

# نقب زنی: چگونه سهام داران عمده از دارایی شرکتها سوءاستفاده می کنند؟

این نوشتار ترجمه مقاله با مشخصات زیر است:

Simon Johnson, Rafael La Porta, Florencio Lopez-DE-Silanes, and Andrei Shleifer (2000), "Tunneling", *American Economic Review Papers and Proceedings*, 90 (2): 22–27.

کد موضوعی: ۳۲۰

شماره مسلسل: ۱۲۱۱۶

دفتر: مطالعات محیط کسب و کار

آذرماه ۱۳۹۰

## به نام خدا

### فهرست مطالب

۱.....	چکیده.....
۲.....	مقدمه مترجمان.....
۳.....	متن مقاله.....
۵.....	۱. چگونه دادگاه‌ها امکان نقب‌زنی را فراهم می‌آورند؟.....
۱۱.....	۲. پرونده‌هایی در مورد نقب‌زنی.....
۱۶.....	نتیجه‌گیری.....
۱۹.....	منابع و مآخذ.....



## نقب‌زنی: چگونه سهام‌داران عمده از دارایی شرکت‌ها سوءاستفاده می‌کنند؟

### چکیده

در این مقاله تلاش شده است پدیده «نقب‌زنی» (Tunneling) تبیین و تحلیل شود. از این اصطلاح برای توضیح پدیده انتقال دارایی‌ها و سود بنگاه‌ها به خارج از بنگاه و به نفع افرادی که بنگاه را در کنترل دارند استفاده می‌شود. نقب‌زنی به دو شکل صورت می‌گیرد: نخست، سهام‌داران عمده، از طریق معاملات صوری، منابع و دارایی‌های شرکت را به بیرون منتقل می‌کنند و دوم سهام‌داران عمده سهم خود را در شرکت بدون انتقال هرگونه دارایی افزایش می‌دهند. در هر دو حالت، نتیجه حاصله انتقال دارایی‌های شرکت به این دسته از سهام‌داران است. در ادامه مقاله دو اصل مورد استفاده دادگاه‌ها در این زمینه توضیح داده شده است که عبارتند از: اصول وظیفه سرپرستی (مسئولیت‌ها یا وظایف مدیران شرکت‌ها) و وظیفه وفاداری (یا امین و معتمد بودن به‌ویژه در وضعیت تعارض منافع). در ادامه مقاله، نمونه‌هایی از پرونده‌های مشهور در مورد نقب‌زنی ارائه شده و از این طریق رویه قضایی رایج در ارتباط با این پدیده تحلیل شده است. در پایان نوشتار به‌عنوان نتیجه نکاتی به این شرح قید شده است: نخست، در همه کشورها، کم‌وبیش پدیده نقب‌زنی قابل مشاهده است؛ دوم، اغلب، این پدیده در ظاهری قانونی صورت می‌گیرد؛ سوم این ظاهر قانونی

خود در قالب‌های متنوع، از جمله مصادره فرصت‌های حقوقی از یک بنگاه توسط سهام‌دار عمده یا انتقال دارایی‌ها از یک بنگاه به سهام‌دار عمده با قیمت‌های زیر قیمت بازار صورت می‌گیرد؛ و چهارم تفاوت‌هایی بین کشورهای دارای نظام حقوقی، «حقوق عرفی» و کشورهای واجد نظام حقوقی، «حقوق نوشته» در زمینه چگونگی مواجهه با پرونده‌های مربوط به نقب‌زنی قابل مشاهده است.

### مقدمه مترجمان

اصطلاح نقب‌زنی، برای معرفی نوع مشخصی از کلاهبرداری مالی رایج شده است. نقب‌زنی نخستین بار در جمهوری چک و در نیمه اول دهه ۱۹۹۰ زمانی به کار رفت که چندین بانک و کارخانه بزرگ خصوصی‌سازی شده، به ناگهان ورشکست شدند. تحقیقات نشان داد که مدیران این بنگاه‌ها، دارایی‌ها و مستغلات شرکت را به طرز حساب‌شده‌ای به کسب‌وکارهای شخصی خود انتقال داده‌اند. این اصطلاح به‌خصوص پس از بحران مالی شرق آسیا در اواخر دهه ۱۹۹۰ وارد ادبیات اقتصادی شد. هر زمان که حقوق کنترل بنگاه در اختیار عده‌ای معدود از سهام‌داران عمده قرار می‌گیرد آنها انگیزه پیدا می‌کنند تا رانت‌هایی را به زیان سایر سهام‌داران به چنگ آورند. به‌طور مثال هنگامی که گروهی از سهام‌داران اصلی یا مدیریت یک شرکت سهامی تصمیم می‌گیرند دارایی‌های شرکت را با قیمت‌های بسیار پایین به یک شرکت دیگر بفروشند پدیده‌ای با عنوان «نقب‌زنی» شکل می‌گیرد. درواقع سهام‌داران اصلی یا مدیریت، مالک شرکت دوم بوده و از چنین معامله‌ای سود می‌برند. نقب‌زنی با دزدی



آشکار تفاوت دارد؛ چرا که کسانی که در نقب‌زنی دخالت دارند معمولاً همه رویه‌های قانونی مربوط را رعایت می‌کنند. درحالی که همگان توافق دارند نقب‌زنی عمل غیراخلاقی است، مجازات‌های نقب‌زنی در کشورهای مختلف بسیار متفاوت است. این مقاله کوتاه که توسط چهار پژوهشگر سرشناس در رشته‌های مدیریت، علوم سیاسی و اقتصاد نوشته شده است و از نخستین پژوهش‌های کاربردی در این زمینه به‌شمار می‌رود.

### متن مقاله

بحران مالی گسترده‌ای که در سال‌های ۱۹۹۷-۱۹۹۸ بازارهای نوظهور را دربرگرفت نمونه‌هایی بسیار از چپاول و تاراج بنگاه‌های اقتصادی توسط سهام‌داران کنترل‌کننده (که دارای آرای اکثریت هستند) ارائه می‌دهد. در آن هنگام دارایی‌های بنگاه‌ها به بیرون انتقال می‌یافتند، سودها برای اینکه به‌دست طلبکاران نیافتند به جیب زده می‌شد و بنگاه‌های مشکل‌دار در گروه صنعتی، با استفاده از وثیقه‌های وام توسط سایر بنگاه‌های عضو گروه (به ثبت رسیده در بورس) سرپا نگه داشته می‌شدند. جانسن و همکاران (۲۰۰۱) نشان دادند در کشورهایی که نظام حقوقی توانسته است جلوی چنین چپاول‌ها و غارتگری‌هایی را بگیرد، عملاً بحران‌های مالی ملایم‌تری در بین سال‌های ۱۹۹۷-۱۹۹۸ رخ داده است. در این مقاله، از اصطلاح «نقب‌زنی»<sup>۱</sup> استفاده می‌کنیم که

۱. «Tunneling»؛ واژه هم‌ردیف واژه مذکور، «Stripping of Assets» به معنای مفت خریدن و به یغما بردن

ابتدا برای توصیف خلع ید و تصرف دارایی سهام‌داران اقلیت در جمهوری چک وضع شد (به معنای جابجا کردن دارایی‌ها از طریق به اصطلاح «نقب» یا تونل زیرزمینی که از نظرها پنهان است) این اصطلاح برای توضیح پدیده انتقال دارایی‌ها و سودها به خارج از بنگاه به نفع کسانی که بنگاه را تحت کنترل دارند به کار برده می‌شود.

در این مقاله، چندین پرسش درباره نقب‌زنی مطرح می‌کنیم. آیا نقب‌زنی فقط در بازارهای نوظهور، که اجرای قانون معمولاً ضعیف است رخ می‌دهد، یا اینکه در کشورهای توسعه‌یافته نیز اتفاق می‌افتد؟ آیا امکان نقب‌زنی یک شرکت به شکل قانونی وجود دارد؟ نقب‌زنی قانونی به چه شیوه‌هایی انجام می‌شود؟ سرانجام، در کشورهایی که قوانین به نحو مناسب به اجرا درمی‌آید چگونه قانون با نقب‌زنی کنار می‌آید و سازگار می‌شود؟

این پرسش‌ها که بر پژوهش اخیر ما تأثیر گذاشت نشان می‌دهد حمایت قانونی از سهام‌داران اقلیت و طلبکاران، عاملی بسیار تعیین‌کننده در توسعه مالی کشورهای مورد بررسی بوده است (لاپورتا و همکاران، ۱۹۹۷). پژوهش ما همچنین نشان می‌دهد قانون شرکت‌ها در کشورهای با حقوق‌نوشته، خصوصاً کشورهای فرانسوی‌زبان، نسبت به کشورهای با حقوق عرفی، از سهام‌داران اقلیت حمایت کمتری کرده است (لاپورتا و همکاران، ۱۹۹۸). در این مقاله، مشخصاً بر چگونگی برخورد حقوقی با سهام‌داران اقلیت در نظام‌های حقوقی متفاوت در رابطه با نقب‌زنی تمرکز کرده‌ایم.

با استفاده از پرونده‌های مشهوری از کشورهای فرانسه، ایتالیا و بلژیک نشان



می‌دهیم چگونه نقب‌زنی قانونی<sup>۱</sup> در کشورهای توسعه‌یافته‌ای که دارای حقوق نوشته هستند رخ می‌دهد. مقاله بر کشورهای دارای نظام حقوق نوشته فرانسوی‌زبان تمرکز می‌کند اگرچه بررسی نمونه‌هایی از کشورهای حقوق مدنی آلمانی‌زبان، از مشکلات مشابهی حکایت دارد. در مقاله، سه تصمیم قضایی را ذکر می‌کنیم که کارشناسان حقوقی و متون درسی حقوقی، آن تصمیم‌ها را به‌عنوان نشانه‌ای از وضعیت موجود در کشورهای مربوط تلقی می‌کنند، در تصمیم‌های مذکور، دادگاه‌ها با مصادره‌هنگفت دارای سهام‌داران اقلیت موافقت کرده‌اند. دادگاه‌ها این کار را نه به‌دلیل سهل‌انگاری یا بی‌صلاحیتی، بلکه با استفاده از منطق حقوقی خاصی انجام داده‌اند. سرانجام این مقاله با تمرکز بر اقتصادهای پیشرفته نظام بازار و بر نقب‌زنی که صراحتاً به لطف دادگاه‌ها اتفاق افتاده است، نشان می‌دهد که نقب‌زنی نه فقط در بازارهای نوظهور، بلکه در کشورهایایی که قانون به‌نحو کارآمد اجرا می‌شود نیز اتفاق می‌افتد.

### ۱. چگونه دادگاه‌ها امکان نقب‌زنی را فراهم می‌آورند؟

اصطلاح «نقب‌زنی» را در اینجا به معنای بسیار مضیق آن و در اشاره به انتقال منابع به خارج از یک شرکت و به نفع سهام‌دار عمده (که معمولاً مدیران عالی را نیز شامل می‌شود) به‌کار می‌بریم. اکثر شرکت‌های سهامی عام در اروپای غربی و اروپای شرقی و آمریکای لاتین، از چنین سهام‌داران عمده و کنترل‌کننده شرکت برخوردارند (لاپورتا و همکاران، ۱۹۹۹). آن‌طور که و اصطلاح نقب‌زنی را به‌کار می‌گیریم، سایر

مسائل کارگزاری از قبیل مدیریت بی‌صلاحیت، انتصاب اقوام در پست‌های اجرایی، سرمایه‌گذاری افراطی یا ناکافی، یا مقاومت در برابر تملک‌جویی‌های<sup>۱</sup> ارزش‌افزاینده را دربر نمی‌گیرد.

نقب‌زنی به دو شکل ظاهر می‌شود: نخست، سهام‌دار عمده به قصد منتفع شدن خود، می‌تواند به آسانی و از طریق معاملات صوری<sup>۲</sup> و غیرواقعی، منابع و دارایی‌ها را از بنگاه به بیرون انتقال دهد. چنین معاملاتی شامل سرقت آشکار یا کلاهبرداری است که در همه‌جا غیرقانونی است (هرچند غالباً کشف یا مجازات نمی‌شوند)، اما همچنین فروش دارایی‌ها و قراردادهایی از قبیل موارد زیر را نیز دربرمی‌گیرد: قیمت‌گذاری انتقالی بین شرکت‌های تابعه به نفع سهام‌دار عمده، جبران هنگفت زحمات مدیران اجرایی، وثیقه‌های وام، مصادره به مطلوب فرصت‌های شرکت و غیره. دوم، سهام‌دار عمده می‌تواند سهم خود از بنگاه را بدون انتقال هرگونه دارایی افزایش دهد؛ به‌عنوان مثال از طریق انتشار محدود سهام، از میدان به در کردن اقلیت، معامله با استفاده از اطلاعات محرمانه، خریداری خزنده اموال شرکت، یا سایر معاملات مالی که علیه اقلیت‌ها به‌کار می‌رود. در این نوشتار عمدتاً بر نخستین نوع نقب‌زنی تمرکز می‌کنیم اما در انتها دومین نوع را نیز توضیح خواهیم داد.

قوانین اکثر کشورهای انواع معین نقب‌زنی را ممنوع کرده است. دادگاه‌ها با ارزیابی رفتار، معمولاً از دو اصل کلی استفاده می‌کنند که در همه نظام‌های حقوقی

۱. "Takeover" قبضه مالکیت و تصاحب هم گفته می‌شود که با هدف کنترل مدیریت یک شرکت توسط شرکت

دیگر صورت می‌گیرد. م.



اصلی مشهور است. نخست وظیفه سرپرستی [مراقبت]، که در این متن، به مسئولیت‌ها یا وظایف مدیران شرکت اشاره دارد (و در مورد سهام‌داران عمده نیز مادامی که به‌عنوان مدیر عمل می‌کنند به‌کار می‌رود). وظیفه سرپرستی، که از مفهوم رومی قیمومیت<sup>۱</sup> گرفته شده است، مستلزم وجود مدیری است که به‌عنوان شخصی معقول، دوراندیش یا عقلایی در منصب خویش رفتار می‌کند. در اکثر کشورها، دادگاه‌ها وظیفه سرپرستی را با استفاده از «قاعده دادرسی تجاری»<sup>۲</sup> پیاده می‌کنند که وقتی تعارض منافع<sup>۳</sup> وجود نداشته باشد، مدیران را بی‌گناه می‌داند، مگر اینکه خواهان، رضایت یا سهل‌انگاری مدیران را به اثبات رساند. برای مثال در ایالات متحده، دادگاه‌ها به قاعده دادرسی تجاری برای حمایت از معاملاتی متکی هستند که منفعی غیرپولی را برای درونی‌های بنگاه<sup>۴</sup> به زیان سهام‌داران بیرونی (برای مثال توسعه‌طلبی شرکت) و نیز احکام صادره درباره جبران زحمات مدیران که توسط اکثریت سهام‌داران بی‌طرف تأیید شده و همچنین اغلب توجیحات معاملات شرکت‌ها را فراهم می‌کند. پس نباید تعجبی داشته باشد که در این حوزه‌ها، سوءاستفاده از سهام‌داران اقلیت در ایالات متحده بسیار جدی تلقی می‌شود.

دومین اصل کلی، وظیفه وفاداری یا امین و معتمد بودن است که مشخصاً به وضعیت‌های با تعارض منافع مربوط می‌شود. این وظیفه مستلزم این است که

---

1. Mandatum

2. "Business Judgment rule"

3. Conflicts of interest

۴. «Insiders» به مدیران و افراد درون بنگاه اطلاق می‌شود که به اطلاعات درونی و محرمانه بنگاه دسترسی

درونی‌ها به زیان سهام‌داران، یا اگر موضوعیت دارد، به زیان شرکت سود نبرند این امر بستگی به این دارد که آنها به لحاظ قانونی به چه کسی وفادار هستند. وظیفه سرپرستی اجازه می‌دهد تا معامله‌ای که به نفع درونی‌ها و به زیان بیرونی‌هاست صورت گیرد مگر اینکه دومی بتواند نشان دهد مدیر بنگاه هدف مشروع تجاری نداشته و تنها نیت وی مصادره‌داری‌هاست. وظیفه وفاداری برعکس است و به شکل قانونی چنین رفتار خودخدمتی را منتفی دانسته یا دادگاه را به بررسی عادلانه بودن آن دعوت می‌کند.

در کشورهای دارای نظام حقوق عرفی، وظایف وفاداری و سرپرستی با معیارهای اثبات بسیار متفاوتی ارتباط پیدا می‌کنند. «در مورد وظیفه سرپرستی، باید الزام به اعمال میزان معینی سرپرستی داشته باشیم و وقتی یک مدیر از اعمال چنین سرپرستی‌ای کوتاهی کند، بابت سهل‌انگاری مقصر شناخته می‌شود؛ در صورتی که در مورد وفاداری، به صرف این واقعیت که منافع مدیر در تعارض با منافع شرکت است، مبنای مسئولیت وی را تشکیل می‌دهد و اگر در نتیجه چنین تعارضی به منافع شرکت آسیب وارد شود، مسئولیت نقض وظیفه وفاداری مطرح می‌شود...» (میتسوکو اکابوری شیویا، ۱۲۷:۱۹۷۲).

مانع بعدی برای شخص خواهان که در حالت وظیفه سرپرستی سعی دارد بر آن غلبه یابد، فقدان یک قاعده ساده (به‌عنوان مثال، بیشینه‌سازی سود) است تا رفتار مدیر «عقلایی» را توصیف کند. در ایالات متحده، دادگاه عالی دلور<sup>۱</sup> ادعا کرد مدیرانی



که در برابر یک معامله تملک‌جویی تخصصی مقاومت می‌کنند، اگر بتوانند تهدید به «شرکت» را با توجه به تأثیری که بر «... طلبکاران، مشتریان، کارمندان و احتمالاً حتی کل جامعه دارد» نشان دهند، تحت حمایت قاعده دادرسی تجاری هستند (پرونده «شرکت اونکول علیه شرکت مسا پترولیوم»)<sup>۱</sup>. در برخی کشورهای اروپایی (مانند آلمان) منافع ذینفع‌ها حتی نقش بیشتری ایفا می‌کند؛ بدین ترتیب درونی‌ها نه فقط اجازه دارند منافع ذینفع‌ها را در نظر بگیرند، بلکه باید این امر را مورد توجه قرار دهند. در واقع، در بسیاری از کشورهای اروپای قاره‌ای<sup>۲</sup>، منافع ذینفع‌ها را می‌توان حتی در موارد معاملات صوری متعارف وزن و اهمیت داد. البته، در جایی که تعارض منافع از زاویه دید ذینفع‌ها ارزیابی می‌شود، احتمال اندکی است که نفعی عاید سهام‌داران شود.

تفاوت مهم دیگر بین کشورهای دارای نظام حقوق نوشته با حقوق عرفی در این است که قانونمند کردن ظاهرسازی‌ها و معاملات صوری، مستلزم بده - بستان اساسی بین پیش‌بینی‌پذیری حقوقی از یکسو و انصاف ازسوی دیگر است. کشورهای دارای نظام حقوق نوشته بر پیش‌بینی‌پذیری قانون تأکید دارند و بر قوانین اصولی حاکم بر رفتار صوری متکی هستند. هرچند قوانین موضوعه (مصوب پارلمان) رسمی که با قطعیت قانونی سازگاری دارند درونی‌ها را دعوت را به ساختارمند کردن معاملات ناعادلانه به نحو خلاقانه می‌کنند؛ به نحوی که این دعوت

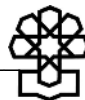
---

1. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*

۲. «Continental European Countries» به خشکی اصلی تشکیل‌دهنده قاره اروپا (منهای جزیره‌های آن، از جمله کشورهای انگلستان و ایرلند) اطلاق می‌شود. م.

صریح قانون سازگار است. برعکس، کشورهای حقوق عرفی بر مفهوم عدالت تأکید دارند و در نتیجه «... وظیفه وفاداری عمومی یک مفهوم پسماند<sup>۱</sup> است که وضعیت‌های پیش‌بینی نشده و طبقه‌بندی نشده را شامل می‌شود. این وظیفه عمومی امکان تکامل پیوسته قانون شرکت‌ها را داده و در واقع منجر به آن می‌شود» (رابرت سی کلارک، ۱۹۸۶: ۱۴۱). دقیقاً به این دلیل مفهوم وظیفه وفاداری در حقوق عرفی که مرتبط با سطح بالای اختیارات قضایی برای ارزیابی شرایط معامله و وضع قانون است، در تعارض با تأکید حقوق نوشته بر قطعیت حقوقی می‌باشد. نتیجه اینکه، هرچند دادگاه‌های نظام‌های دارای حقوق نوشته در کشورهای توسعه‌یافته می‌توانند از طریق اعمال قوانین موضوعه مانع از سرقت و تقلب آشکار شوند، به سختی قادر به توقف معاملات صوری با اهداف تجاری مشکوک هستند.

یک نمونه روشن در بی‌میلی دادگاه‌های کشورهای دارای نظام حقوق نوشته در اعمال اصل عدالت برای مدیران شرکت‌ها، مورد به ژاپن است. پس از جنگ جهانی دوم، آمریکایی‌ها مفهوم وظیفه وفاداری مدیران را به قانون شرکت‌های ژاپن وارد کردند، اما «دادگاه‌های ژاپنی با ملاحظه اینکه آیا تعارض منافع وجود داشته است یا خیر، از تلاش برای هرگونه تحلیل مفصل این مورد سر باز زدند... رویکرد قوه قضائیه ژاپن بر مبنای قانون تجارت و معاملات منصفانه بوده است، به طوری که قانون در ژاپن بسیار شکلی‌تر و انعطاف‌ناپذیرتر از هم‌تایان حقوق عرفی است» (شیزو ناکاجیما، ۱۹۹۹: ۵۱).



خلاصه بحث اینکه به دلایل زیر دادگاه‌های کشورهای دارای نظام حقوق نوشته، بیش از دادگاه‌های کشورهایی که حقوق عرفی در آنها حاکم است با نقب‌زنی کنار آمده‌اند:

۱. اعمال محدودتر و وظیفه وفاداری، عمدتاً ناظر بر معاملات بدون قصد تجاری،
۲. معیار اثبات قابل قبول در وضعیت‌های تعارض منافع،
۳. حساسیت بیشتر به منافع ذینفع‌ها و،
۴. اتکای بیشتر به قوانین مصوب تا به ملاک عدالت و انصاف برای کنترل معاملات صوری.

## ۲. پرونده‌هایی در مورد نقب‌زنی

در این بخش، چندین پرونده مشهور نقب‌زنی در کشورهای اروپای غربی را بحث می‌کنیم که معمولاً اندیشمندان حقوقی به‌عنوان دلیلی برای چگونگی تلقی دادگاه‌ها به قانون در نظر می‌گیرند.

۱. *سارل پرونت*<sup>۱</sup> (فرصت‌های شرکتی<sup>۲</sup> [دی. اشمیت، ۱۹۹۹]). سایکو<sup>۳</sup> که سهام‌دار اقلیت در سارل پرونت، شرکت فرانسوی تحت کنترل خانواده پرونت بود از مدیران خانواده پرونت شکایت کرد. خانواده پرونت، شرکت جدید SCI را تأسیس کرد که در مالکیت انحصاری اعضای خانواده بود. SCI قطعاً زمین خریداری کرده

---

1. *SARL Peronnet*

2. Corporate opportunities

3. SAICO

و وامی دریافت کرد تا یک انبار بسازد. SCI سپس انبار را به سارل پرونت اجاره داد تا کسب‌وکار خود را گسترش داده و با پول اجاره، وام بانکی را بازپرداخت کند. خواهان مدعی شد که خانواده پرونت از فرصت شرکت سارل پرونت سوءاستفاده کردند (ساختن انبار) و در نتیجه به زیان سهام‌داران اقلیت سود کردند.

دادگاه با دو دلیل علیه سایکو حکم داد؛ نخست از تصمیم پرونت برای اینکه به SCI پول بدهد تا محصولاتش را انبار کند دفاع کرد و آن را خلاف منافع اجتماعی ندانست؛ شواهد آن نیز افزایش فروش سارل پرونت طی این دوره بوده است. دوم دادگاه مدعی شد که توسعه سارل پرونت به نفع سایکو نیز بوده است. بنابراین می‌توان استدلال کرد که تصمیم به ساختن انبار از طریق SCI با هدف انحصاری نفع رساندن به سهام‌داران اکثریت (یعنی خانواده پرونت) نبوده و هدف مشروع تجاری داشته است. طبق قوانین فرانسه، دلیل اخیر برای رد ادعای سایکو کافی بود. دادگاه توجهی به این قضیه نشان نداد که آیا با تأسیس SCI، قیمت‌هایی که در ازای استفاده از انبار از سارل پرونت گرفت برای سایکو و سایر سهام‌داران اقلیت منصفانه بود یا خیر. دادگاه تفسیر بسیار خاصی از اثر معامله بر سهام‌داران اقلیت سارل پرونت کرد: به این خاطر که آنها متحمل زیان واقعی نشده بودند، قاعده دادرسی تجاری از خانواده پرونت حمایت کرد. در ایالات متحده و انگلستان، دادگاه‌ها نسبت به رفتار خانواده پرونت بسیار مطنون هستند مگر اینکه بتوان اثبات کرد که دقیقاً از معاملات رسمی و قانونی از طریق ارزشگذاری مستقل امتیاز،<sup>۱</sup> یا تأیید مدیران مستقل پیروی شده است.



۲. *مارسیلی*<sup>۱</sup> (قیمتگذاری اقلام انتقالی<sup>۲</sup> [لورنز استانگلینی، ۱۹۹۵]). *مارسیلی* سازنده ماشین‌آلات در ایتالیا است که ۵۱ درصد سهام آن تحت مالکیت سهام‌دار عمده‌ای به نام *سارسم*<sup>۳</sup> یک شرکت سوئیسی بوده و مالکیت ۴۹ درصد سهام آن، در دست دو سهام‌دار اقلیت به نام *لویگی انگیسولا* و *آلبرتو میگناتی* (خواهان‌ها)، از اعضای هیئت‌مدیره بود. *فیلیپ بونلو رئیس* و *مدیرعامل سارسم*، در ۱۹۸۲ به ریاست شرکت *مارسیلی* نیز رسید. مدتی بعد، خواهان‌ها از هیئت‌مدیره استعفا داده و از *سارسم* شکایت کردند. آنها درخواست دخالت و تحقیق دادگاه را داشتند، زیرا به دلیل فقدان دادخواهی فرعی (یا اشتقاقی)<sup>۴</sup>، پیگیری خسارات بدون رضایت *سارسم*، برای سهام‌داران اقلیت ناممکن بود. خواهان‌ها *سارسم* را به این موارد متهم کردند:

۱. ممانعت *مارسیلی* از صادرات مستقیم محصولات خود و اجبار به اینکه آنها فقط از طریق *سارسم* فروخته شوند،
۲. تعیین قیمت گران برای محصولات *مارسیلی* که دوباره فروخته می‌شد، به خطر انداختن سهم بازار *مارسیلی* و به جیب زدن سودهای کوتاه‌مدت،
۳. عرضه و فروش محصولات *مارسیلی* با نشان تجاری خود،
۴. گرانفروشی خدماتی که به *مارسیلی* عرضه می‌کرد از قبیل هزینه مشارکت در نمایشگاه‌های بین‌المللی،
۵. عدم پرداخت به موقع وجه کالاهایی که از *مارسیلی* خریداری کرد.

---

1. *Marcilli*  
2. Transfer pricing  
3. *Sarcem*  
4. Derivative Suits

دادگاه از گماردن بازرسان قضایی خودداری کرد؛ چرا که اعمال نفوذ سهامدار اکثریت را با سیاست گروه سازگار می‌دانست و بنابراین نمی‌توانست انضباط تجاری واضح و معین را نادیده بگیرد. دادگاه برای تصمیم‌گیری درباره سارسم، با دو چرخش اضافی به نفع خوانده، بر وظیفه سرپرستی تمرکز کرد. نخست، وظایف رئیس مارسیلی (بونلو) به مجموعه گروه شامل سارسم تعمیم یافت به‌جای اینکه به سهامداران مارسیلی محدود شود. دوم اینکه، چون این مسائل مربوط به امور تجاری روزمره و نه تصمیمات صریح هیئت‌مدیره بود، هیچ‌یک از قوانین دولتی حاکم بر تعارض منافع را نقض نکرده بود، چراکه این قوانین فقط برای تصمیمات نهادهای جمعی (جلسات سهامداران یا هیئت‌مدیره‌ها) به‌کار می‌رود. مجدداً، از آزمون انصاف استفاده نشد و دادگاه، نقب‌زنی از یک شرکت به سهامداران عمده آن را از طریق قیمتگذاری اقلام انتقالی، تأیید کرد.

۳. فلامبو و بارو<sup>۱</sup> (چپاول دارایی‌های بارو<sup>۲</sup> [ادی ویمیرش، ۱۹۹۳]). - بنگاه فرانسوی فلامبو سهامدار عمده در شرکت بلژیکی بارو بود. چندین سهامدار اقلیت مهم بارو (خواهان‌ها) از فلامبو شکایت کردند، با این استدلال که واقعاً دارایی‌های بارو را بالا کشیده است و تقاضای مداخله قضایی و جبران خسارت کردند. خواهان‌ها استدلال کردند که فلامبو:

۱. سعی کرد تا بارو (یعنی کل شرکت) را به‌عنوان وثیقه برای تضمین بدهی

فلامبو بسپارد،

---

1. *Flambo and Barro*

2. *The Plunder of Barro*



۲. بارو را مجبور کرد تا همه سهام جدید فلامبو در زمان افزایش سرمایه را خریداری کند،

۳. برداشت مبلغ هنگفتی از حساب‌های بارو بدون بازپرداخت آن،

۴. منحرف ساختن یک قرارداد مهم با «رنک زیراکس»<sup>۱</sup> از بارو به فلامبو،

۵. استفاده از امکانات و تسهیلات متعلق به بارو بدون پرداخت وجه آنها.

از آنجا که بلژیک هیچ قانون موضوعه‌ای درباره معاملات بین‌گروهی نداشت، دادگاه به قاعده دادرسی تجاری متکی بود و ادعا کرد رفتار فلامبو با منافع کل گروه سازگار بوده است. دادگاه خاطر نشان کرد که اصولاً نمی‌توان مادامی که خود شرکت تابع در خطر ورشکستگی نباشد، شرکت تابع را به‌خاطر حمایت از شرکت مادر سرزنش کرد. اصل انصاف درباره سهام‌داران اقلیت بارو در حکم دادگاه مورد بحث قرار نگرفت و درحالی که دادگاه، فلامبو را مجاز به ادامه انتقال منابع از بارو بدون نظارت قضایی ندانست، هیچ راه‌حلی برای مصادره گذشته یا حتی تغییر در هیئت‌مدیره بارو پیشنهاد نداد. همانند پرونده قبلی، دادگاه به‌جای توجه به شرکت تابعه، نگاه موسعی به منافع گروه داشت و بنابراین (تا حدی) در نقب‌زنی منابع به بیرون از شرکت تابع و به سمت سهام‌دار هیچ مشکل عمده‌ای نمی‌دید.

