).](#)
- Bebchuk, Lucian Arye, John C. Coates, and Guhan Subramanian (2002), "The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy", *Stanford Law Review*, Vol. 54, pp. 887-951.
- Black's Law Dictionary (1999), 7th Edition, Bryan A. Garner (Editor in Chief), WEST GROUP.
- Cain, Matthew D., Stephen B. McKeon, and Steven Davidoff Solomon (2017), "Do takeover laws matter? Evidence from five decades of hostile takeovers", *Journal of Financial Economics*, Vol. 124.
- Clarke, Blanaid (2004), "Regulating Poison Pill Devices", *Journal of Corporate Law Studies*, Vol. 4.
- Damarchili, Mohammad; Hatami, Ali & Mohsen Karai (2018), *Commercial Law in the Current Legal System*, Tehran: [Ava's book](#) (Ketabe Ava). **[In Persian]**
- DePamphilis, Donald (2017), *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, Elsevier Academic Press, 9th Edition.
- Department of Trade and Industry (2005), *Company Law Implementation of the European Directive on Takeover Bids, A Consultative Document*.
- Dey, Joy (2009), "[Efficiency of Takeover Defence Regulations: A Critical Analysis of the Takeover Defence Regimes in Delaware and the UK](#)", Campus Law Center.
- Eskini, Rabia (2019), *Commercial law trading corporations*, Tehran: The Center for Studying and Compling University Books in Humanitics (SAMT). **[In Persian]**
- Hanly, Ken (1992), "Hostile Takeovers and Methods of Defense: A Stakeholder Analysis", *Journal of Business Ethics*, Vol. 11.
- Hassanzadeh, Mohammad Mehdi (2011), "[The Effects of Active Trust in the Transactions of Managers of Companies](#)", *Journal of Kanon*, Vol. 123. **[In Persian]**
- Issaei Tafreshi, Mohammad (2016), *Analytical Studies on Company Law (Vol. 2: Public and Private Companies)*, Tehran: Tarbiat Modares University Press. **[In Persian]**
- Katouzian, Nasser (2013), *Iranian civil law: general principles of contracts (Vol. 2)*, Tehran: Sherkate Sahami Enteshar. **[In Persian]**
- Kershaw, David (2007), "The illusion of importance: reconsidering the UK's takeover defence prohibition", *International & comparative law quarterly*, Vol. 56.
- Koppes, Richard H., Lyle G. Ganske, and Charles T. Haag (1999), "Corporate



- Governance Out of Focus: The Debate Over Classified Boards”, [The business lawyer](#), Vol. 54.
- Liberto, Daniel (2021), “[Killer Bees Definition](#)”, Investopedia, Accessed August 22.
- Morck, Randall (1987), Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers, NBER Working Paper No. w2295.
- Mucciarelli, Federico M. (2006), “White Knights and Black Knights: Does the Search for Competitive Bids Always Benefit the Shareholders of ‘Target’ Companies?”, [European Company and Financial Law Review](#), Vol. 3.
- Ogowewo, Tunde (2007), “Tactical Litigation in Hostile Takeover Bids”, *Journal of Business Law*, pp. 589-619.
- Okanigbuan Jnr, Francis (2020), *Corporate Takeover Law and Management Discipline*, Routledge, Taylor & Francis Group.
- Pasban, M. R., & Beheshti, S. (2019), Non-voting shares and the terms of divestiture and limitation of right to vote (Comparative study in Iran and English Law), *Legal Research Quarterly*, Vol. 22, [Issue 86, Serial Number 86](#), pp. 99-118. **[In Persian]**
- Payne, Jennifer (2002), *Takeovers In English And Germany Law*, 1st Edition, Hart Publishing.
- Puziak, Marcin, and Maciej Martyniuk (2012), “Defensive strategies against hostile takeovers: The analysis of selected case studies”, *Journal of International Studies*, Vol. 5.
- Riyaz, Jeezan (2020), “Anti-Takeover Provisions and Failed Acquisitions”, *International Journal of Law Management & Humanities*, Vol. 3.
- Ruback, Richard S. (1987), “An Overview of Takeover Defenses”, University of Chicago Press.
- Samim, Zarin, and Erik Yang (2011), “Mergers & Acquisitions: Hostile takeovers and defense strategies against them”, Bachelor thesis, University of Gothenburg.
- Seretakis, Alexandros L. (2013), “Hostile Takeovers and Defensive Mechanisms in the United Kingdom and the United States: A Case Against the United States Regime”, *The Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal*, Vol. 8, No. 2.
- Shah, Chirag (1996), “A Review of Defensive Strategies Used in Hostile Takeovers”, Honors Theses.
- Shearman and Sterling LLP. (2022), “Public mergers and acquisitions in the UK. (England and Wales): overview”, *Practical Law*, <https://content.next.westlaw.com/>, Accessed January 05.
- Stokka, Simon H. (2013), “Defense Tactics in Hostile Takeovers – An Analysis

of the Rules Imposed on the Pursued Target”, Southampton Student Law Review, Article 1.

Tachmatzidi, Isidora (2018), [“Takeover Defences in the United Kingdom”](#), [International Journal of Economics](#)

and Business Administration, Vol. 6, p. 106.

Yousefzadeh, Samad (2019), Investment Law: Acquisition (A Study Under Iran and UK Legal Systems with Economic Analysis Approach), Tehran: Ganje Danesh. **[In Persian]**



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی