

## تحلیل عملکرد مدیران شرکت در عرصه اقدام به تصاحب شرکت دیگر

عبدالحسین شیروی\*

استاد گروه حقوق خصوصی دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه تهران (پردیس فارابی)

صمد یوسفزاده

دکتری حقوق خصوصی دانشگاه تهران (پردیس بین‌المللی کیش)

(تاریخ دریافت ۱۳۹۷/۱/۱۹ - تاریخ تصویب: ۱۳۹۷/۴/۲۱)

### چکیده

تصاحب عبارت است از به چنگ آوردن کنترل مدیریتی شرکت‌های دیگر، از طریق خرید اکثریت سهام دارای حق رأی در انتخاب مدیران، به منظور حذف مدیریت ناکارآمد. ایجاد ارزش و ازدیاد ثروت سهامداران، به عنوان دو هدف اقتصادی مهم، هدف از تصاحب شرکت دیگر است. با وجود این باید دانست که آیا در عمل، با لحاظ انگیزه‌های مدیران در اقدام به تصاحب، این استراتژی به ایجاد ارزش و ازدیاد ثروت سهامداران شرکت تصاحب‌کننده منجر می‌شود؟ فرضیه مطرح شده در این تحقیق، پاسخ منفی به پرسش مذکور، با ذکر دلایل اثباتی آن و لزوم حمایت از سهامداران شرکت‌های تصاحب‌کننده است.

### واژگان کلیدی

انگیزه تصاحب، تصاحب، تصاحب دوستانه، تصاحب خصمانه، سهام، سهامداران، شرکت تصاحب‌کننده، شرکت هدف، مدیران.

### ۱. مقدمه

با مروری بر تعریف سهام مدیریتی و سهام کنترلی در بندهای ۶ و ۷ ماده ۱ و توجه به عنوان تملک سهام یا سرمایه در ماده ۴۷ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی و اصلاحیه آن، به مقوله‌ای تحت عنوان تملک سرمایه یا سهام شرکت‌ها می‌رسیم که در منابع مربوط به سرمایه‌گذاری در مورد شرکت‌های سهامی در حوزه حقوق تجارت اعم از داخلی و بین‌الملل، حوزه حقوق رقابت و تحلیل اقتصادی حقوق، حوزه‌های دانش مالی، رشته مدیریت بازرگانی و علوم اقتصادی، از آن با عنوان تصاحب شرکت‌ها یاد می‌شود.

تصاحب<sup>۱</sup> عبارت است از خرید حداقل میزان سهام مورد نیاز برای تعیین یا ابقای اکثریت اعضای هیأت مدیره در یک شرکت، اعم از اینکه با هماهنگی و موافق با نظر مدیران (تصاحب دوستانه) یا بدون هماهنگی و برخلاف نظر مدیران از طریق فراخوان خرید (تصاحب خصمانه) یا با مراجعه حضوری به فرد به فرد سهامداران برای خرید سهام به عمل آید (تصاحب خزنده). این اقدام به قصد تغییر مدیران فعلی ناکارآمد و انتصاب مدیران جدید کارآمد صورت می‌گیرد. هرچند تصاحب شرکت‌ها از راهبردهای مهم در جهت رشد و توسعه شرکت است، نتیجه حاصل از تحلیل اطلاعات معاملات تصاحب شرکت‌ها در دوره پژوهشی سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۱، بیانگر انتقال ثروت از سهامداران شرکت تصاحب‌کننده به سهامداران شرکت هدف است (عارفی، ۱۳۸۸: ۲۲۵). در جست‌وجوی علت امر به این نکته می‌رسیم که در شرکت‌های سهامی عمومی رابطه مدیران و سهامداران به علت عدم تمرکز و پراکندگی زیاد سرمایه دارای حق رأی<sup>۲</sup>، تابع تعارض در منافع یا هزینه‌های نمایندگی است (Cheffins, 1997: 305). این نوع تعارض منافع، در تصاحب‌ها نیز خود را نشان می‌دهد. خطری که در چنین وضعیت‌هایی سهامداران با آن مواجه می‌شوند، خطر نمایندگی است. واقع امر این است که سهامداران، ذی‌نفع‌نهایی تصمیمات مدیران هستند؛ به این معنا که ممکن است شرایطی به وجود آید که در آن شرایط، با وجود نیت مدیران به افزایش ثروت سهامداران، تصمیمات آنها در موقعیت‌های تجاری، سالم و صحیح نباشد و در نتیجه، سهامداران شرکت تصاحب‌کننده، متحمل زیانی شوند که احتمال دارد برای مدیران شرکت متبوع آنها قابل پیش‌بینی باشد که این خطر زیان ناشی از اثر تصاحب یک شرکت به عنوان هدف تصاحب است یا اینکه سهامداران شرکت تصاحب‌کننده در خطر ورود این زیان قرار می‌گیرند که مدیران شرکت آنها در تصاحب شرکت دیگر، مبالغی را مضاف بر ارزش تعیین شده پرداخت خواهند کرد که این امر به انتقال ثروت به سهامداران شرکت هدف منجر می‌شود. شایان توضیح است که دلیل دیگر انتقال ثروت

---

1. Takeover / Acquisition  
2. voting capital

سهامداران شرکت تصاحب‌کننده به سهامداران شرکت هدف در اثر تصاحب، از ناتوانی مدیران شرکت‌های تصاحب‌کننده در بهبود بخشیدن عملکرد و خلق ارزش برای صاحبان سهام نیز ناشی می‌شود. بنابراین، بررسی اینکه دو نوع خطر هم‌افزایی و خطر پرداخت اضافی در چه شرایطی رخ می‌دهند، ضرورت دارد. در نهایت اینکه، سهامداران شرکت تصاحب‌کننده، ممکن است از ساختار مالی تصاحب متأثر شوند. بدین توضیح که انتخاب وسیله پرداخت (اعم از نقد یا با سهم) و ساختار مالی تصاحب، بر افشای مالی شرکت خریدار و توزیع سودهای حاصل از تصاحب و در نتیجه در ارزش سهام شرکت خریدار تأثیر می‌گذارد. با توجه به مراتب مذکور، نقطه عزیمت و ورد به موضوع، مقوله نمایندگی و عملکرد مدیران به نمایندگی از شرکت تحت مدیریت در اقدام به تصاحب و خطرهای ناشی از آن است.

## ۲. خطرهای ناشی از اعمال اختیار نمایندگی مدیران در تصاحب شرکت هدف

برخی تحلیل‌گران استدلال می‌کنند که اتخاذ تصمیم در خصوص خطمشی عملی تصاحب، بیش از هر تصمیم دیگر، موجب بروز تعارض منافع عمده سهامداران و مدیران در شرکت تصاحب‌کننده می‌شود (Fischel, 1978: 43; Bradley, 1990: 170). در اینجا دو موضوع مهم، یعنی وسعت و اندازه تصاحب‌ها و قابلیت تمرکز بر تأثیر استراتژی توسعه داخلی موقت و دوام موقت آن، نهاد و استراتژی تصاحب شرکت‌ها را از سایر انواع سرمایه‌گذاری متمایز می‌کنند. این دو خصیصه موجب بروز مشکلاتی برای سهامداران شرکت تصاحب‌کننده می‌شود. راهبرد توسعه داخلی به سبب مدت عمل می‌تواند وجود ضعف‌هایی را آشکار کند و ابزار هشداردهنده‌ای برای سهامداران باشد. مضاف بر این، در راهبردهای توسعه داخلی، وجوه نقد خارج از گردش، به مرور زمان زیاد منتشر می‌شود و فرصتی برای شرکت تصاحب‌کننده به دست می‌دهد تا پیشاپیش هزینه‌های در پیش رو و وقوع موارد خطا را زودتر از موقع برآورد سازد. علاوه بر این، اندازه و کوتاهی طول مدت تصاحب می‌تواند مستلزم افزایش غیرعادی دیون یا حقوق صاحبان سهام شود. از سوی دیگر، پروژه‌های توسعه داخلی، از طریق گردش وجوه نقد ایجادشده در داخل، با سهولت بیشتری تأمین می‌شود. در نهایت مدیرانی که درصددند تصاحب شرکت‌ها را به صورت نامطلوب یا با انگیزه منافع شخصی انجام دهند و در این زمینه با افزایش اندازه و دیون شرکت، خود را از دسترس نتایج حاصل از تصاحب دور کنند، از نظم بازار کنترل شرکت خارج می‌شوند و تحقق تصاحب را با مشکلات زیادی مواجه می‌سازند. علل روی آوردن مدیران شرکت به انجام تصاحب بی‌فایده برای سهامداران عبارت‌اند از انگیزه‌های مربوط به بازده حداکثر، اعم از اینکه برای تحصیل پاداش و جبران

خسارت یا به منظور کسب منزلت و اعتبار یا برتری طلبی و جلب توجه و انگیزه‌هایی که در راستای کاهش خطر و افزایش امنیت شغلی مدیران.

### ۲.۱. خطرهای ناشی از نایل به حصول حداکثر بازده به‌عنوان انگیزه اقدام

این انگیزه‌ها عبارت‌اند از انگیزه توسعه گستره شرکت تحت مدیریت، جریان نقدی آزاد و انگیزه کاهش خطر.

#### ۲.۱.۱. خطر ناشی از تمایل به توسعه گستره شرکت

همیشه این خطر وجود دارد که مدیران درصدد به حداکثر رساندن توسعه گستره شرکت باشند، زیرا اولاً، با توسل به افزایش اندازه شرکت، از منزلت و مابه‌ازای (مزد/پاداش) افزون همه‌جانبه برخوردار شوند ( Gilson & black, 1995: 354; Khorana & M Zenner, 1998: 209). هرچند از رفاه سهامداران شرکت خود هزینه کنند؛ ثانیاً، اهداف و خواسته‌های آنها به تحصیل پاداش‌های قابل وصول، به نسبت بخشی از اندازه شرکت، مانند شرایط مربوط به دارایی‌ها یا موارد فروش (Jensen, 1986: 323; Murphy, 1985: 11) یا به نسبت پیچیدگی‌های زیاد شرکت‌های بزرگ، محقق شود؛ ثالثاً، هنگامی که تصاحب‌ها از طریق صدور سهام تأمین مالی می‌شوند، به تقلیل تعداد سرمایه‌ها از سوی سرمایه‌گذاران بزرگ می‌انجامند. این امر به معنای کنترل و نظارت کمتر بر تصمیمات مدیران و در نتیجه استقلال بیشتر مدیران در اداره و مدیریت شرکت است؛ رابعاً، مدیران ممکن است به منظور افزایش فرصت‌های خود جهت توسعه عوامل داخلی شرکت، مبادرت به تصاحب و در نتیجه توسعه گستره شرکت کنند (Jensen, 1986: 323)؛ خامساً، امکان به‌کارگیری افراد موردنظر به‌عنوان متخصص با توجه نیاز هر تصاحب به متخصص مخصوص به خود، برای مدیران فراهم می‌شود.

#### ۲.۱.۲. خطر ناشی از تأمین مالی پروژه تصاحب با توسل به جریان نقدی آزاد

تمایل به توسعه گستره شرکت، فقط توجیهی برای پیشبرد تصاحب‌هایی نیست که مدیران آنها را با انگیزه به حداکثر رساندن بازده‌های خود انجام می‌دهند، بلکه نظریه جریان نقدی آزاد نیز توجیه مشابهی در این زمینه است. جریان نقدی آزاد، عبارت از گردش وجوه نقدی است که برای تأمین مالی هر پروژه دارای ارزش خالص مثبت موجود با هزینه مناسب به‌هنگام تنزیل ضروری است (Jensen, 1986: 32). به عبارت دیگر با جریان نقدی آزاد، عملیاتی شدن گردش مالی نقدی پس از تحقق و عمل به مسئولیت‌های مالیاتی شرکت موجب تأمین مالی همه فرصت‌های سرمایه‌گذاری متداول موجود می‌شود. در این خصوص، مدیریت شرکت باید سوده‌های حاصل را از طریق پرداخت سود سهام یا بازخرید سهام سرمایه بین سهامداران توزیع

کند. به هر حال، مدیران دارای انگیزه شخصی در تصاحب، با ترجیح افزایش سود، انگیزه‌های قوی برای سرمایه‌گذاری نقدی یا اخذ وام بیش از ظرفیت و توانایی برای اقدام به تصاحبی کمتر از حد مطلوب دارند. هرچند حداقل این اقدام برای سهامداران شرکت تصاحب‌کننده، تشکیل دارایی به‌نحو دیگر است، اما این امر می‌تواند با واکنش‌های منفی قیمت بازار، همچون افزایش قیمت توأم باشد. براساس این نظر، از آنجا که خریدار از منابع مالی و سرمایه‌هایی استفاده می‌کند که برای پروژه‌های دارای بازده مثبت قابل استفاده نیست، این وجوه با تحقق تصاحب به‌صورت اضافه پرداخت شده و در نتیجه، بیشتر و حتی کل منافع تحصیل شده که در راستای هدف سهامداران شرکت تصاحب‌کننده است، به سهامداران شرکت هدف منتقل می‌شود. از آنجا که جریان‌های نقدی آزاد وضعیتی را توصیف می‌کنند که پروژه‌های موجود فاقد ارزش‌افزوده هستند، به مفهوم افزایش ارزش هم‌افزایی از تصاحب‌ها در بازار مشابهی که تصاحب‌کنندگان در آن معامله می‌کنند، فاقد کارایی هستند. با این ترتیب به احتمال زیاد مدیران دارای انگیزه شخصی در تصاحب به‌منظور استفاده از چنین گردش و جریانی از وجوه نقد، درصدد اقدام به تصاحب‌هایی متعدد باشند. روی هم رفته، مشکل سهامداران شرکت تصاحب‌کننده این است که چگونه و چه انگیزه‌ای ایجاد کنند که مدیران به‌جای بیهوده تلف کردن وجوه نقد مازاد تحت هزینه سرمایه یا به‌دلیل عدم بازده و ناکارایی سازمانی، آنها را آشکار و رو کنند (Jensen, 1986: 323). این مسئله نشان می‌دهد که استفاده نامناسب از جریان نقدی آزاد تعارض آشکاری بین منافع مدیران و سهامداران ایجاد می‌کند.

### ۲.۱.۳. کاستن از خطر نوسان درآمد و احتراز از مورد تصاحب واقع شدن

در جست‌وجوی یافتن راهکاری برای کاستن از نوسان جریان درآمد، به این نظر می‌رسیم که ایجاد تنوع از نوسان جریان درآمد شرکت می‌کاهد. تمایل به ایجاد تنوع به‌عنوان انگیزه‌ای برای تصاحب‌ها، در بین هزینه‌های نمایندگی، دلالت ضمنی بر دو استدلال متمایز دارد. نخست اینکه، ایجاد تنوع در سطح شرکت نفعی برای سهامداران شرکت تصاحب‌کننده ندارد؛ دوم اینکه، بنا به دلایلی، تنوع در سطح شرکت برای مدیران ترجیح دارد. مسئله دشوار در استدلال نخست این است که آیا شرکت می‌تواند ارزان‌تر و کم‌هزینه‌تر از سهامداران خود، اقدام به ایجاد تنوع کند (Gilson & Black, 1995: 317). در این صورت، جای طرح این سؤال است که آیا ایجاد تنوع در سطح یک شرکت به این علت که هزینه معامله را به حداقل می‌رساند، می‌تواند به نفع سهامداران شرکت تصاحب‌کننده باشد؟ شاید بتوان ادعا کرد که هزینه‌های معامله در زمینه تنوع‌سازی، برای سهامداران، کمتر از شرکت‌ها باشد. بنابراین، با توجه به اینکه برای تحصیل مالکیت مجموعه سبد سرمایه‌گذاری یا همان پورتفولیو تنوع‌یافته،

تفاوت ارزش کارمزدها به جای خرید مجموعه سهام در یک شرکت، کم و جزئی است، به نظر می‌رسد که هزینه‌های معامله برای ایجاد تنوع برای سهامداران، به نسبت شرکت‌ها کمتر است. به علاوه، سرمایه‌گذاران جزء می‌توانند از طریق خرید صندوق مشترک سرمایه‌گذاری، به هزینه پرداخت از محل هزینه‌های سرمایه، اقدام به تنوع‌سازی کنند. حتی هزینه‌های ایجاد تنوع، برای مؤسسات سرمایه‌گذاری بزرگ، کمتر از این است. چنانچه تأثیر بازار بر خریدهای بلوکی و حجیم سهام مدنظر قرار گیرد، هزینه معاملات مؤسسات بزرگ سرمایه‌گذاری به هنگام تنوع‌سازی، به نسبت خرید بخش اعظم سهام در یک شرکت کمتر است. برخلاف تنوع‌سازی در سطح انفرادی و شخصی، تصاحب شرکت به‌طور معمول شامل هزینه‌های مهم معامله و صرف هزینه شایان توجه به میزان بیش از قیمت بازار هدف است. انتظار از بحث ایجاد تنوع در سطح شرکت، این نیست که تصاحب شرکت‌ها موجب کاهش هزینه‌های معامله شود، بلکه این امر است که مدیران در مقایسه با سهامداران فردی، می‌توانند دست به انتخاب سرمایه‌گذاری‌های بهتری بزنند. مادامی که مدیران شرکت‌هایی که بازارهای ویژه‌ای را اداره می‌کنند، اطلاعات بهتری از بازارهای متفاوت ندارند، مدیران شرکت در صنایع نامتجانس متعددی فاقد دانش تخصصی در مورد بازارهای ویژه‌ای فعال‌اند که سهامداران می‌توانند از این بازارها منتفع شوند. در این مفهوم، ایجاد تنوع در سطح شرکت، موجب به حداقل رسیدن عدم تناسب و عدم تقارن در اطلاعات نمی‌شود و از این رو، نمی‌توان گفت که این امر به بهتر شدن تصمیمات در سرمایه‌گذاری می‌انجامد. در نهایت فرایند ایجاد تنوع، براساس اطلاعات داخلی، دربردارنده گزینه‌ای کاملاً پیشرفته و آگاهانه نیست. تنوع‌سازی از نوع منفعل می‌تواند عملکردی به همان اندازه یا حتی بهتر از یک روش فعال داشته باشد. چنین استدلال شده است که یک سبد سرمایه‌گذاری واقعی یا مالی، آن هم فقط بر مبنای پنج شرکت از بزرگ‌ترین شرکت‌های مندرج در شاخص‌های سهام منتشره در روزنامه تایمز مالی که مقیاس ارزیابی قیمت‌های سهام در بورس سهام لندن است، می‌تواند به بازده‌هایی برابر یا بهتر، در قیاس با سبد سرمایه‌گذاری مصنوعی منجر شوند که این امر ممکن است بازتاب گرایش‌ها و تمایلات شخصی به سوی قبول خطر یا اولویت‌هایی برای برخی از بازارها یا شرکت‌ها باشد (Mason & Goudzwaard, 1976: 39). همچنین، نادرست بودن این استدلال مغالطه‌آمیز که تصمیمات تخصیص سرمایه در محدوده شرکت، بهتر از تصمیمات بازارهای خارجی است، از طریق تعدادی از مطالعات عملی که همگی بالاتفاق مثبت شکست تجربه نامتجانس آمریکایی موج دهه ۶۰ تصاحب و ادغام شرکت‌هاست، آشکار شده است (Gilson & Black, 1995: 339). در این خصوص نه تنها شرکت‌های نامتجانس دارای عملکرد پایین نسبی از نظر هدف اجرایی پیشین بودند، بلکه بسیاری از تصاحب‌های نامتجانس نیز، در دوره زمانی کوتاهی، در

واگذاری‌ها، مورد تبعیت قرار می‌گرفتند (Kaplan & Weisbach, 1992: 107). مضاف بر این، در مطالعات دیگر، برخلاف موارد ادغام‌های نامتناجس که بازده‌های آنها آشکارا منفی است، در مواردی که بین شرکت تصاحب‌کننده و کسب‌وکار و تجارت شرکت هدف ارتباطی وجود دارد، بازده‌های بالاتری برای خریداران به اثبات رسیده است (Gregory, 1997: 971-996; Goergen & Renneboog, 2003; Scanlon *et al.*, 1989: 103; Sicherman & Pettway, 1987: 1261; Eckbo, 1985: 325).

با در نظر گرفتن موارد مذکور، روشن است که تنوع در تصاحب‌ها، به نفع سهامداران شرکت تصاحب‌کننده نیست. اما با توجه به اینکه اولویت‌های خطر برای مدیران و سهامداران متفاوت است، مدیران، ایجاد تنوع را در سطح شرکت ارزیابی می‌کنند. در وضعیتی که سهامداران می‌توانند سرمایه‌گذاری‌های خود را در سراسر شرکت‌ها تنوع بخشند، دارایی و توان مالی مدیران به شرکت متبوع خود گره می‌خورد و قادر به ایجاد چنین تنوعی نیست. مدیران، اساساً به سه دلیل اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند؛ دلیل نخست این است که آنها از نظر درآمد به شرکت متبوع خود وابسته‌اند؛ دلیل دوم اینکه آنها امکان می‌یابند که سرمایه انسانی خاص شرکت را به همان سطح و اندازه‌ای که در خارج از شرکت ارزیابی شده، توسعه دهند و دلیل سوم اینکه امکان دارد که آنها در مواردی که پاداشی به شکل حق سهام دریافت می‌کنند، سرمایه‌گذاری خود را در شرکت خود افزایش دهند (Sudarsanam, 1995: 16). بدین طریق، مدیران از سوی شرکت متبوع، در معرض خطر استخدام و به‌کارگیری خاص نیروی انسانی جایگزین برای خود قرار نمی‌گیرند (Amihud & Lev, 1981: 605). بدیهی است که با توجه به تأثیر زیاد بحران‌های مالی یا عدم موفقیت شرکت بر مدیران به نسبت سهامداران، انگیزه تلاش برای مدیران جهت ایجاد تنوع در سطح شرکت بیشتر است، زیرا تنوع تصاحب‌ها امکان تقبل هزینه‌های نمایندگی را از سوی شرکت فراهم می‌سازد (Lloyd *et al.*, 1987: 303. Davis *et al.*, 1994: 547).

انگیزه دیگر برای تصاحب‌های مبتنی بر منافع شخصی، خواست مدیران به تضمین امنیت شغلی خود، از طریق محافظت شرکت از تصاحب شدن در آینده است. به‌طور کلی، تصاحب‌های موجب افزایش اندازه و گستره شرکت با انگیزه‌های دفاعی مدیریتی سازگارند. افزایش گستره شرکت موجب می‌شود که تصاحب به‌صورت بالقوه، پرهزینه و بغرنج شده و احتمالاً با مانع ضدتراست مواجه شود یا سایر مشکلات و موانع قانونی افزایش یابند (Dent, 1986: 781) و نیز در شرایطی به‌عنوان توافق ضد رقابت اقتصادی شناخته شده و با منع قانونی مواجه شود. در همین زمینه ماده ۴۷ قانون اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران مقرر می‌دارد: «هیچ شخص حقیقی یا حقوقی نباید سرمایه یا سهام شرکت‌ها یا بنگاه‌های دیگر را به‌نحوی تملک (تصاحب) کند که موجب اختلال در رقابت در

یک و یا چند بازار گردد». تبصره همین ماده در مقام ذکر موارد استثنا مقرر می‌دارد: «موارد زیر از شمول این ماده مستثناست: ۱. تملک سهام یا سرمایه به وسیله کارگزار یا کارگزار معامله‌گری که به کار خرید و فروش اوراق بهادار اشتغال دارد، مادامی که از حق رأی سهام برای اخلال در رقابت سوءاستفاده نشود. ۲. ... ۳. در صورتی که سهام یا سرمایه تحت شرایط اضطراری تملک شده باشد، مشروط بر این که حداکثر ظرف یک ماه از تاریخ تملک، موضوع به اطلاع شورای رقابت برسد و بیشتر از مدت زمانی که شورا تعیین می‌کند، تملک ادامه نیابد».

انگیزه‌های دفاعی با نظریه جریان نقدی آزاد نیز سازگار است. مدیران می‌توانند از طریق جایگزین کردن ظرفیت اخذ وام به جای وجوه نقد اضافی و در نتیجه افزایش تعهدات مالی، تمایل خریداران احتمالی را به تصاحب شرکت متبوع دفع کنند. در انگلستان، با وجود نارسایی‌ها و محدودیت‌های قانون تصاحب‌ها و ادغام‌ها و به‌ویژه اعمال قاعده ۲۱ از آن قانون که اخذ تأییدیه قبلی سهامداران، پیش از مبادرت به هر اقدام خنثی‌کننده قابل اتخاذ را برای مدیران شرکت مقرر کرده، شناسایی دقیق یک تصاحب دفاعی بسیار دشوار است، زیرا انگیزه‌های بازدارنده تصاحب در زمان اعلام، ممکن است که کلاً مخفی باشد. اطلاعات عملی و تجربی در امر تصاحب شرکت‌ها، حاکی از این امر می‌باشند که اغلب تصاحب‌ها مبتنی بر انگیزه شخصی است و با تحلیل مذکور محرز تردیدی نیست که نه تنها تعارض‌های عمده بین مدیران شرکت هدف و سهامداران آن، بلکه بین سهامداران شرکت تصاحب‌کننده و مدیران آن نیز وجود دارد.

### ۳. خطر ناشی از ساختار مالی شرکت تصاحب‌کننده

صرف‌نظر از انگیزه‌ها یا قابلیت‌های تجاری تصاحب شرکت‌ها، ممکن است ساختار مالی آنها تأثیر چشمگیری بر سهامداران شرکت تصاحب‌کننده داشته باشد. دیون و حقوق مربوط به سهام، هر کدام می‌تواند مزایا و معایبی داشته باشد. کاهش خطر نسبت به ایجاب‌های تبادل سهام و اهرم مالی بالا در خصوص تصاحب‌هایی که از طریق دیون تأمین مالی شده‌اند، دغدغه‌های عمده سهامداران است. با این پیش‌درآمد، بحث خطر ناشی از ساختار مالی شرکت تصاحب‌کننده، در دو قسمت به شرح زیر توضیح داده می‌شود.

#### ۳.۱. توسل به بدهی شرکت هدف و اهرم مالی در تأمین مالی پروژه تصاحب

اهرم مالی مرتبه‌ای از دیون در ارتباط با حقوق صاحبان سهام در ساختار سرمایه شرکت است. تصاحب‌های تأمین مالی شده با توسل به دیون شرکت هدف، بر اهرم مالی خریدار می‌افزایند. هرچه مدت بازپرداخت بدهی شرکت بیشتر باشد، اهرم مالی هم بیشتر می‌شود (Downes & )



Goodman, 1998: 322; Levy & Sarnat, 1990: 373). دیون و بدهی به‌عنوان اهرم مالی، برای سهامداران شرکت تصاحب‌کننده از یک‌سو، در اوقات مساعد، کم‌هزینه‌تر از حقوق صاحبان سهام است و به‌واسطه اهمیت و تقدم بازپرداخت بدهی بر حقوق صاحبان سهام، با بازپرداخت کمتر می‌توان با طلبکاران تسویه حساب کرد و از سوی دیگر، برخلاف حقوق صاحبان سهام، بدهی یکسری هزینه‌های خدماتی دارد که این هزینه‌ها قطعی و اجتناب‌ناپذیر هستند و این هزینه‌ها با سودآور بودن تصاحب، منبع بالایی از خطر بدهی را برای شرکت تصاحب‌کننده در تأمین مالی ایجاد می‌کنند. از این محک زدن افزایش خطر و درآمدهای بالاتر مورد انتظار، در ادبیات مالی تصاحب‌های مبتنی بر بدهی، با عنوان تغییرپذیری عایدات هر سهم یاد می‌شود (Levy & Sarnat, 1990: 373). به‌عبارت دیگر، ایجاب نقدی مبدل به اهرم مالی، تفاوت درآمدها و عایدات پس از تصاحب را افزایش می‌دهد. تغییرپذیری عایدات هر سهم، ممکن است که شرکت تصاحب‌کننده را بیشتر از نظر نقدینگی یا عملیات و خطرهای بازار آسیب‌پذیر سازد، اما این بی‌ثباتی، موقعی که از طریق برنامه‌ریزی مناسب، تسهیلات و امکانات مستمر، تضمین مرحله تأمین مالی سرمایه پرخطر و یا تعیین سقف و حداکثر ارزش منافع قابل کنترل باشد، شدید نیست. به‌علاوه، با توجه به اینکه سهامداران شرکت تصاحب‌کننده، می‌توانند سرمایه‌گذاری خود را در مقام خریدار متنوع سازند، ممکن است عایدی و درآمد بالاتر را ترجیح داده و در مقایسه و به نسبت تسهیم سود، معامله پرخطری را در مقابل سهامداران انجام دهند. در نهایت، بدهی نیز می‌تواند به‌عنوان سازوکاری به‌منظور کنترل کیفیت تصاحب موضوع ایجاب مطروحه عمل کند. تأمین مالی از طریق بدهی، با بررسی کامل و دقیق، با قابلیت ماندگاری و ثبات طرح تجارت مورد پیشنهاد و بسیاری از توافقات اجرایی پس از تصاحب همراه است. این واقعیت که در بلندمدت، نظارت بر عملکرد شرکت تصاحب‌کننده برای طلبکاران، ضامن بازپرداخت وام‌های آنهاست، به احتمال زیاد موجب می‌شود که در نتیجه نظارت از سوی طلبکاران، سهامداران شرکت تصاحب‌کننده نیز بدون هزینه منتفع شوند. به هر حال، بعضی تصاحب‌ها و طرح‌های تصاحب، با سطح بسیار وسیعی از بدهی‌ها توأم است. به‌نحوی که موجب تغییر ساختار داخلی شرکت می‌شوند و پرداخت‌های سود سهام و خطر سرمایه‌گذاری سهامداران را تحت تأثیر قرار می‌دهند. بسیاری از این برنامه‌ها و طرح‌های تصاحب که در نهایت منسوخ شدند، با وجود این حقیقت که مبتنی بر طرح‌های تجاری و پروژه‌های جریان نقدی عملیاتی آنچنانی بودند که به‌طور کامل توسط کارشناسان و متخصصان مالی آزموده شده و تأمین مالی آنها با یکسری تدابیر مهم حمایتی پیچیده و سطح بالا نیز ملازم بوده، در سابق به ورود زیان‌های قابل توجه به سهامداران منجر شده‌اند. اواخر دهه ۱۹۸۰، پس از روند رو به رشد متمایز و برجسته، شاهد شماری از چنین ناکامی‌ها در زمینه

تأمین مالی اوراق قرضه با بازده بالا یا اوراق قرضه بنجل<sup>۱</sup> بوده است، زیرا در کل، این موارد شناخته شده تر بودند (Baskin & JPJ, 1997: 293; Brealey & Myers, 1999: 538). در مورد نمونه هایی از عملکرد نامطلوب اوراق قرضه بنجل، امروزه در ارتباطات بازار هیچ موردی مهم تر از مورد شرکت ان. تی. ال وجود ندارد، که سالها پیش برنامه تصاحب اهرمی آن شرکت برای سهامدارانش به نحو ناخوشایند به پایان رسید و به این علت سرمایه گذاری آنها را در رتبه صفر باقی گذاشت. این نوع تصاحب های مبتنی بر اهرم مالی، ممکن است خطرهای مهمی را متوجه عواید و منافع سهامداران شرکت تصاحب کننده کنند. در این خصوص تنها تکلیف مدیران لحاظ سوددهی برای سهامداران در انجام وظیفه نیست.

### ۳.۲. توسل به افزایش سرمایه، خطر کاهش و نوسان بازار در تأمین مالی

هر صدور سهام جدید، خطر کاهش از همان دسته سهام را بر صاحبان فعلی بار می کند؛ یعنی برخلاف تأمین مالی از طریق دیون، تأمین مالی تصاحب از طریق افزایش سرمایه در بردارنده خطری متفاوت است. با افزایش میزان مشارکت سهامداران در شرکت تصاحب کننده، خطر کاهش سهام افزایش می یابد. این مشکل به دلایلی چند در تصاحب شرکت ها مهم و نیازمند توجه است. به این دلایل که اولاً، برخلاف سایر موارد افزایش سرمایه سهام، به طور معمول در مورد ایجاب های معاوضه و تبادل سهام به سهامداران شرکت تصاحب کننده، نوعی حق تقدم در خرید به عنوان پاداش اعطا نمی شود؛ ثانیاً، از طریق پرداخت اضافی از سوی مدیریت، احتمال اغراق و درشت نمایی در کاهش سرمایه سهام وجود دارد و در این زمینه شاید هزینه خریدهای گزاف برای سهامداران هدف، به عنوان انتقال بخش اعظم شرکت ترکیب شده موجود تعبیر و قلمداد شود. نحوه و شکل ایجاب معاوضه و تبادل سهم نیز می تواند عایدی سهامداران را در معرض نوسان و تغییر قرار دهد و در نتیجه، در کاهش سرمایه مؤثر واقع شود. در کل، دو روش وجود دارد که براساس آنها شرکت تصاحب کننده می تواند ایجاب معاوضه و تبادل سهم را ساختار بندی کند که یا دارا شدن تعدادی ثابت از سهام ایجاب شده یا ارزش ثابت است. در روش نخست، شرکت تصاحب کننده به عنوان خریدار در مورد معاوضه و تبادل سهام شرکت هدف به شرط دارا شدن تعدادی ثابتی از سهام توافق می کند. بر این اساس، تعداد سهام مورد نیاز برای تکمیل و به انجام رسیدن تصاحب، با توجه به مقبولیت دوره مربوطه از تصاحب، ثابت و معین است. اما در روش دوم، شرکت تصاحب کننده به عنوان خریدار سهام شرکت هدف، در مورد معاوضه و تبادل سهام شرکت هدف، نه بر مبنای سهام در مقابل سهام

از نظر تعداد، بلکه بر مبنای ارزشی که سهام شرکت هدف و سهام شرکت خریدار در زمان انقضای مدت ایجاب دارد به توافق می‌رسد. در نتیجه، مالکیت نسبی سهام در شرکت ترکیب می‌شود تا انقضای مدت ایجاب در حالت تردید رها شود. بر این اساس، هر دو معامله با یک تفاوت، بیانگر خطر کاهش ارزش سهام برای سهامداران شرکت تصاحب‌کننده است. در ایجاب خرید سهام با ارزش ثابت، خطر کاهش ارزش دو برابر است. چنانچه در طول مدت دوره پس از ایجاب، قیمت بازار سهام شرکت تصاحب‌کننده کاهش یابد، خریدار متعهد است که برای خرید، سهام بیشتری را به منظور رسیدن به قیمت پیشنهادی، ایجاب کند. در تحلیل اقتصادی موضوع، نتیجه حاصله این است که اثر نوسان‌ها و کاهش ارزش سهام با انعکاس نشانه‌هایی از ایجاب‌های خرید سهام در بازار نیز تشدید می‌شود. مشکلات اصلی و ملازم در افزایش ارزش حقیقی ایجاب سهام، در مقایسه با وجه نقد و عدم تقارن اطلاعات، بازارها را نسبت به تحقق قبولی ایجاب‌های معاوضه و تبادل سهام را بسیار بی‌رغبت می‌سازد. تعدادی از تحلیل‌گران امر، خطری را شناسایی کرده‌اند که بازار ارزیابی می‌کند، زیرا خریدار در بین سایر سهام، خرید سهامی را ایجاب می‌کند که بنا به تشخیص و برآورد مدیران شرکت تصاحب‌کننده، قیمت بازار سهام مزبور می‌تواند از ارزش واقعی آن بیشتر باشد. در ادامه با توجه به اینکه که بازار در حد اطلاعات مدیران، اطلاعات یکسانی درباره شرکت تصاحب‌کننده در اختیار ندارد، فعالان بازار، ایجاب‌های سهام را به‌عنوان انگیزه‌هایی جهت ایجاب برای خرید سهامی که به‌صورت گزاف ارزیابی شده، محسوب کرده و در نتیجه برآورد خود درباره ارزش سهام خریدار را بازنگری و اصلاح می‌کنند (Hansen, 1987: 75; Wansley et al., 1987: 403; Franks et al., 1988; Eckbo et al., 1990, 651; Smith et al., 1997). با این اوصاف به‌جرات می‌توان ادعا کرد که بازار، به‌نحو منفی از تأثیر پذیرش مشارکت در خطر، در ایجاب‌های خرید سهام اثر می‌پذیرد. درست است که در ایجاب‌های خرید سهام، سهامداران شرکت تصاحب‌کننده با هم‌تایان خود در شرکت هدف، هم در منافع تصاحب و هم در ضرر و زیان‌های آن نیز سهیم‌اند، اما این موضوع ممکن است از سوی بازار به‌عنوان فقدان اعتماد نسبت به ارزش تصاحب فهمیده شود (Fishman, 1989: 41). یک روش به‌منظور کاستن بی‌اعتمادی و سوءظن در بازار و افزایش اعتماد بازار نسبت به خریدار، ایجاب برای خرید سهام با مبلغی بیشتر از ارزش اسمی آنهاست. ولی این امر به پرداخت اضافی، کاهش زیاد و در نتیجه سقوط قیمت بازار سهام شرکت خریدار منجر می‌شود. غیر از عوامل روانی بازار، مشارکت در پذیرش خطر به‌واسطه تصاحب‌های تأمین مالی شده از طریق افزایش سرمایه مالکانه سهام نیز برخلاف اهرم مالی که هزینه‌های خود را بر پایه قیمت سهام سهامدار بزرگ تحمیل می‌کند، می‌تواند به تقلیل سود هر سهم خریدار و در نتیجه تنزیل بیشتر قیمت بازار

سهام او منجر شود. علاوه بر این، مشارکت در پذیرش خطر در بازارهای نقد، که برای سرمایه‌گذاران امکانی فراهم می‌کند که در هر زمان و با حداقل هزینه به خرید و فروش دارایی اقدام کنند، همیشه برای سهامداران شرکت تصاحب‌کننده سودمند نیست، زیرا آنها قادرند به روشی بسیار کم‌هزینه از طریق ایجاد تنوع در پورتفولیو (سبد سرمایه‌گذاری) از خود در مقابل ضرر تجاری فزاینده محافظت کنند. نگرانی عمده برای سهامداران شرکت تصاحب‌کننده این است که تعداد شایان توجهی از مطالعات عملی بارها نشان داده است که واکنش بازار نسبت به ایجاب‌های معاوضه و تبادل سهم، منفی و بدتر از واکنش آن نسبت به ایجاب نقدی است (Gregory, 1997: 24 (7) and (8), 971 at 996; Travlos, 1987: 943. Asquith & Mullins 1986 , ) 15; Masulis & Korwar 1986: 15 and Mikkelson and Partch, 1986, 15; Hitt, Harrison and Ireland, 2001, 36; Wansley, Lane and Yang, 1987, 403. Asquith *et al.*, (Asquith, Bruner and Mullins, Merger Returns, 1987, Franks, Harris and Mayer, 1988: 223, Huang and Walking, 1987: 329; Martin, 1996, 1227).

#### ۴. خطرهای ناشی از تصمیمات تجاری ضعیف یا ناسالم

شایان یادآوری است که تفکیک مالکیت و کنترل، از اختلاط و اشاعه مالکیت شرکتی شرکت‌های سهامی عمومی، الزاماً فقط به مشکلات مربوط به وظیفه‌شناسی و ثبات قدم منجر نمی‌شود. می‌توان مواردی را سراغ گرفت که در آنها تصمیمات مدیران، صرفاً در مورد شرایط تجارت و کسب‌وکار ناصحیح و ناسالم‌اند. دلایل زیادی برای تحلیل ضعف اتخاذ تصمیم برای تصاحب شرکت هدف وجود دارد، مانند ارزش بسیار زیاد همکاری و اشتراک مساعی در معامله، یا اشتیاق و جدیت مضاف در حین اوج مذاکرات، یا به زبان ساده به‌علت پرداخت بسیار زیادی است که مدیران شرکت تصاحب‌کننده، به‌منظور انجام تصاحب می‌کنند. در این فرایند سهامداران خطری را متحمل می‌شوند مبنی بر اینکه یا تصاحب، هم‌افزایی‌های مورد انتظار مدیران شرکت متبوع آنها را ایجاد نخواهد کرد یا اینکه مدیران مزبور شرکت و سهامداران آن را با خطر پرداخت اضافی مواجه خواهند کرد و به این ترتیب مبالغی را بیش از آنچه باید بپردازند، پرداخت خواهند کرد و در نتیجه ثروت به سهامداران شرکت هدف منتقل می‌شود. با توجه به مراتب مذکور، خطر ناشی از عدم حصول هم‌افزایی مورد انتظار از تصاحب و خطر پرداخت اضافی و دلایل آن بررسی می‌شود.

##### ۴.۱. خطر ناشی از عدم حصول هم‌افزایی مورد انتظار از تصاحب

در مورد فراخوان‌های خرید خصمانه سهام، خریدار فقط باید ارزش اولیه سهام شرکت هدف را با اتکای به اطلاعات موجود در بازار برآورد سازد. اما با توجه به اینکه ارزش در کل رقم ثابتی نیست، تنها مشکلی که شرکت تصاحب‌کننده با آن مواجه است، ارزیابی ارزش جاری سهام هدف نیست. از آنجا که ارزش شرکت، دربردارنده جریان نقدی آینده و انتظارات

است، ارزش شرکت هدف در اختیار شرکت تصاحب‌کننده، به سبب هم‌افزایی‌های مرتبط با ترکیب و اختلاط دو شرکت (صرفه‌جویی در دامنه فعالیت ابعاد اقتصادی، صرفه‌جویی در مقیاس و حجم تولید و غیره) متفاوت است. بنابراین، مشکل مضاف برای خریدار، تقویم و ارزیابی هم‌افزایی‌های مورد انتظار و احتمال تحقق آنهاست. ارزش هم‌افزایی، دلیلی مهم بر این موضوع است که چرا شرکت تصاحب‌کننده تفاوت ارزش واقعی و ارزش اسمی بیش از قیمت بازار سهام هدف را برای آن انتظارات پرداخت می‌کند تا بتواند دارایی‌های شرکت هدف را در وضعیت استفاده و بهره‌برداری بهتری قرار دهد؟ از نظر اقتصادی، سود حاصل برای شرکت‌های ترکیب‌شده، بعد از کسر و احتساب هزینه تفاوت ارزش واقعی و ارزش اسمی سهام حاصل از تصاحب به ارزش افزوده هم‌افزایی و خطر عدم تحقق این امر، به خطر هم‌افزایی موسوم شده است. اهمیت و اندازه خطر هم‌افزایی برای سهامداران شرکت تصاحب‌کننده، تابع پرداخت اضافی در خصوص تفاوت ارزش واقعی و ارزش اسمی سهام ایجاد شده و برآورد تعداد سهام راجع به سهامداران شرکت هدف برای شرکت تصاحب‌کننده است (Rappaport & Sirower, 2001: 94). به دیگر سخن، اهمیت و میزان نسبی خطر هم‌افزایی نسبت به ثروت سهامداران شرکت تصاحب‌کننده، درصدی از پرداخت اضافی است که با اندازه نسبی سهام شرکت فروشنده به نسبت سهام شرکت خریدار بیشتر و چند برابر می‌شود (Rappaport & Sirower, 2001: 93). این شاخص، ارزش سهام سهامدار در خطر<sup>۱</sup>، نیز نامیده می‌شود. اما در هر صورت، آن قسمت از خطر هم‌افزایی هم که سهامدار شرکت تصاحب‌کننده متحمل آن می‌شود، تابع وسیله پرداخت است. مادام که سهامداران شرکت تصاحب‌کننده، در معاملات نقدی سهام متحمل کل خطرند، در معاملات سهام، خطر هم‌افزایی بین سهامداران شرکت تصاحب‌کننده و سهامداران شرکت هدف، به نسبت درصدی که هریک از آنها در شرکت ترکیب‌شده مالکیت خواهند داشت (Rappaport & Sirower, 2001: 92)، سرشکن و تسهیم می‌شود. به طور کلی، خطر هم‌افزایی که سهامداران شرکت تصاحب‌کننده با آن مواجه هستند، منوط به سه پارامتر هزینه صرف سهام هم‌افزایی، ارزش نسبی شرکت هدف و وسیله پرداخت مورد عمل است.

#### ۴.۲. خطر پرداخت اضافی و دلایل آن

تحلیل مذکور بر این فرض استوار است که مبلغ پرداختی مازاد بر قیمت اعلام شده برای هر سهم، بازتاب ارزش هم‌افزایی و مشارکتی است که شرکت هدف به سبب شرکت تصاحب‌کننده متحمل می‌شود. اما به هر حال، ممکن است موردی هم باشد که مبلغ پرداختی اضافی برای

---

1. shareholder value at risk

جبران از طریق هم‌افزایی مورد انتظار، بسیار هنگفت باشد. در این‌گونه موارد ارزش هم‌افزایی منفی خواهد بود. به‌نظر می‌رسد، قیمت پیشنهادی مؤلفه و جزء دیگری نیز دارد؛ یعنی هزینه و پرداخت اضافی بالاتر از ارزش هم‌افزایی شرکت هدف که پرداخت اضافی از بابت تفاوت ارزش واقعی و اسمی سهام است. دلایلی چند وجود دارند که چرا مدیران شرکت تصاحب‌کننده ممکن است به پرداخت اضافی مبادرت ورزند؛ اشتباه، یکی از آن دلایل است. تعارض منافع می‌تواند دلیل دیگر باشد. برای مثال، در مورد فراخوان خرید مورد اعتراض، مدیران ممکن است مدت بسیار طولانی بر فراخوان خرید باقی بمانند، آن هم فقط به این دلیل که ترک فراخوان را به‌عنوان شکست برای خود تلقی می‌کنند. در همین زمینه، این استدلال هم وجود دارد که حتی اگر اضافه پرداخت به‌دلیل تعارض منافع یا مسامحه نباشد، صرفاً به‌دلیل خوش‌بینی مدیران، بر شرکت تصاحب‌کننده بار خواهد شد. شرکت خریدار ممکن است در برآورد و ارزیابی خود از سطح قابل حصول درآمد و عایدی عملیاتی، ارزش رشد آینده شرکت هدف یا حتی در ادغام و انضمام مهارت‌های آن، مبالغه کرده باشد. به‌طور نسبی، پیامد یک خطا و اشتباه کوچک در هر کدام از این ارزیابی‌ها، ممکن است به تخمین مبالغه‌آمیز مهمی در ارزش شرکت هدف منجر شود (Rappaport & Sirower, 2001: 96). وجود پیشگامان خرید ناآگاه از قیمت دلیل دیگری برای اضافه پرداخت در هر فراخوان خرید است. این امر حاکی از مشکلی است که شرکت‌کنندگان ناآگاه فراخوان خرید با آن مواجه می‌شوند. بر همین اساس، در عرضه اولیه سهام، برخلاف شرکت‌کنندگان مطلع از بالا بودن قیمت‌ها، خریداران پیشگام ناآگاه از بالا بودن قیمت، سهام زیادی را از نظر تعداد می‌خرند. به‌طور متوسط، با وجود دقت در تخمین ارزش از سوی شرکت خریدار، چون آن شرکت برای موفقیت در فراخوان خرید، ارزش واقعی دارایی را بیش از حد برآورد می‌کند، به همین دلیل و بدون اینکه نیاز به وجود خریدار واقعی رقیب باشد، به احتمال زیاد متمایل به پرداخت اضافی می‌شود (Black, 1989: 597). برای پرداخت اضافی، صرف وجود خریداران بالقوه کفایت می‌کند که مترصدند با بهره‌برداری مفت و مجانی از اطلاعات سابق شرکت خریدار اول در خصوص شناسایی هدف و در صورت بسیار پایین بودن ارزش ایجاب اولیه خرید سهام، ایجابی با ارزش به‌عمل آورند (Gilson & Black, 1995: 354). در این زمینه، از پرداخت اضافی به‌عنوان یک سازوکار بازدارنده در مورد معترضان بالقوه استفاده می‌شود (Fishman, 1988: 88; Fishman, 1989: 41; Chowdhry & V Nanda, 1993: 423). پیش‌بینی سود و ارائه دلایل و مستندات دفاعی اغراق‌آمیز از سوی شرکت هدف نیز خریدار را به ارائه ایجاب گزاف ترغیب می‌کند. این امر ممکن است به وضعیتی منجر شود که در آن خریدار در ابتدای تحصیل کنترل شرکت هدف، پی به این موضوع ببرد که اسناد منتشره،

جعلی و متقلبانه بوده یا حداقل با مسامحه تنظیم شده‌اند. معضلی که بعداً در این خصوص تشدید می‌شود، این است که توسل به تعقیب قانونی شرکت هدف به‌عنوان اقدامی متداول، به دلیل قرار گرفتن آن در زیرمجموعه مالکیت شرکت تصاحب‌کننده (خریدار)، متعذر و حتی غیرممکن می‌شود. با پرداخت اضافی، سهامداران شرکت تصاحب‌کننده، صرفاً به این دلیل که با عدم رعایت وسیله پرداخت مورد عمل، کل خطر بر آنها بار شده، متحمل ضرر می‌شوند. در ایجاب‌های خرید نقدی سهام، پرداخت اضافی شکل جریان خروج نقدی به خود می‌گیرد که با مابه‌التفاوت بین هزینه پرداخت اضافی و ارزش افزوده هم‌افزایی برابر است. حتی در ایجاب‌های خرید از طریق سهام، تا زمانی که اضافه هزینه پرداختی تصاحب، کل ماحصل از هم‌افزایی را پوشش می‌دهد، اضافه پرداخت به انتقال ثروت از سهامداران شرکت تصاحب‌کننده به سهامداران شرکت هدف، موجب خواهد شد که میزان آن برابر با درصدی از مالکیت در شرکت تصاحب‌کننده و بازتاب اضافه پرداخت مربوط به تفاوت ارزش واقعی و ارزش اسمی سهام باشد.