سهام‌دار عمده علاوه‌بر نقب‌زنی دارایی‌ها، سودها یا فرصت‌های شرکتی، می‌تواند از طریق معاملات مالی از قبیل تضعیف منافع سهام‌داران اقلیت به شکل محدودیت در پذیره‌نویسی به سهام جدید از آنها سوءاستفاده کند. چنین معاملاتی در

بازارهای نوظهور مثل روسیه به نسبت رایج است. در اروپای غربی، قالب‌های مصادره مالی ماهرانه‌تر و نامحسوس هستند. در مورد آلمان، یک شرکت از احترام به حق تقدم خرید سهام‌داران اقلیت خود برای انتشار سهام جدید با تهیه سرمایه نقدی امتناع ورزید. در مورد مشهور دیگری، فولکس واگن، سهام‌دار عمده آئودی (۷۵ درصد)، حق سهام یک سهام‌دار اقلیت در آئودی را به مبلغ ۱۴۵ مارک در هر سهم خرید. قیمت براساس ارزشیابی که فولکس واگن اعلام کرد تعیین شد. دو هفته بعد، فولکس واگن میزان سهم با درصد بالایی (۱۴ درصد) در آئودی را از یک بانک انگلیسی - اسرائیلی به مبلغ ۲۲۰ مارک در هر سهم خریداری کرد. دادگاه عالی آلمان از استماع شکایت سهام‌داران خرد خودداری ورزید با این استدلال که سهام‌دار اصلی هیچ وظیفه‌ای برای حسن‌نیت نشان دادن یا وفاداری به سهام‌داران اقلیت نداشته است. دادگاه همچنین توافق کرد که فولکس واگن هیچ تعهدی برای افشای مذاکرات با بانک انگلیسی - اسرائیلی ندارد، چرا که افشای این اطلاعات تأثیر منفی بر ارزشگذاری سهام فولکس واگن می‌گذارد.

### نتیجه‌گیری

در این مقاله با استفاده از پرونده‌های حقوقی، چهار گزاره را ثابت کردیم. نخست اینکه حتی در کشورهای توسعه‌یافته، نقب‌زنی - انتقال منابع حقوقی از شرکت (یا سهام‌داران اقلیت آن) به سهام‌دار عمده - ارقام هنگفتی است. دوم بیشتر نقب‌زنی‌ها شکل قانونی دارند (یعنی با قانون موضوعه و اصول



بنیادینی که قضات پیروی می‌کنند سازگاری دارند) هرچند برخی نقب‌زنی‌ها (به‌خصوص در کشورهای نوظهور) نوعی دزدی یا کلاهبرداری محسوب می‌شوند، نقب‌زنی قانونی در کشورهای توسعه‌یافته نیز رخ می‌دهد.

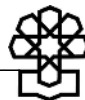
سوم اینکه چنین نقب‌زنی قانونی، انواع گوناگونی دارد مثل مصادره فرصت‌های حقوقی از یک بنگاه توسط سهام‌دار عمده، انتقال دارایی‌ها از یک بنگاه به سهام‌دار عمده با قیمت‌های زیر بازار، ضمانت وام با استفاده از دارایی‌های بنگاه به‌عنوان وثیقه و غیره. نقب‌زنی همچنین می‌تواند شکل معاملات مالی یا واقعی به‌خود بگیرد که تضعیف اقلیت‌ها، شاخص‌ترین نمونه آن است.

سرانجام، تفاوت‌های بالقوه‌ای بین کشورهای بی‌حقوق نوشته و حقوق عرفی رایج است، در چگونگی برخورد با پرونده‌های نقب‌زنی شناسایی شده است. در کشورهای واجد حقوق نوشته، مصادره سهام‌داران اقلیت توسط سهام‌دار عمده در یک معامله با هدف تجاری مشکوک و تأمل‌برانگیز، اگر سهام‌دار عمده، بنگاهی دیگر در آن گروه باشد، اغلب با وظایف مدیریت سازگار تلقی می‌شود. معاملات صوری در پرتو سازگاری با قوانین موضوعه و نه براساس منصفانه بودن آنها نسبت به اقلیت‌ها ارزیابی می‌شود. برعکس، منصفانه بودن نسبت به سهام‌داران اقلیت به‌عنوان اصل کلی که فراتر از قوانین موضوعه است، در محور تحلیل معاملات صوری توسط دادگاه‌های نظام‌های دارای حقوق عرفی است و بار اثبات در چنین مواردی به نفع سهام‌داران بیرونی است (احتمالاً دلیل اینکه گروه‌هایی با ساختار هرمی<sup>۱</sup> در ایالات

متحده و انگلستان نسبتاً نادر است این است که بیشتر معاملات درون یک گروه، از جنبه‌های انصاف مورد چالش سهام‌داران اقلیت شرکت‌های تابعه قرار گرفته و به راحتی در دادگاه‌ها استماع می‌شود).

