

مطالعه تطبیقی کارکرد سهام دوگانه به عنوان الگویی مناسب برای تأمین سرمایه شرکت‌ها در حقوق ایران و آمریکا

چکیده

شرکت‌های تجاری به دلیل توسعه فعالیت و نیز تورم فزاینده اقتصادی، نیازمند نقدینگی و افزایش سرمایه می‌باشند. هرچند شرکت‌های ایرانی از طریق عدم توزیع سود و تجدید ارزیابی دارایی، افزایش سرمایه می‌دهند و یا از طریق اخذ وام نیاز به نقدینگی را برآورده می‌کنند اما با وجود به کارگیری هر یک از این روش‌ها، به دلیل عدم تحقق افزایش واقعی سرمایه، کارایی مناسب و اثربخشی لازم را نداشته‌اند. یکی از عوامل استقبال از این روش‌ها، نگرانی مدیران از جایابی مدیریت شرکت از طریق جذب سرمایه جدید است که با به کارگیری ساختار سهام دوگانه در شرکت می‌توان این معضل را مرتفع کرد. در این تحقیق به روش توصیفی تحلیلی با بررسی تجربیات حقوق شرکت‌های آمریکایی، اثبات شده که با استفاده از ساختار سهام دوگانه می‌توان از طرفی، بدون جابه‌جایی و تغییر در مدیریت، سرمایه و نقدینگی مورد نیاز شرکت را تأمین کرد و از طرف دیگر علاوه بر تأمین واقعی نقدینگی، مطابق با موازین سرمایه‌گذاری اسلامی است چون در این روش رباخواری یا شبهه رباخواری وجود ندارد. در این الگو، دو نوع سهم با حق رای یا بیشتر و سهام بدون رأی یا تک رأی صادر می‌شود و طبق این ساختار تعیین راهبردهای بلند مدت تجاری شرکت به مدیران کنترل‌کننده اعطا می‌شود و واگذاری سکان هدایت شرکت به مدیران کارآفرین که بتوانند دیدگاه ویژه تجاری خود را عملیاتی نمایند، مبتنی بر نظریه تفکیک مالکیت از تصرف می‌باشد و مدیران به عنوان اشخاص ذیصلاح، توانایی تعیین ارزش واقعی و نهانی شرکت را دارند بی‌آنکه عوامل زودگذر بازار و سوداگری سهامداران خرد و کوتاه مدت، بتوانند آنها را تحت تاثیر قرار دهند. با توجه به پذیرش نظریه تفکیک مالکیت از تصرف و عدم امره بودن ملاک هر سهم یک رأی، با موازین حقوق ایران نیز منطبق می‌باشد. با این همه، برای پرهیز از تحکیم ناکارآمد مدیریت، نباید از اقدامات حقوقی احتیاطی غافل شد چون ثبات مدیریت تا زمانی مورد حمایت است که کارآمد باشد لذا می‌توان از طریق درج شرط انقضاء، اختیار و امتیازات مدیر را مقید نمود تا در صورت عدم کارایی، بتوان مدیریت شرکت را تغییر داد.

کلمات کلیدی: ساختار سهام دوگانه، تأمین سرمایه، ثبات مدیریت، تئوری تفکیک مالکیت از تصرف، نظریه ارزش پنهان، شرط انقضاء

مقدمه

امروزه اهمیت شرکت سهامی عام در فعالیت اجتماعی و اقتصادی برکسی پوشیده نیست، چون این نوع شرکت سرمایه اندک اشخاص غیرتاجر و غیرفعال را در قبال انتشار سهم، فعال کرده و با خروج سرمایه از رکود، موجب انتفاع سهامدار از سرمایه و نیز رشد اقتصادی می شود.

لیکن این شرکتها اغلب با کمبود منابع مالی و نقدینگی مواجه هستند که یکی از علل آن، نگرانی مؤسسان و مدیران از تغییرات مدیریتی ناشی از افزایش سرمایه از طریق انتشار سهم جدید است. لذا تأمین نقدینگی و سرمایه یکی از معضلات اساسی مدیریت شرکت می باشد که معمولاً شرکتهای ایرانی از سه طریق عدم توزیع سود، اخذ وام بانکی و تجدید دارایی به ظاهر افزایش سرمایه و تأمین مالی می کنند. از این سه روش، عدم توزیع سود، چندان موجب افزایش سرمایه نمی شود چون این روش بیشتر بر افزایش تعداد سهام سهامدار، متمرکز است تا این که توان مالی شرکت را افزایش دهد و منابع جدیدی را در اختیار مدیران قرار دهد. در روش وام گیری نیز از طرفی بانکهای ایران با خلق اعتبار و پول، پرداخت تسهیلات می کنند که خود، به نحوی توزیع فقر و ایجاد منافع ناروا است و از طرف دیگر، موجب افزایش نرخ تورم و کاهش ارزش پول ملی می گردد که پیامد منفی این روش در عملیات بانکی و ایجاد فقر و فلاکت در اقتصاد ایران، مشهود است. روش سوم نیز که تجدید دارایی است در واقع افزایش توان مالی شرکت نیست بلکه سرمایه فعلی شرکت ثابت می ماند و فقط به نسبت سرمایه موجود، تعداد سهام بیشتری در اختیار سهامداران قرار داده می شود. علیرغم اینکه با تصویب لایحه اصلاحی قانون تجارت در سال ۱۳۴۷ دو هدف عمده مدنظر بود یکی محدود کردن مسئولیت صاحبان سهام و دیگری تأمین مالی فعالیت های تولیدی از طریق جذب سرمایه های مردم (عیسائی تفرشی، ۱۳۹۶، ص ۵۶) اما با وجود اجرای هر یک از سه روش افزایش سرمایه، عملاً کارایی و رشدی قابل توجه حاصل نشده است. یکی از راه حل های این مشکل می تواند استفاده از ساختار سهام دوگانه در شرکت های سهامی عام باشد، که به عنوان راهکاری مناسب برای تأمین نقدینگی عمل می کند و در حقوق شرکت های معاصر، از جمله حقوق شرکت های آمریکایی، مورد حمایت قرار گرفته است.

چون این روش از طرفی مانع ایجاد نگرانی تغییر ساختار مدیریت شرکت می شود و از طرف دیگر، موجب ورود سرمایه به شرکت و افزایش توان مالی آن می گردد. در این مقاله، توصیف و کارکرد شرکت های دارای ساختار سهام دوگانه، با توجه به تجربیات حقوق شرکت های آمریکایی مورد بررسی قرار گرفته است و مبنای نظری این نوع شرکت که مبتنی بر تفکیک مالکیت از تصرف می باشد؛ مورد مطالعه قرار می گیرد.

سؤال اصلی مقاله این است که سهام با ساختار دوگانه چه امتیازی نسبت به سایر روش های تأمین سرمایه دارد. فرضیه مقاله نیز این است که سهام دوگانه به عنوان ابزاری نوین در تأمین سرمایه از حیث حقوقی و اقتصادی بر سایر روش های افزایش سرمایه برتری دارد. با توجه به اینکه این موضوع تاکنون در نظام حقوقی ایران مورد بررسی قرار نگرفته است، مقاله حاضر به گونه ای تنظیم شده که ابتدا به تبیین ماهیت و کارکرد ساختار سهام دوگانه و بررسی جایگاه قاعده «هر سهم - یک رأی» می پردازد، سپس میزان انطباق این ساختار با چارچوب حقوقی ایران را مورد ارزیابی قرار داده

ومزایا و معایب آن را تحلیل می‌کند. در ادامه، بازتاب این الگودر قوانین و رویه قضایی ایالات متحده بررسی می‌شود و نهایتاً برای اجتناب از معایب شناسایی شده، ابزارهای حقوقی لازم جهت اعمال کنترل مؤثر بر مدیریت شرکت پیشنهاد می‌گردد.