##### ۵. راهکارهای حقوقی در مقابله با خطرهای مورد بحث

امکان مقابله با خطرهای مورد بحث را باید در چهار مرحله سنجید؛ اول، مرحله قانونگذاری است. در این مرحله با توجه به خطر بالای اقدام به تصاحب شرکت دیگر، قانونگذار در تدوین و تصویب قوانین مربوطه، سیاست حمایت از سهامداران شرکت تصاحب را در دستور کار قرار دهد. به‌نحوی که اصل را بر نبود اختیار برای مدیران جهت تصاحب شرکت دیگر بگذارد و وجود این اختیار را برای مدیران مستلزم تصریح در اساسنامه و اخذ مصوبه از مجمع عمومی فوق‌العاده سهامداران اعلام کند و عدم بازدهی تصاحب یا بازده صفر و حتی در حد غیرقابل توجه و کاهش ارزش شرکت تصاحب‌کننده در اثر اقدام به تصاحب به‌عنوان اماره تقصیر مدیران محسوب شود تا بار اثبات خلاف آن در دعاوی مربوطه به طرفیت مدیران بر عهده آنها مستقر باشد. مرحله دوم، این است که برخلاف موقعیت قانونی در حال حاضر، در صورت وجود قانون و اخذ مصوبه به شرح مذکور، اقدام به تصاحب مستلزم اخذ تأییدیه از شورای رقابت باشد، تا اطمینان حاصل شود که این اقدام منافی حقوق رقابت نیست. بدیهی است که اخذ مصوبه از مجمع عمومی و تأییدیه شورای رقابت نباید به معنی رفع مسئولیت مدیران در اقدام به تصاحب کاهنده ارزش شرکت تصاحب‌کننده باشد. مرحله سوم، اختیار سهامداران یا سهامداران مالک حداقل یک‌پنجم سهام شرکت به طرح دعوی مشتق به طرفیت مدیران و به خواسته مطالبه جبران خسارت وارده به نام و به نمایندگی از شرکت به استناد ماده ۲۷۶ لایحه اصلاحی قسمتی از قانون تجارت مصوب ۱۳۴۷ است. این اختیار هم در جهت

احقاق حقوق شرکت و هم حمایت از سهامداران است (تفرشی، ۱۳۷۸: ۱۱۳). در حال حاضر در این دعوا این وظیفه سهامداران اقامه‌کننده دعوا هستند که بار اثبات دعوا را براساس قاعده البینه للمدعی بر عهده دارند.

## ۶. نتیجه

در پاسخ به این پرسش که آیا استراتژی تصاحب شرکت‌ها به ایجاد ارزش و ازدیاد ثروت سهامدان شرکت تصاحب‌کننده منجر می‌شود یا خیر؟ نتیجه حاصل از تحلیل اطلاعات معاملات تصاحب شرکت‌ها در دوره پژوهشی سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۱، بیانگر انتقال ثروت از سهامداران شرکت صاحب‌کننده به سهامداران شرکت هدف است. در جست‌وجوی علت امر به این نکته می‌رسیم که سهامداران شرکت تصاحب‌کننده در فرایند تصاحب در معرض خطر نمایندگی، خطر ناشی از ساختار مالی شرکت تصاحب‌کننده و خطر ناشی از اتخاذ تصمیمات تجاری ضعیف‌اند. اتخاذ تصمیم درخصوص اقدام به تصاحب شرکت دیگر تعارض منافع عمده‌ای در پی دارد و انگیزه‌های شخصی را جهت انجام تصاحب‌هایی غیر سودآور برای سهامداران آنها ترتیب می‌دهند که عبارت‌اند از: ۱. انگیزه‌های حداکثر بازده یا به شکل جبران یا به شکل اعتبار مادی ملموس از طریق توسعه گستره شرکت و سوء استفاده از موقعیت‌های جریان نقدی آزاد و ۲. انگیزه‌های کاهش خطر و افزایش امنیت شغلی مدیران، که در پی تخصیص ثروت و سرمایه شرکت برای تصاحب‌هایی است که درصدد ایجاد تنوع در سطح شرکت یا منع خریداران احتمالی‌اند. دیگر اینکه، سهامداران شرکت تصاحب‌کننده در معرض خطرات مرتبط با ساختار مالی تصاحب قرار می‌گیرند. آثار اهرم مالی بالا، سودآوری و خطر ورشکستگی، سرمایه‌گذاری سهامداران در سهام شرکت خریدار را تحت تأثیر قرار داده و ساختار سرمایه شرکت تصاحب‌کننده را به کلی تغییر می‌دهد، در حالی که ایجاب‌های خرید با سهام، سهامداران شرکت تصاحب‌کننده را در برابر کاهش و نوسان بازار آسیب‌پذیر می‌سازد. در نهایت، سهامداران با این خطر مواجه می‌شوند که تصاحب هم‌افزایی‌های مورد انتظار مدیران را ایجاد ننماید و این امر همان خطر هم‌افزایی است. یا اینکه مدیران بیش از آنچه باید برای خرید سهام شرکت هدف بپردازند، پرداخت خواهند نمود که از آن با عنوان خطر پرداخت اضافی یاد می‌شود. از نظر مینا، خطر هم‌افزایی به نوع ایجابها وابسته است چرا که ایجابهای خرید با سهام، خطر هم‌افزایی را به حداقل می‌رساند. اما خطر اضافه پرداخت، صرف‌نظر از نوع ایجاب خرید، فقط زائیده عملکرد سهامداران شرکت تصاحب‌کننده است. با توجه به وجود خطرهای مذکور، قانونگذار باید با رویکرد سیاست حمایت از سهامداران شرکت تصاحب‌کننده، دست به وضع قانون بزند، به‌نحوی که اصل را بر نبود اختیار برای



مدیران جهت تصاحب شرکت دیگر بگذارند و وجود این اختیار را برای مدیران، مستلزم تصریح در اساسنامه و اخذ مصوبه از مجمع عمومی فوق‌العاده سهامداران اعلام کند و عدم بازدهی تصاحب یا بازده صفر و حتی در حد غیرقابل توجه و کاهش ارزش شرکت تصاحب‌کننده در اثر اقدام به تصاحب را به‌عنوان اماره تقصیر مدیران قرار دهد و اقدام به تصاحب مستلزم اخذ تأییدیه از شورای رقابت کند، تا اطمینان حاصل شود که این اقدام منافی حقوق رقابت نیست. بدیهی است در حال فعلی تنها راه حمایت به استناد ماده ۲۷۶ ل.ا.ق. قانون تجارت، اختیار مالک یا مالکان حداقل یک پنجم سهام از آنها به طرح دعوی مشتق به طرفیت مدیران و به خواسته مطالبه خسارت وارده به نمایندگی از شرکت است.

## منابع

### الف) فارسی

۱. تفرشی، محمد عیسی (۱۳۷۸)، مباحث تحلیلی از حقوق شرکت‌های تجاری، ج ۱، ج اول، تهران: انتشارات دانشگاه تربیت مدرس.
۲. عارفی، علی‌اصغر (۱۳۸۸)، «بررسی عملکرد مالی تصاحب شرکت‌ها در ایران»، فصلنامه پژوهشنامه بازرگانی، ش ۵، ص ۲۲۵-۲۴۵.