این یافته‌ها سازگاری قابل توجهی با حجم رو به رشد پژوهش‌هایی دارند که بر این باورند کشورهای دارای نظام حقوق نوشته، از سهام‌داران اقلیت نسبت به کشورهای با حقوق عرفی حمایت کمتری می‌کنند. علاوه بر این، این یافته‌ها مجدداً حکایت دارد که این قوانین و روش‌هایی که دادگاه‌ها اعمال می‌کنند است که در برون‌دادهای واقعی، شامل دامنه نقب‌زنی، اهمیت دارد. پژوهش‌های اولیه (به‌عنوان مثال لاپورتا و همکاران، ۱۹۹۸، ۲۰۰۰؛ جانسن و شلیفر، ۱۹۹۹) بر قوانین موضوعه تمرکز کردند که تفاوت نظام‌های حقوقی را توصیف می‌کرد. به‌علاوه در اینجا دریافتیم کاربرد اصول کلی از قبیل وظیفه سرپرستی و وظیفه وفاداری توسط دادگاه‌ها بر چگونگی سازماندهی و تأمین مالی بنگاه‌ها در کشورهای مختلف تأثیر می‌گذارد.

البته می‌توان استدلال کرد که هرچند این عناصر نظام‌های حقوقی، مانع توسعه بازارهای سهام در کشورهای پیشرفته دارای حقوق نوشته شده‌اند، آنها هیچ اثر جدی بر توسعه اقتصادی نداشتند، چرا که این کشورها سازوکارهای جایگزین محدود ساختن مصادره و تأمین مالی بنگاه‌ها را یافته‌اند. این قطعاً تا حدودی درست است. اما دو نکته ارزش تأکید دارد. نخست در سال‌های اخیر، کشورهای پیشرفته دارای حقوق نوشته، تا حدودی به‌واسطه رونق فناوری و تا حدی به‌واسطه جریان منابع مالی از سرمایه‌گذاران خارجی، به تأمین مالی از بازار سهام برای بنگاه‌های



جدید از طریق اصلاحات حقوقی تشویق شده‌اند. ایجاد «نیور مارکت»<sup>۱</sup> در آلمان و «نوویو مارشه»<sup>۲</sup> در فرانسه، با حمایت بیشتر از سهام‌داران اقلیت، نشان‌دهنده این سیاست است. دوم برای کشورهای توسعه‌نیافته، شامل آنهایی که از بحران مالی آسیب دیدند، ناتوانی و ناکارایی نظام حقوقی بسیار پرهزینه است؛ دقیقاً به این دلیل که با مقادیر عظیمی نقب‌زنی سازگاری دارد. بنابراین استفاده از اصلاحات حقوقی برای کاهش نقب‌زنی، مؤلفه‌ای حیاتی در کمک به توسعه مالی و اقتصادی است.

### منابع و مأخذ

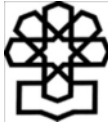
1. Clark, Robert C. *Corporate law*. Boston, MA: Little, Brown, 1986.
2. Johnson, Simon; Boone, Peter; Breach, Alasdair and Friedman, Eric. "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis." *Journal of Financial Economics*, 2000.
3. Johnson, Simon and Shleifer, Andrei. "Coase v. the Coasians." National Bureau of Economic Research (Cambridge, MA) Working Paper No. 7447, 1999.
4. La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio and Shleifer, Andrei. "Corporate Ownership Around the World." *Journal of Finance*, April 1999, 54(2).
5. La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei and Vishny, Robert W. "Legal Determinants of External Finance." *Journal of Finance*, July 1997, 52(3).
6. ----- . "Law and Finance." *Journal of Political Economy*, December 1998, 106(6).
7. ----- . "Investor Protection and Corporate Governance." *Journal of*

---

1. Neuer Market

2. Nouveau Marché

- Financial Economics*, 2000.
8. Nakajima, Chizu. *Conflicts of interest and duty: A comparative analysis in Anglo–Japanese law*. London: Kluwer, 1999.
  9. Schmidt, D. *Les conflits d'intere'ts dans la Societe' Anonyme*. Paris: Librairie Duchemin, 1999.
  10. Shibuya, Mitsuko Akabori. "Fiduciary Duty of Directors—Fairness in Regulation of Corporate Dealings with Directors." *Law in Japan: An Annual*, 1972, 5(97).
  11. Stanghellini, Lorenzo. "Corporate Governance in Italy: Strong Owners, Faithful Managers. An Assessment and Proposal for Reform." *Indiana International and Comparative Law Review*, Winter 1995, 6(1).
  12. Wymeersch, Eddy. *Groups of companies in the EEC: A survey report to the Commission on the Law Relating to Corporate Groups in Various Member States*. Berlin: Gruyter, 1993.



شماره مسلسل: ۱۲۱۱۶

مرکز پژوهش‌ها  
مجلس شورای اسلامی

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش: نقب‌زنی: چگونه سهام‌داران عمده از دارایی شرکت‌ها سوءاستفاده می‌کنند؟

نام دفتر: مطالعات محیط کسب‌وکار

مترجمان: جعفر خیرخواهان، فرزانه بحرالعلومی

ناظر علمی: سیدامیر سیاح

متقاضی: معاونت پژوهشی

ویراستار تخصصی: احمد مرکزمالمیر

سر ویراستار: حسین صدری‌نیا

واژه‌های کلیدی:

۱. نقب‌زنی

۲. حقوق و اقتصاد

۳. سهام

۴. شرکت

۵. فساد مالی

تاریخ انتشار: ۱۳۹۰/۹/۲۳