۱- توصیف شرکت دارای ساختار سهام دوگانه

فعالیت شرکت های سهامی عام که سهام را به عموم عرضه می کنند واز این طریق اقدام به جذب سرمایه می نمایند همواره در کشورهای مختلف مورد نظارت و ارزیابی است که این امر منجر به تحولی اساسی در وضعیت شرکت های تجاری شده است چرا که برخلاف شرکت های سابق که عمدتاً از طریق آورده محدود چند نفر تشکیل شده بود در مدل جدید ، شرکت ها با عرضه های عمومی تامین سرمایه می شوند امری که از نیمه قرن بیستم تاکنون ادامه دارد (سلیمانزاده، ۱۴۰۴، ص. ۸۶) ، عرضه سهام رابطه ای حقوقی میان شرکت و سرمایه گذار برقرار کرده و منجر به ورود سرمایه به شرکت می شود، سرمایه گذار با ورود به شرکت از برخی حقوق مالی و غیرمالی برخوردار می شود.

حق رأی یکی از حقوق بنیادین سهامداران است که در تصمیم گیری ها و اداره شرکت نقشی تعیین کننده دارد (کاوینی، ۱۳۸۹، ص. ۲۴۱). یکی از مهمترین تغییراتی که در عرضه سهام در سال های اخیر در کشورهای عمدتاً صنعتی تجربه شده؛ عرضه سهام بدون حق رأی یا استفاده از ساختار سهام دوگانه در شرکت می باشد. در شرکت با ساختار سهام دوگانه دوردید سهام انتشار می یابد که یک دسته، سهامی که به موسسین یا مدیران اصلی و صاحبان شرکت یا افراد کلیدی در شرکت ارائه می گردد که دارای حق رأی بعضاً نامتوازن و با قدرت مضاعف می باشند. و ردیف دیگر، فاقد حق رأی می باشد اما در عین حال از تمام حقوق مالی و سایر حقوق غیرمالی برخوردار می باشد. همچنین ممکن است سهام ردیف اول ده رأی به ازای هر سهم و سهام ردیف دوم یک رأی به ازای هر سهم داشته باشند. هدف از اختصاص سهام با حق رأی بالا به سهامداران اصلی فقط این است که کنترل برتری بر شرکت داشته باشند و بر موضوعاتی که مستلزم رأی سهامداران می باشد؛ تسلط بیشتری پیدا کنند.

الف- سابقه تاریخی

دوگانگی سهام در این نوع ساختار مبتنی بر تئوری تفکیک مالکیت از تصرف یا کنترل است. سابقه تفکیک عملی نهاد کنترل از نهاد سرمایه و تاثیر متقابل آنها از تصمیم جنجالی کارخانه خودروسازی فورد به وجود آمد. شرکتی عظیم، نوآور و بی نظیر در نوع خود که ساخت آن از سال ۱۹۱۷ آغاز شد. (Dodge v. Ford Motor co., 204 Mich 459, 474(1919) با تصمیم مالک برای ساخت کارخانه، سهامداران اعتراض کردند و موضوع به دادگاه کشیده شد. اگرچه دعوی مانع ساخت کارخانه نشد و دادگاه حق فورد را برای ساخت آن تأیید کرد، اما این رأی یک واقعیت بنیادین را در مورد دموکراسی شرکتی آشکار ساخت و آن اینکه چون فورد به عنوان یک انسان، مالک اکثریت سهام شرکت فورد بود، توانایی آن را دارد که بدون نیاز به موافقت دیگران، دیدگاه خود را اجرایی کند. اما امروزه، شخصی مانند هنری فورد، دیگر نیازی ندارد که مالک اکثریت سهام باشد تا بتواند چشم انداز خود را پیش ببرد چون از معیار «هر سهم، یک رأی» عبور شده و به جای آن می تواند از ساختار سهام دوگانه استفاده کند. لذا نوادگان فورد همین ابزار را برای حفظ کنترل به کار گرفتند و اگرچه

خانواده فورده تنها مالک حدود ۲٪ از سهام شرکت فورده است، لیکن حدود ۴۰٪ از حق رأی شرکت در اختیار آنان قرار دارد.

ب- شرکتهای مشهور با ساختار سهام دوگانه

لازم است به بعضی از شرکتهای مشهور با ساختار سهام دوگانه که موفق عمل کرده اند، اشاره شود به عنوان مثال در اسنپ‌چت، بنیان‌گذاران ۹۹٪ از آرا را در اختیار دارند، گرچه فقط ۹٪ از سهام شرکت را دارا هستند (H.Shill, 2023, p.225). همچنین، شرکت‌های بزرگ فناوری همچون گوگل که مدیریت آن در دست دو بنیان‌گذار، سرگئی برین و لری پیج، قرار دارد و فیسبوک که اداره آن به‌طور متمرکز توسط مارک زاکربرگ صورت می‌گیرد، نمونه‌های دیگری از این ساختار هستند.

آنچه این بنیان‌گذاران را چنین محکم بر مصدر مدیریت نگه داشته، صرفاً مالکیت قابل توجه سهم نیست هیچ‌کدام از این افراد بیش از ۱۳٪ از سهام شرکت خود را مالک نیستند بلکه استفاده از سازوکاری به نام ساختار سهام دوگانه است که قدرت رأی آن‌ها را چند برابر کرده است (Phillips & Sharman, 2020, p.144). به عنوان مثال در شرکت متا (فیسبوک سابق) که در آن بنیان‌گذار و مدیرعامل شرکت مارک زاکربرگ تنها با داشتن ۱۳٪ از سهام شرکت، ۶۱٪ از آراء را در اختیار دارد و تعیین خط مشی مدیریتی در اختیار وی می‌باشد (Meta Platforms, Inc. 2024 annual meeting) در شرکت آلفابت (گوگل سابق) که در آن نیز بنیان‌گذاران "سرگئی برین" و "لری پیج" مالک ۶٪ از سهام می‌باشند، ۵۲٪ از آرا را دارا می‌باشد (Alphabet, Inc., 2024 Annual Meeting). شرکت رالف لورن، فعال در صنعت مد و شناخته‌شده برای پوشاک و دکوراسیون منزل، بنیان‌گذاران تنها با مالکیت ۳۹٪ سهام، با استفاده از ساختار سهام دوگانه ۸۶٪ از قدرت رأی را نیز در اختیار دارند. با بررسی یکی از پایگاه‌های داده در خصوص عرضه‌های اولیه عمومی که در کشور آمریکا منتشر شده، در بازه زمانی ۲۰ ساله از سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۲۰، تعداد شرکت‌هایی که مبادرت به ثبت سهام با ساختار دوگانه می‌نمایند؛ افزایش چشم‌گیری داشته‌اند (Aggarwal, 2021, p.20) به گونه‌ای که در ژوئیه ۲۰۱۶، مجموع ارزش بازار آن‌ها از ۳ تریلیون دلار فراتر رفته بود. (Bloomberg database, July 11, 2016.)

از این رو، استفاد از ساختار سهام دوگانه تجربه موفق است که در ایالات متحده عملی شده و در حقوق ایران نیز می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد.

۲- جایگاه ملاک «هر سهم یک رأی»

ویژگی اصلی شرکت با ساختار سهام دوگانه، عدم رعایت معیار هر سهم یک رأی^۱ است که به عنوان «غالب‌ترین ملاک رأی‌دهی» در حقوق شرکت‌ها شناخته شده است (Easterbrook & Fischel, 1990, p.72) لذا با توجه به عملکرد شرکت با ساختار سهام دوگانه که به نحوی از این ملاک عدول نموده، باید دید این معیار چه جایگاهی در حقوق شرکتها دارد، چگونه در حقوق شرکتها مطرح شد و آیا توافق خلاف آن معتبر است.