### ب) خارجی

3. Amihud, Y & Lev, B (1981), "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers", 12 *Bell Journal of Economics* 605.
4. Asquith, P, Bruner, R & Mullins, D (1983) "The Gains to Bidding Firms from Merger", 11 *Journal of Financial Economics* 121.
5. ----- (1987), *Merger Returns and the Form of Financing*, (Boston, MA, Harvard Business School).
6. Baker, George P (1987), "Incentives in Hierarchies: Promotions, Bonuses, and Monitoring", in *Harvard Business School Working Paper*, (Boston, MA, Harvard Business School).
7. Baumol, W (1967), *Business Behavior, Value and Growth*, Rev edn, (New York, Harcourt, Brace & World).
8. Baskin, BJ & Miranti, JJP (1997), *A History of Corporate Finance*, 1<sup>st</sup> edn (New York, Cambridge University Press).
9. Bradley, C (1990), "Corporate Control: Markets and Rules", 53 *Modern Law Review* 170.
10. Brealey, RA & Myers, SC (1999), *Principles of Corporate Finance*, 6<sup>th</sup> edn (London, McGraw-Hill).
11. Black, BS (1989), "Bidder Overpayment" 41 *Stanford Law Review* 597.
12. Cheffins, B (1997), *Company Law: Theory, Structure, and Operation* (Oxford/New York, Oxford University Press).
13. Coffee, JC (1984), "Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of The Tender Offer's Role in Corporate Governance", 84 *Columbia Law Review* 1145.
14. Chowdhry, B and Nanda, V (1993), "The Strategic Role of Debt in Takeover Contests", 48 *Journal of Finance* 731.
15. Dent, GW (1986), "Unprofitable Mergers: Toward a Market-Based Legal Response", 80 *Northwestern University Law Review* 777.
16. Davis, G, Diekmann, K & Tinsley, C (1994), "The Decline and Fall of the Conglomerate Firm in the 1980s: The Deinstitutionalization of an Organizational Form", 59(4) *American Sociological Review* 547.

17. Downes, J & Goodman, JE (1998), *Dictionary of Finance and Investment Terms*, 5th edn (New York, Barron's Educational Series).
18. Eckbo, BE, Giammarino, RM & Heinkel, RL (1990), "Asymmetric Information and the Medium of Exchange in Takeovers: Theory and Tests", 3(4) *Review of Financial Studies* 651.
19. Fischel, DR (1978), "Efficient Capital Market Theory, the Market of Corporate Control and the Regulation of Cash Tender Offers", 57 *Texas Law Review* 43.
20. Franks, JR, Harris, RS and Mayer, C (1988) "Means of Payment in Takeovers: Results for the United Kingdom and the United States", in AJ Auerbach (ed), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences* (Chicago/London, University of Chicago Press).
21. Fishman, MJ (1988), "A Theory of Preemptive Takeover Bidding", 19 *Rand Journal of Economics* 88.
22. ----- (1989), "Preemptive Bidding and the Role of the Medium of Exchange in Acquisitions", 44(1) *Journal of Finance* 41.
23. Galbraith, JK (1967), *The New Industrial State* (New York, Signet Books).
24. Gilson, RJ & Black, BS (1995), *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 2<sup>nd</sup> edn (Westbury, NY, The Foundation Press, Inc).
25. Goergen, M and Renneboog, L (2003), 'Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids', *ECGI Working Paper Series in Finance, Working Paper No 08/2003*.
26. Hansen, RG (1987), "A Theory for the Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions", 60(1) *Journal of Business* 75.
27. Hechler, MP (1997), "Towards a More Balanced Treatment of Bidder and Target Shareholders", 1997(2) and (3) *Columbia Business Law Review* 319.
28. Hitt, MA, Harrison, JS and Ireland, RD (2001), *Mergers and Acquisitions, a Guide to Creating Value for Shareholders* (Oxford, Oxford University Press).
29. Huang, Y & Walking, RA (1987), "Target Abnormal Returns Associated with Acquisition Announcements: Payment, Acquisition Form and Managerial Resistance", 19 *Journal of Financial Economics* 329.
30. Ireland, P (1999), "Company Law and the Myth of Shareholder Ownership", 62 *Modern Law Review* 32.
31. Ireland, P, Grigg-Spall, I & Kelly, D (1987), "The Conceptual Foundations of Modern Company Law", 14(1) *Journal of Law and Society* 149.
32. Jensen, MC and Ruback, RS (1983), "The Market for Corporate Control", 11 *Journal of Financial Economics* 5.
33. Jensen, MC (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", Papers and Proceedings of the Ninety-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association 76(2) *American Economic Review* 323.
34. Jensen, MC (1988), "The Takeover Controversy: Analysis and Evidence", in JC Coffee, L Lowenstein and S Rose-Ackerman (eds), *Knights Raiders & Targets: The Impact of the Hostile Takeover* (New York, Oxford University Press).
35. Jensen, MC & Meckling, WH (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", 3 *Journal of Financial Economics* 305.
36. Kaplan, S and Weisbach, M (1992), "The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures", 47 *Journal of Finance* 107.
37. Kay, J and Silbeston, A (1995), "Corporate Governance", in F Patfield (ed), *National Institute Economic Review* (London/The Hague/Boston, Kluwer Law International).
38. Khorana A. & Zenner M, (1998), "Executive Compensation of Large Acquirors in the 1980s", 4 *Journal of Corporate Finance* 209.
39. Levy, H & Sarnat, M (1990), *Capital Investment and Financial Decisions* (London, Prentice Hall).
40. Lloyd, W, Hand, J & Modani, N (1987), "The Effect of the Degree of Ownership Control on Firm Diversification, Market Value and Merger Activity", 15 *Journal of Business Research* 303.
41. Maris, R (1964), *The Economic Theory of Managerial Capitalism* (London, Macmillan).
42. Maris, R & Mueller, DC (1980), "The Corporation Competition and the Invisible Hand", 18 *Economic Literature* 32.
43. Martin, KJ (1996) "The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities, and Management Ownership", 51 *Journal of Finance* 1227.

44. Masulis, R and Korwar, AN (1986), "Seasoned Equity Offerings: An Empirical Investigation", *Journal of Financial Economics* 15.
45. Mason, RH & Goudzwaard, M (1976), "Performance of Conglomerate Firms: A Portfolio Approach", 31 *Journal of Finance* 39.
46. Mikkelsen, WH & Partch, MM (1986), "The Valuation Effects of Securit Offerings and the Issuance Process", *Journal of Financial Economics* 15.
47. Murphy, K (1985), "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis", 7 *Journal of Accounting and Economics* 11.
48. Palepu, KG (1986), "Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis", *Journal of Accounting and Economics* 8: 3.
49. Parkinson, JE (1993), *Corporate Power and Responsibility: Issues in the Theory of Company Law* (Oxford, Clarendon Press).
50. Rappaport, A & Sirower, ML (2001), "Stock or Cash? The Trade-Offs for Buyers and Sellers in Mergers and Acquisitions", *Harvard Business Review on Mergers and Acquisitions* (Boston, MA, Harvard Business School Press).
51. Salter, M & Weinhold, W (1979) *Diversification through Acquisition* (New York, The Free Press, Macmillan, Inc).
52. Servaes, H (1991) "Tobin's Q and the Gains from Takeovers", 46 *Journal of Finance* 409.
53. Scanlon, K, Trifts, J & Pettway, R (1989) "Impacts of Relative Size and Industrial Relatedness on Returns to Shareholders of Acquiring Firms", 12 *Journal of Financial Research* 103.
54. Sicherman, N & Pettway, R (1987) "Acquisitions of Divested Assets and Shareholders' Wealth", 42 *Journal of Finance* 1261.
55. Smith, CW (1997) "Raising Capital: Theory and Evidence", in JM Stern and DH Chew (eds), *The Revolution of Corporate Finance*, 3<sup>rd</sup> edn (Oxford, Blackwell Publishers).
56. Stewart, G.Bennet, (1990), "The quest for value", *Harper business*, 35-138.
57. Travlos, NG (1987), "Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms", *Stock Returns* 42(4) *Journal of Finance* 943.
58. Wansley, JW, Lane, WR and Yang, HC (1987), "Gains to Bidder Firms in Cash and Securities Transactions", 22 *The Financial Review* 403.
59. Weston, JF & Johnson, BA (1999) "What It Takes for a Deal to Win Stock Market Approval", 34 *Mergers and Acquisitions* 43.
60. Weston, JF, Siu, JA & Johnson, BA (2001), *Takeovers, Restructuring & Corporate Governance*, 3<sup>rd</sup> edn (London, Prentice Hall).
61. Williamson, O (1970), *Corporate Control and Business Behavior: An Inquiry into the Effects of Organization Form on Enterprise Behavior* (New Jersey, Prentice-Hall).
62. Williamson, O (1964), *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm* (Prentice-Hall, Englewoods Cliffs, NJ).