¹- Thompson Securities Data Company Platinum

²-One Share-One Vote

مبنای اقتصادی رأی‌دهی سهامداران بر سود مالکانه حاصله نسبت به درآمدهای شرکت استوار است، آن‌ها را ترغیب می‌کند از حق رأی برای افزایش سود شرکت بهره‌گیرند (Yan, min, 2021, pp6-7)، اما مساله اصلی این است که چگونه می‌توان این ابراز قدرت و کنترل را میان سهامداران در شرکت توزیع نمود؟ ملاک «هر سهم، یک رأی» روشی نسبتاً ساده برای توزیع قدرت تصمیم‌گیری سهامداران شد. از حیث سابقه ملاک «هر سهم، یک رأی» به نوعی برآمده از روح نظام سیاسی مردم سالاری فرد محور می‌باشد. (Caroline, 2005, p223) اما برخلاف ظاهر، برای درک ملاک «هر شخص-یک رأی»^۱ بایستی به ریشه تاریخی شرکت‌های سهامی نظری شود. شرکت‌های اولیه غالباً بسیاری از کالاها و خدمات عمومی را در انحصار داشتند و اهتمام قانونگذاران و مصرف‌کنندگان بر این بود که از این انحصار سوءاستفاده‌ای نشود. برای ممانعت از این امر، چون اکثر سهامداران مصرف‌کننده بودند، از ملاک هر شخص یک رأی حمایت شد. بنابراین، هدف از اعمال این ملاک حمایت از سهامداران به‌عنوان سرمایه‌گذار نبود، بلکه حمایت از آنان در جایگاه مصرف‌کننده بود. (Hansmann & Pargendler, 2013)

۱-۲- تحولات حقوقی قاعده «هر سهم-یک رأی»

قوانین ثبت شرکت‌ها، آغازگر تحول در سازوکار تصمیم‌گیری مبتنی بر قاعده «هر سهم، یک رأی» بود. به‌عنوان نمونه نخستین ایالتی که در آمریکا اقدام به تصویب و الزام قاعده «یک سهم، یک رأی» نمود ایالت نیویورک بود که در سال ۱۸۱۱ با تصویب قانون ثبت شرکت‌ها برای شرکت‌های تولیدی، رعایت این ملاک را اجباری نمود (Hansmann & Pargendler, IBID) اما ایالات دیگر آمریکا در اعمال این ملاک با تردید مواجه بودند به گونه‌ای که اوهایو در سال ۱۸۱۲ قانونی برای ثبت عمومی شرکت‌های تولیدی تصویب کرد که رأی‌گیری تدریجی^۲ را الزام‌آور کرد. مجلس قانون‌گذاری نیوجرسی بین سال‌های ۱۸۱۶ تا ۱۸۱۹ «هر سهم، یک رأی» را برای شرکت‌های تولیدی به صورت آزمایشی تصویب کرد، اما سپس این قانون را لغو و به مؤسسان شرکت اجازه داد که خود ملاک رأی‌دهی را انتخاب کنند. ایلینوی رعایت ملاک «هر سهم، یک رأی» را قانونی کرد اما اوهایو سیستم رأی‌دهی تدریجی داشت که براساس تعداد سهام، قدرت رأی تغییر می‌کرد (Hilt, 2016, P.8) شواهدی از ویرجینیا نیز مقاومت در برابر ملاک «هر سهم، یک رأی» برای شرکت‌های تولیدی را نشان می‌دهد، چون در سال ۱۸۳۳، مجلس نمایندگان ویرجینیا پیشنهاد درج «هر سهم، یک رأی» در اساسنامه پیشنهادی شرکت Sidney Manufacturing را رد کرد و به جای آن طرح رأی‌دهی بسیار تدریجی را پذیرفت.

بنابراین، اگرچه ملاک «هر سهم، یک رأی» به‌طور فزاینده‌ای در قوانین ثبت شرکت‌ها در طول قرن نوزدهم دیده می‌شد، اما این‌طور نبود که در این قوانین به‌طور قطعی ملاک «هر سهم، یک رأی» را الزامی کرده باشند. به‌عنوان مثال در ایالت دلاویر که از مراکز مهم ثبت شرکت‌ها بود، قوانین سال‌های ۱۸۷۵ و ۱۸۸۳ این قاعده را صرفاً به‌عنوان اصل پیش‌فرض مقرر کردند و تنها در سال ۱۸۹۹ حالت الزامی یافت. لیکن، دو سال بعد قانون دوباره اصلاح شد و قاعده مزبور بار دیگر صرفاً به‌صورت پیش‌فرض، نه الزام‌آور، باقی ماند؛ روندی که تا امروز هم ادامه دارد. (C. Haan, 2023, P.37)

۲-۲- چگونگی اعمال قاعده «هر سهم-یک رأی»

¹-Per capita voting or "one person, one vote"

²-graduated voting

به هر حال، در ملاک «هر سهم، یک رأی»، هر سهامدار به ازای هر سهمی که دارد، دارای یک رأی است. همچنین میزان سودی که دریافت می‌کند، با درصد سهامی که در شرکت دارد تناسب دارد. هدف از ملاک «هر سهم، یک رأی» ایجاد توازنی میان قدرت مالکیت و قدرت رأی‌دهی است. سهامداری که بیشترین تعداد سهام را دارد چون بیشترین سرمایه را در شرکت دارد، باید در تصمیم‌گیری‌ها نیز بیشترین قدرت را داشته باشد. در معیار «هر سهم، یک رأی» سهامداران مالک شرکت‌اند، اما اداره شرکت معمولاً بر عهده مدیران است. لذا سهامداران حق نظارت بر عملکرد مدیران دارند، و اگر آنان نتوانند شرکت را در جهت منافع سهامداران اداره کنند، سهامداران می‌توانند تصمیمات مدیریت را وتو کنند و یا آنان را برکنار کنند (Bentel & Walter, 2016, P.6)

در این شرکت‌ها سهامداران در واقع همان کسانی بودند که از خدمات و محصولات به طور مستقیم استفاده می‌کردند. به همین دلیل اصل بر تفکیک مالکیت از مصرف بود (Gendler, 2014, Pp.950-953).

این روش بر دو وجه استوار شد: نخست آنکه برای بسیاری از شرکت‌ها، تجار و کشاورزان محلی ظاهراً مؤثرترین منبع تأمین سرمایه بودند، چرا که بازارهای سرمایه در آن زمان به حد کافی توسعه نیافته بودند و تأمین مالی دولتی نیز به طور کلی در دسترس نبود. دوم آنکه مصرف‌کنندگان با کنترل ارائه‌دهندگان خدمات، از خود در برابر استثمار انحصاری حمایت می‌کردند. شرکت‌های تجاری آمریکا در دوران اولیه غالباً در عمل به صورت تعاونی‌های مصرف فعالیت می‌کردند. و همان‌گونه که در مورد تعاونی‌ها معمول است، هدف آن‌ها حمایت از مالکان-مصرف‌کنندگان در برابر اعمال قدرت انحصاری بود. (ibid).

لیکن در اواخر قرن هجدهم میلادی و بخش عمده‌ای از قرن نوزدهم شرکت‌های تجاری آمریکایی ملاک‌های مختلفی برای رأی‌گیری داشتند که با معیار «هر سهم - یک رأی» تفاوت داشت. (Dunlavy, 2006, P.1351) بسیاری از شرکت‌های قرن نوزدهم، قدرت رأی را به نحوی محدود کردند که به تک سهامدار اجازه کنترل شرکت را ندهند. برای مثال، وقتی شرکت Wilmington Spring Water در سال ۱۸۰۴ در دلاویر تشکیل شد، در اساسنامه شرکت درج شد: «هیچ سهامداری حق ندارد بیش از یک رأی داشته باشد.» (Hant, 2013, P.23). اصولاً سه نوع شیوه رأی وجود داشت: نخست رأی تدریجی^۱، در این روش تعداد آرای هر سهامدار، به نسبت کمتر از تعداد سهام او بود. دوم رأی سقفی^۲ در این روش، حداکثر سقفی برای تعداد کل آرای یک سهامدار تعیین می‌شد، صرف‌نظر از تعداد سهامی که دارا باشد؛ برای نمونه، قانون شرکت‌های سهامی در نیوهمپشایر در سال ۱۸۹۱ سقف آرای هر سهامدار را بر یک‌هشتم کل سهام شرکت محدود کرد. برخی ایالت‌ها نیز ترکیبی از ملاک رأی تدریجی و سقفی را اعمال کردند، که محدودکننده‌ترین شکل موجود به شمار می‌رفت (Ibid, P.24)

¹ graduated voting

² capped voting

سوم روش رأی گیری سرانه^۱ بود که همان معیار «هر سهامدار، یک رأی» می باشد (Hilt, 2008, P.10) این روش را می توان با رویکرد سیاسی آمریکایی ها به شرکت های تجاری و التزام آن ها پس از انقلاب به حکمرانی دموکراتیک توجیه کرد که تمایل داشتند سهامداران را بیشتر شبیه شهروندان در یک نظام نسبتاً برابر سیاسی در نظر بگیرند. (Dunlavy, Ibid, P.1352)

۳-۲- رویکرد قانونگذار ایران نسبت به قاعده «هر سهم-یک رأی»

در حقوق ایران نیز با توجه به این که امکان استفاده از سازوکار سهام دوگانه در شرکت ها مبتنی بر تئوری تفکیک مالکیت از تصرف است، با مانع مواجه نیست چون علاوه بر این در قواعد عمومی قراردادها در ماده ۱۹۶ معاملات به اصالت و نمایندگی یا وکالت هر دو معتبر شناخته شده، ساختار بعضی از عقود معین، مانند مزارعه، مساقات، عقد وکالت و مضاربه، مبتنی بر نظریه تفکیک مالکیت از تصرف است. (باریکلو، ۱۳۹۴، ص ۶۲) و حتی در حقوق معاصر در بعضی از عقود تبدیلی، تصرف و اگذار و مالکیت رزور یا حفظ می شود که نمونه بارز آن بیع اقساطی با حفظ مالکیت است که تصرف در مبیع به مشتری و اگذار می گردد اما متضمن این شرط است که مالکیت آن تا پرداخت آخرین قسط در دارایی بایع باقی بماند. همچنین در ماده ۱۱۹۶ قانون مدنی فرسده اصلاحی ۲۰۱۶ نیز مقرر شده است: «در قراردادهایی که موضوع آنها انتقال مالکیت یا واگذاری حق دیگری است، انتقال در زمان انعقاد قرارداد صورت می گیرد. این انتقال ممکن است به اراده طرفین، ماهیت امور یا به حکم قانون به تأخیر بیفتد.» پس هر چند در تبصره ماده ۷۵ لایحه اصلاحی قانون تجارت از ملاک «هر سهم یک رأی» حمایت شده است^۲ اما ظاهر امر نشان می دهد که این قاعده صرفاً به عنوان یک اصل پذیرفته شده و نه به عنوان حکمی آمره و الزام آور. چون مطابق تعریف سهم در ماده ۲۴ قانون تجارت، حق رأی در ماهیت لحاظ نشده و فقط آن را به عنوان شاخص مشارکت، تعهدات و منافع سهامدار توصیف نموده است. و حتی در تبصره ۲ برای بعضی از سهام اختصاص منافع خاص شناسایی و مقرر شده: «در صورتی که برای بعضی از سهام شرکت با رعایت مقررات این قانون مزایایی قائل شوند این گونه سهام، سهام ممتاز نامیده می شود».

همچنین در ماده ۴۲ لایحه اصلاحی قانون تجارت^۳ موسسین شرکت می توانند در اساسنامه برای سهام موسس حق رأی بیشتری اختصاص دهند مشروط بر اینکه آن را شفاف در زمان پذیره نویسی یا عرضه اولیه به اطلاع عموم برسانند. به نظر می رسد قانونگذار ما نیز به همین دلیل ضمن عدول از اصل نسبی بودن حق رأی، حداقل در مورد سهام ممتاز صدور آن با حق رأی مضاعف و چند برابر را پیش بینی نموده است (اسکینی، ۱۳۸۴، ص ۸۴) تصریح به ملاک در مجمع عمومی موسس و سکوت در سایر مجامع نشانگر تجویز تعیین بیش از یک رأی برای یک سهم می باشد (پاسان و بهشتی، ۱۳۹۷، ص ۱۰۶).

^۱ per capita voting

^۲ در مجمع عمومی مؤسس کلیه مؤسسین و پذیره نویسان حق حضور دارند و هر سهم دارای یک رأی خواهد بود.

^۳ «هر شرکت سهامی می تواند به موجب اساسنامه و هم چنین تا موقعی که شرکت متحل نشده است طبق تصویب مجمع عمومی فوق العاده صاحبان سهام سهام ممتاز ترتیب دهد.»

علاوه بر این، در ماده ۹۳ لایحه اصلاحی قانون تجارت اختیار تغییر حقوق متعلق به هر سهم پیش بینی شده که این حق می توان حق رای باشد و تغییر آن به این است که مثلاً سهمی رای نداشته باشد یا سهمی رای مضاعف داشته باشد. مطابق این ماده اعتبار چنین تغییری مشروط بر این است که اگر حق رای سهمی مضاعف شود، حداقل نصف دارندگان سهام سهام عادی با آن موافقت نمایند یا اگر تصمیم بر سلب حق رای از سهامداران عادی است باید نصف به اضافه یک بر آن موافقت نمایند. بنابراین، از ظاهر این ماده که اختیار تغییر حقوق متعلق به سهام شناسایی شده می توان برداشت کرد که تصمیم برخلاف هر سهم یک رای با رعایت نصاب این ماده معتبر است.

در نتیجه، سابقه تاریخی قاعده «هر سهم یک رأی» و پذیرش نظریه تفکیک مالکیت از تصرف در حقوق قراردادهای ایران دلالت بر آن دارد که این قاعده جایگاه ساختاری در حقوق شرکتها نیافته است اما تکیه صرف بر رویه قانون مدنی موجب کندی مبادلات تجاری است و با اقتضاء اقتصاد شرکتی امروزه که مبتنی بر سرعت و جریان گردش سریع سرمایه دارد منافات دارد (امیری قائم مقامی، ۱۳۹۲، ص ۱۴۰) از این رو باید در پی ایجاد جایگاهی مستقل در نظام حقوقی شرکتها بود به عنوان مثال سهام عدالت، نمونه بارز سهام بدون حق رای در حقوق ایران است که سهامدار هیچگونه کنترلی به شرکت ندارد و فلسفه اصلی ممنوعیت رای و فروش این سهام، بیم خروج کنترلی این شرکتها از دست دولت می باشد. لذا در شرکت های اولیه بیش از آنکه دغدغه های اقتصادی همچون کاهش هزینه های نمایندگی یا مهار انحصار مدنظر بوده باشد رای گیری بازتابی از برداشت اجتماعی از شرکت بود که در پرتو افکار سیاسی فردگرایان قرن ۱۸ و ۱۹ میلادی به مراتب مردم سالارانه تر از رویکرد «سرمایه محور» حاکم بر قاعده «هر سهم - یک رای» جلوه می کرد و متناسب با شرایط آن زمان از جذابیت بیشتری برخوردار بود. اما در حال حاضر که کارکردی اقتصادی این ملاک غالب شده، عواملی موجب عبور از آن شده که مورد اشاره قرار می گیرد.

۳- چالش های های ملاک «هر سهم یک رأی»

از آغاز شکل گیری شرکت های سهامی، دو مبنای اصلی برای توجیه قاعده «هر سهم - یک رأی» از سوی صاحب نظران مطرح شده است: نخست، نظریه اولویت سهامداران^۱ که بر این اساس برابری در تصمیم گیری برای هر سهامدار به دلیل رجحان منافع جمعی سهامداران توجیه می شود؛ دوم، نظریه مالکیت که بر پایه آن سهامداران با سرمایه گذاری در شرکت به میزان سهام خود مالک آن محسوب می شوند و بنابراین باید حق اظهار نظر در روند تصمیم گیری درباره مایملک خویش داشته باشند. لیکن، هر دو مبنا واجد ایرادات اساسی اند که در ادامه بیان خواهد شد.

۳-۱- مغایرت با نظریه اولویت سهامداران

نظریه اولویت سهامداران، پایه فکری اصلی نه تنها برای حق رای بلکه برای مفاهیم کلیدی دیگری چون تعهد امانی مراقبت و وفاداری^۲ که امروزه از عناصر اساسی مباحث راهبری شرکتی می باشد نیز به شمار می آید. برتری سهامداران

^۱- Theory of shareholder primacy

^۲- Fiduciary duties of care and loyalty

اساساً بدین معناست که شرکت‌ها برای تأمین منافع سهامداران فعالیت کنند. لذا شرکت باید با هدف حداکثرسازی ثروت سهامداران اداره شود.

هرچند بر مبنای تقدم سهامداران که صرفاً به عنوان استدلالی برای مشروعیت دموکراتیک تلقی می‌شد، شرکت باید منافع سهامداران را در اولویت قرار دهد. اما این استدلال، ترتیب علت و معلول را وارونه می‌کند: زیرا قابل مناقشه است که چه کسی اصلاً سهامداران را به عنوان بدنه رأی‌دهنده تعیین کرده است؟ انتخاب این گروه به عنوان شهروندان برخوردار از حق رأی، خود نیازمند توجیه است. علاوه بر این، هنگامی که سهامداران عمدتاً افراد حقیقی بودند، منافع آن‌ها در نگهداری سهام ممکن بود به جز بهره‌برداری اقتصادی از فعالیت شرکت فراتر نرود. اما در حال حاضر، بیشتر شرکت‌ها تحت کنترل گروهی مؤسسات سرمایه‌گذاری هستند که ممکن است هنگام رأی‌دادن درباره‌ی تصمیمات مهم شرکت، اهدافی فراتر از سودآوری بیشتر و منافع مالی از جمله بهبود اشتغال و افزایش ثروت ملی یا دغدغه‌های زیست محیطی را نیز دنبال کنند. به عنوان مثال صندوق‌های بازنشستگی یا صندوق ثروت ملی^۲ از جمله این سرمایه‌گذاران محسوب می‌شوند. این تحول نشان می‌دهد که برخلاف گذشته که سهامداران نسبتاً همگن بودند، سرمایه‌گذاران امروز ناهمگون‌اند و همین ناهمگونی منافع، کارایی قاعده «هر سهم، یک رأی» در حداکثرسازی ارزش شرکت را تضعیف کرده است.

۲-۳- مغایرت با نظریه مالکیت

بر مبنای نظریه مالکیت، سهامداران مالک شرکت (در مفهوم دارنده حق کنترل) هستند و از توانایی در دست گرفتن کنترل دارایی‌های شرکت به عنوان مکانیزم حاکمیت استفاده می‌کنند. بنابراین، سهامداران را می‌توان به عنوان صاحب حقوق مرتبط با مالکیت دارایی‌های سازمانی دید (بادینی حسن و کوشکی مصطفی، ۱۴۰۲، ص ۵۴) اما این توجیه نیز چون مستلزم دور باطل می‌باشد محکوم به شکست است: چه کسی سهامداران را «مالک» ساخته است در واقع، سهامداران با خرید سهام از شرکت که متضمن برخی حقوق مالی و غیرمالی می‌باشد صرفاً مجموعه‌ای از حقوق را از شرکت خریداری می‌کنند. حق رأی بخشی از «بسته حقوقی» مالکیت سهام است (Bodie & Hayden, 2008, pp.34-35). حتی سهامدارانی که حق رأی دارند نیز بسیاری از حقوق سنتی مالکانه، مانند حق منع دیگران^۳ یا حق تصرف^۴ را در اختیار ندارند.

بنابراین، توصیف سهامداران به عنوان «مالکان» توجیهی نادرست است؛ چون استقلال شخصیت شرکت از شرکاء و نیز نظریه ذینفعان شرکت^۵، این وجه را غیرقابل قبول جلوه داده است (یحیی پور، ۱۳۹۷، ص ۱۳۲) یعنی بقای مالکیت هر شریک، هر چند به طور اشاعه و غیرقابل تمییز نیز با فرض شخصیت حقوقی متمایز شرکت از شرکا در تعارض آشکار می‌باشد (کاتوزیان، ۱۴۰۳، ص ۲۹) از این رو چنانچه شرکتی پس از اجرای پروژه‌ای، درآمدی کسب کند، ابتدا باید هزینه و بدهی‌های جاری و قراردادی خود (از جمله حقوق کارمندان، بازپرداخت دیون و وام‌ها، پرداخت به سرمایه‌گذاران و تأمین کنندگان

¹-institutional investors

²-Sovereign Wealth Fund

³- the right to exclude

⁴- the right of possession

^۵-نظریه برتری ذینفع با سه رویکرد هنجاری و توصیفی و ابزاری بر آن است که مدیران باید تصمیماتی اتخاذ کنند که در آن منافع گروه‌های ذینفع از جمله کارکنان، طلبکاران، مصرف کنندگان، تأمین کنندگان و توزیع کنندگان را در کنار سهامداران به عنوان یکی از مصادیق افراد ذینفع برآورده گردد. (یحیی پور، جمشید، ۱۳۹۷، صص ۱۲۶-۱۳۶) لذا این نظریه که امروزه طرفداران جدی نیز دارد نظریه مالکیت را به صورت جدی به چالش کشیده است

سرمایه و... را پردازد. و بعد هر آنچه که باقی بماند، به سهامداران تعلق گیرد؛ پس آنها تنها در صورتی سود می‌برند که همه اشخاص ذینفع، مطالبات خود را دریافت کرده باشند. بنابراین، سهامداران به عنوان ذینفعان نهایی و باقیمانده انگیزه کافی برای بهینه‌سازی عملکرد شرکت را دارند. چون سود یا زیان نهایی شرکت عمدتاً بر عهده سهامداران است، و می‌توانند تصمیمات کارآمد و سنجیده‌ای بگیرند. اما ترجیحی در این نیست که سهامداران به صورت مستقیم و بلاواسطه این امر را انجام دهند بلکه آنان از طریق نمایندگان خود (هیات مدیره و مدیران شرکت) می‌توانند این عمل را انجام دهند.

۴- عبور تدریجی از ملاک هر سهم - یک رای

با توجه به چالش‌های ملاک «هر سهم یک رای» عواملی چون افزایش قدرت دولت‌های محلی و ایالتی، شکل‌گیری بازارهای سرمایه و عدم کارایی سیستمی موجب شد که با گذشت زمان از آن عبور شود. لذا با توجه به اینکه شرکت‌های انحصاری این ملاک را اعمال می‌کردند و سود گزافی برای بازرگانان محلی فراهم می‌شد، به مرور دولت‌های محلی و ایالتی توانستند مسئولیت اصلی ساخت و نگهداری زیرساخت‌های فیزیکی نظیر جاده‌ها و پل‌ها را بر عهده بگیرند. به عنوان مثال راه‌آهن‌ها آن‌چنان بزرگ و نیازمند سرمایه شدند که تأمین مالی اداره آن‌ها توسط نهادهای داوطلبانه ممکن نبود.

با توسعه بازارهای سرمایه، امکان تأمین مالی شرکت‌های خصوصی فراهم گردید که آنها را از تصمیم‌گیری‌ها فرد محور نجات می‌داد و به مرور جریان گردش ثروت با تنظیم رویکرد جدید مسیر تازه‌ای در شکل‌گیری ساختار تصمیم‌سازی بر مبنای ثروت فراهم آورد (Smythe, 2006, P. 1416).

ناکارآمدی ملاک «هر سهم - یک رای» در حمایت از تمام ذینفعان شرکت عامل سومی در این گذار بود چون تئوری حمایت از مصرف‌کننده که اساس این ملاک بود به شدت با نظریه حمایت از سرمایه‌گذار در تضاد شد. وقتی شرکتی در موقعیت انحصاری قرار دارد، اصطکاک آشکاری در منافع سرمایه‌گذاران شرکت و مشتریان آن پیدا می‌شود. (Posner & Glen Wey, 2014, P. 7). سرمایه‌گذاران بیشترین منفعت را در صورتی می‌برند که شرکت قیمت‌های انحصاری اعمال کند، گرچه مشتریان وقتی بهترین خدمات را دریافت می‌کنند که شرکت قیمت‌های رقابتی یا در واقع، حتی قیمت‌هایی کمتر از هزینه نهایی را ارائه دهد؛ در اینجا است که شرکت عملاً هیچ بازدهی برای سرمایه‌گذاران خود فراهم نمی‌کند. به همین دلیل این شرکت‌ها در اوایل بیشتر در بخش‌های عمومی و صنایعی نظیر راه‌سازی، کانال‌سازی، راه‌آهن، بانک و بیمه دیده می‌شوند و نشانی از آن در بخش‌های تولیدی به چشم نمی‌خورد.

در حقوق ایران نیز در ماده ۱۰ قانون اجرای سیاستهای کلی اصل چهل و چهارم (۴۴) قانون اساسی از ملاک «هر سهم یک رای»^۱ عبور شده است که دو عبارت در این ماده ظاهر در این است که قانونگذار ایرانی با عدول از ملاک مرسوم آن را

^۱- «کلیه شرکتها و اتحادیه‌های تعاونی مجازند در بدو تأسیس یا هنگام افزایش سرمایه تا سقف چهل و نه درصد (۴۹٪) سهام خود را با امکان اعمال رأی حداکثر تا سی و پنج (۳۵٪) کل آراء و تصدی کرسیهای هیأت مدیره به همین نسبت به شرط عدم نقض حاکمیت اعضاء و رعایت سقف معین برای سهم ورأی هر سهامدار غیرعضو که در اساسنامه معین خواهد شد به اشخاص حقیقی یا حقوقی غیرعضو واگذار نمایند. فروش به اشخاص غیرایرانی باید با رعایت مقررات حاکم بر سرمایه‌گذاری خارجی باشد. همچنین شرکت‌های تعاونی مجازند نسبت به تشکیل اتحادیه‌های تعاونی تخصصی در چهارچوب مواد (۶۱) و (۶۲) قانون شرکت‌های تعاونی مصوب سال ۱۳۵۰ و بدون رعایت تبصره «۲» ماده (۴۳) قانون بخش تعاونی اقتصاد جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۷۰ اقدام نمایند در مجمع عمومی

آمره توصیف نکرده است: نخست عبارت «سهامدار غیرعضو» که حاکی از این است در حقوق شرکتها ممکن است شخصی سهامدار باشد ولی حق رای نداشته باشد چون واژه «غیرعضو»، تصریح به عدم عضویت در مجمع عمومی است که محل اعمال حق رای است. و سهامداری که عضو مجمع نیست، حق رای ندارد. دوم عبارت «در مجمع عمومی انواع اتحادیه های تعاونی میزان رأی اعضاء متناسب با تعداد اعضاء و میزان سهام یا حجم معاملات آنها با اتحادیه یا تلفیقی از آنها وفق اساسنامه تعیین می گردد» می باشد که در این مقرر به صراحت از ملاک هر سهم یک رای عدول شده و تعیین ملاک هایی از قبیل تعداد اعضاء، تعداد سهام، حجم معاملات با اتحادیه و حتی ترکیبی از این معیارها، به مؤسسان اختیار داده شده تا در اساسنامه آن را پیش بینی کنند. بنابراین در شرکتهای تعاونی، از این ملاک عدول شده است.

با توجه به این عوامل، قواعد محدود کننده رأی به مرور زمان به آسانی قابل اعراض شد، و از این رونه تنها نوعی ابزار خام برای حمایت از مصرف کنندگان باقی ماند، بلکه هزینه هایی چون ضعف در راهبری شرکتی و دسترسی محدود به بازار سرمایه را به همراه داشت. لذا پس از پدید آمدن جایگزین های بهتر، دیگر ضرورتی برای تحمل آن ها وجود نداشت.

۵- حمایت رویه قضایی آمریکا از ابزار مالی سهام دوگانه

با گرایش روزافزون شرکت های فناوری و بنگاه های بزرگ به اعمال ساختار سهام دوگانه، در سال های اخیر دعاوی متعددی در محاکم آمریکا، به ویژه دلاور، مطرح شده است. رویه این دادگاه غالباً حمایتی بوده و اجرای پایدار این ساختار را تقویت می کند که به برخی از این دعاوی اشاره می شود:

۵-۱- پرونده گاندرسون علیه شرکت ترید دسک

در این پرونده شرکت ترید دسک هنگام عرضه عمومی اولیه (۲۰۱۶) با ایجاد دو طبقه سهام کلاس A با یک رأی و کلاس B با ده رأی برای هر سهم زمینه تمرکز قدرت را برای بنیان گذار مدیرعامل فراهم ساخت؛ مالکیت بیش از ۹۷٪ از کلاس B موجب شد او نزدیک به نیمی از کل قدرت رأی را در اختیار داشته و به عنوان سهامدار کنترل کننده شناخته شود.

در تصمیم هیئت مدیره برای تبدیل محل ثبت شرکت از دلاور به نوادا، سهامدار معترض استناد کرد که این اقدام در حکم تغییر مواد حمایتی اساسنامه بوده و باید با اکثریت فوق العاده (۶۶ و ۳/۲ درصد) تصویب شود. لیکن دادگاه، با اتکا به دکترین «اهمیت مستقل حقوقی» و رویه های پیشین (از جمله Warner و Avatex) حکم داد که چون اساسنامه صراحتاً «تبدیل/ادغام» را مشمول شرط اکثریت فوق العاده نکرده است، رأی اکثریت ساده به موجب ماده ۲۶۶ قانون شرکت های

انواع اتحادیه های تعاونی میزان رأی اعضاء متناسب با تعداد اعضاء و میزان سهام یا حجم معاملات آنها با اتحادیه یا تلفیقی از آنها وفق اساسنامه تعیین می گردد. معاملات مدیران شرکتهای تعاونی و اتحادیه های تعاونی مشمول ماده (۱۲۹) قانون تجارت خواهد بود»

دلور کفایت می‌کند. نتیجه عملی این تصمیم آن بود که ترکیب سهام دوگانه با دکترین تفسیری حقوق دلور عملاً به تحکیم کنترل بنیان‌گذار کمک می‌کند.^۱

۵-۲- پرونده کولون علیه شرکت بامبل

در این پرونده شرکت بامبل در زمان عرضه عمومی اولیه خود ساختاری ترکیبی از UP-C و سهام دوگانه اتخاذ کرد.^۲ براساس اساسنامه، هر سهم کلاس A یک رأی داشت، مگر آنکه در اختیار «سهامدار اصلی» قرار می‌گرفت؛ در آن صورت هر سهم ده رأی می‌یافت. همچنین سهام کلاس B که صرفاً حق رأی داشت، در صورت تعلق به سهامدار اصلی ده برابر قدرت رأی محاسبه می‌شد. این طراحی باعث شد دو سهامدار اصلی — بنیان‌گذار شرکت^۳ و سرمایه‌گذار نهادی^۴ — مجموعاً بیش از ۹۲٪ قدرت رأی را در اختیار بگیرند.

شاکی مدعی شد که این نظام «رأی‌دهی مبتنی بر هویت» با مواد (a151) و (a212) قانون شرکت های دلور مغایرت دارد، زیرا حقوق سهام یک کلاس باید یکنواخت باشد و قاعده پیش‌فرض «یک سهم، یک رأی» نقض شده است. دادگاه اما با استناد به مفاد همین مواد تصریح کرد که اساسنامه می‌تواند ویژگی‌های خاص را برای سهام تعریف کند و این ویژگی‌ها حتی می‌توانند وابسته به حقایق قابل احراز خارج از اساسنامه باشند؛ هویت دارنده نیز یکی از این حقایق محسوب می‌شود. در نهایت، دادگاه با استناد به رویه‌های پیشین همچون *Williams* و *Providence* اعلام کرد که تفاوت در حق رأی مطابق هویت دارنده با متن قانون شرکت های دلور سازگار است. بنابراین، درخواست شاکی رد شد و مفاد اساسنامه *Bumble* معتبر شناخته شد. دادگاه البته یادآور شد که این تصمیم صرفاً از حیث انطباق قانونی صادر شده و امکان بررسی جداگانه از منظر انصاف در آینده وجود خواهد داشت.^۵

1- *Gunderson v. The Trade Desk Inc.*, C.A. No. 2024-1029-PAF (Del. Ch. Nov. 8, 2024)

^۲ در ساختار UP-C (Umbrella Partnership–Corporation) معمولاً یک شرکت سهامی عام به‌عنوان هلدینگ ثبت می‌شود و مالک بخشی از واحدهای یک شرکت دیگر (مانند یک شراکت محدود یا LLC) است، در حالی که بنیان‌گذاران یا سرمایه‌گذاران اولیه همچنان مالک واحدهای شراکت هستند. این الگوبه بنیان‌گذاران امکان می‌دهد در عین بهره‌مندی از مزایای ورود به بورس، از معافیت‌های مالیاتی مبتنی بر *pass-through taxation* نیز برخوردار شوند. شرکت تازه تاسیس به‌عنوان شرکت بورسی به‌کار می‌رود و شراکت عملیاتی زیر آن باقی می‌ماند. شرکت سهامی معمولاً دو طبقه سهم دارد: نوع A با حقوق رأی و اقتصادی شبیه سهام عادی، و نوع B با حق رأی بدون حقوق اقتصادی؛ حفظ این دو طبقه برای مزایای مالیاتی و تداوم کنترل پیش از عرضه عمومی سهام ضروری است. (Shobe, 2017, pp. 933-938)؛ شرکت *Bumble* همین الگورا با ساختار سهام دوگانه ترکیب کرد تا هم مزایای مالیاتی UP-C را داشته باشد و هم کنترل شرکتی متمرکز در دست مؤسسان باقی بماند.

^۳ Whitney Wolfe Herd

^۴ Blackstone

^۵ *Colon v. Bumble*, C.A. No. 2022-0824-JTL (Del. Ch. Sept. 12, 2023)

۳-۵- پرونده ایالت رودآیلند علیه شرکت پارامونت گلوبال

در این پرونده موضوع این بود که صندوق بازنشستگی ایالت رودآیلند به عنوان سهامدار شرکت پارامونت خواستار دسترسی به اسناد براساس ماده ۲۲۰ قانون شرکت های دلاور شد تا بررسی کند آیا Shari Redstone به عنوان سهامدار کنترل کننده از طریق شرکت مادر خود (NAI) خریداران بالقوه را از معامله در سطح شرکت به سمت خرید NAI هدایت کرده است. Paramount دارای ساختار دوگانه سهام بود سهام کلاس A با حق رأی و سهام کلاس B بدون حق رأی؛ Redstone از طریق مالکیت عمده کلاس A کنترل کامل شرکت را در اختیار داشت.

دادگاه پس از بررسی اسناد و گزارش های خبری معتبر اعلام کرد که سهامدار توانسته است بر مبنای غلبه ادله نشان دهد که زمینه ای معتبر برای ظن به نقض تکلیف وفاداری وجود دارد. ساختار دوگانه سهام در اینجا نقشی کلیدی داشت، زیرا تمرکز قدرت رأی در دست Redstone امکان آن را فراهم کرد که مسیر معاملات به نفع NAI و به زیان سهامداران کلاس B منحرف شود. دادگاه نتیجه گرفت که چنین ظنی، هدف مشروع برای دسترسی به اسناد محسوب می شود و سهامدار حق دارد اسناد لازم و کافی برای پیگیری این موضوع را دریافت کند، هرچند تعیین دامنه دقیق اسناد به قاضی ناظر واگذار شد. لذا در این جا برخلاف دموورد قبلی دادگاه به نوعی با نادیده گرفتن ساختار سهام و حق رای مضاعفی که مدیران در اختیار داشتند زمینه بررسی اسناد را فراهم نمود.^۱

۳-۶- جایگاه قانونی ساختار سهام دوگانه در نظام حقوقی ایالات متحده

با عنایت به اینکه عرف تجاری حاکم بر نظام شرکتی ایالات متحده بسیار پیشرو بوده در آغاز قرن بیستم (به ویژه دهه ۱۹۲۰) شرکت های مثل فورد و شرکت های رسانه ای خانوادگی مثل نیورک تایمز و واشنگتن پست، از سهام با حق رأی متفاوت استفاده کردند. پس از بحران ۱۹۲۹ و تصویب قوانین اوراق بهادار فدرال (۱۹۳۳ و ۱۹۳۴)، بورس نیویورک از سال ۱۹۴۰ تا حدود ۱۹۸۶ قاعده یک سهم - یک رأی را به عنوان شرط پذیرش شرکت ها اعمال کرد. اما این محدودیت صرفاً در زمینه بورس اعمال می شد و در قانونگذاری ایالتی انعطاف بیشتری وجود داشت که به عنوان شاخص می توان به قانون شرکت های ایالت دلاور اشاره نمود که اجازه انتشار سهام با حق رای نامتوازن را به شرکت ها داده است که در ادامه مواد این قانون مورد بررسی قرار می گیرد.

۳-۶-۱- رویکرد قانونی ایالت دلاور

با بررسی فصل ۸ از قانون شرکت های ایالت دلاور می توان بیان داشت که قانونگذار ایالتی صراحتاً اجازه ایجاد ساختار سهام دوگانه و چندگانه را با تغییر در توازن حق رای تجویز نموده است.

¹- State of Rhode Island v. Paramount Global, C.A. No. 2024-0457-SEM (Del. Ch. Jan. 29, 2025)

ماده ۱۰۲: (4)(a) اساسنامه شرکت باید مشخص کند چه تعداد سهام و چه کلاس‌هایی از سهام وجود دارد. اگر شرکت بخواهد بیش از یک کلاس سهام ایجاد کند (مثلاً سهام با حقوق رأی متفاوت)، باید ویژگی‌ها و محدودیت‌های هر کلاس را در اساسنامه قید کند.¹ همچنین ماده ۱۵۱: (a) به‌طور صریح اجازه می‌دهد شرکت‌ها چند کلاس یا سری سهام منتشر کنند که می‌تواند دارای حقوق رأی کامل، محدود یا بدون حق رأی باشد. همچنین می‌توانند حقوق ویژه یا محدودیت‌ها را تعیین کنند. این ماده مبنای قانونی اصلی برای سهام دوگانه است.

۲-۶- ساز و کار نظارتی در قانون ایالت دلاور

ماده ۲۱۲: (a) قاعده پیش‌فرض یک سهم یک رأی را مقرر می‌کند، «مگر آنکه اساسنامه خلاف آن را تعیین کند». یعنی دولت ایالتی به شرکت‌ها آزادی می‌دهد اما در عین حال نظارت خود را با این اصل اعمال می‌کند؛ هر تغییر از این قاعده باید صریحاً در اساسنامه ذکر شود.² ماده ۳۹۴: تصریح می‌کند که همه مقررات قانون شرکت‌های دلاور³ بخشی از اساسنامه هر شرکت محسوب می‌شوند.⁴ بنابراین حتی اگر اساسنامه سکوت کند، حقوق پیش‌فرض (مانند حق رأی) به صورت قانونی وجود دارد و دولت می‌تواند بر آن نظارت کند.

۳-۶- محدودیت‌ها و تضمین‌های حفاظتی

قانون دلاور الزام می‌کند که هرگونه ویژگی خاص سهام (از جمله حق رأی مضاعف یا محدودیت در انتقال) باید شفاف و صریح در اساسنامه نوشته شود و شرکت موظف است آن را به اداره ثبت شرکت‌های ایالت⁵ تسلیم کند.⁶ این شفافیت به دولت امکان کنترل و اعمال نظارت می‌دهد.

همچنین، برای برخی تصمیمات کلان (مثل ادغام یا تبدیل)، قانون مذکور الزام به رأی اکثریت یا فوق‌العاده سهامداران دارد مگر اینکه اساسنامه شرایط سخت‌گیرانه‌تری مقرر کرده باشد. این ابزار قانونی مانع سوءاستفاده از ساختار دوگانه به زیان سهامداران خرد می‌شود.⁷

۷- تناسب ساختار سهام دوگانه با حقوق ایران و مزایای آن

¹ - ماده ۱۰۲ قانون شرکت‌های دلاور

² - ماده ۲۱۲ قانون شرکت‌های دلاور

³ - Delaware General Corporation Law

⁴ - ماده ۳۹۴ قانون شرکت‌های دلاور

⁵ - Division Of Corporations

⁶ - ماده ۱۵۱ قانون شرکت‌های ایالت دلاور

⁷ - مواد ۲۴۲، ۲۵۱، ۲۷۱، ۲۷۵ قانون شرکت‌های دلاور

نقش سرمایه و نقدینگی در توسعه فعالیت شرکت‌های سهامی عام بر کسی پوشیده نیست و در ایران، شرکت‌های خصوصی از طریق عدم توزیع سود و تبدیل آن به سهام یا وام بانکی و شرکت دولتی از طریق انتشار اوراق قرضه تحت عنوان‌های متفاوت اقدام به تأمین سرمایه می‌کنند که از حیث اقتصادی تورم‌زا، و از حیث شرعی با شبهه رباخواری مواجه است. یکی از عوامل این اقدام، نگرانی‌های مدیران یا موسسین شرکت، از ورود سهامداران جدید به هیأت مدیره و خروج شرکت از کنترل آنان است که سهام دوگانه در راستای رفع این نگرانی مؤثر است. در این نوع شرکت اختیار مالکیت و اختیار مدیریت از یکدیگر تفکیک می‌شوند و دوردیف، سهام متفاوت سهم با حق رای بیشتر و سهام بدون حق رای یا حق رای کمتر تحت عنوان «سهام دوگانه» منتشر می‌گردد. همچنین ساختار سهام دوگانه به عنوان قوی‌ترین و مؤثرترین شکل حفاظت ضد تملک غیرمنصفانه و عدم انحصار ظاهر می‌شود. چون زمانی که کنترل شرکت در کنترل یک گروه محدود باشد، امکان تملک غیرمنصفانه تقریباً به صفر می‌رسد، زیرا هیئت مدیره نمی‌تواند به طور اجباری تغییر کند و معمولاً مالکان نیز تمایلی به «اخراج» شدن از شرکت خود ندارند (Aksinaviciute, 2014, P.11). لذا ساختار سهام دوگانه در دفع تملک‌های خصمانه و غیرمنصفانه شرکت‌ها در دهه ۱۹۸۰ کمک کرد. (XU, 2020, P.4) در حقوق ایران ساختار سهام دوگانه از جهاتی دارای اهمیت است که به هر یک از عوامل جداگانه اشاره می‌شود.

۱-۷- تحلیل ساختار سهام دوگانه بر اساس تئوری تفکیک مالکیت از تصرف

مسئله تفکیک مالکیت از تصرف طی سال‌ها مورد بحث قرار گرفته^۱ و از زمان انتشار کتاب «شرکت مدرن و مالکیت خصوصی» اثر برل و مینز (۱۹۳۲) به طور چشم‌گیری توجه محققین و صاحب‌نظران را به خود معطوف نموده است. در یک شرکت، مالکیت و مدیریت بین دو نهاد تقسیم می‌شود: هیئت مدیره و سهامداران. لیکن، پیش فرض این که مدیران به طور ذاتی در راستای منافع سهامداران عمل می‌کنند، در قرن بیستم به شدت مورد تردید قرار گرفت (Ruiter, 2017, p.2)

در میان رویکردهای مختلفی که در این زمینه شناسایی شده است، دو مدل «انگلیسی-آمریکایی» و «اروپایی» مشهورترین الگوها محسوب می‌شوند. این رویکردها در عمل، وجوه افتراق متعددی دارند که سبب می‌شوند نوع هدایت شرکت‌های سهامی در آنها متفاوت باشد، زیرا مدل نخست «سیستم برون‌سازمانی» را برای هدایت شرکت‌ها مناسب‌تر دانسته که بر مالکیت پراکنده سهامداران و افتراق آن از مدیریت شرکت بنا شده است و مدل دوم «درون‌سازمانی» را برگزیده که بر مالکیت متمرکز صاحبان سهام و تجمیع مالکیت و کنترل شرکت استوار است. (تقی‌پور & عابدینی، ۱۳۹۸، ص. ۴۱۰)

در حقوق ایران، به موجب ماده ۱۰۷ لایحه، اعضای هیأت مدیره شرکت‌های سهامی باید از میان سهامداران انتخاب شوند، بنابراین مطابق این مقرر، مدیران، مستقل از سهامداران نیستند و میان مالکیت و کنترل شرکت، افتراقی وجود ندارد، اما بر اساس «آیین‌نامه نظام راهبری شرکتی بورس اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۶» اعضای هیأت مدیره باید مستقل و غیرموظف، همان آیین‌نامه، معیار استقلال مدیران را «نداشتن ارتباط با اهمیت با شرکت» اعلام کرده است؛ علاوه بر

^۱ در باره رابطه تصرف و مالکیت، مراحل طی شده چون در حقوق رم قدیم مالکیت ملازم با تصرف بود و آن دوازدهم تفکیک نمی‌شدند با گذشت زمان و تحولات حقوقی این دوازدهم تفکیک شدند یعنی ممکن کسی مالک باشد ولی متصرف نباشد و بر عکس کسی متصرف باشد ولی مالک نباشد. طرفداران شرکت با ساختار دوگانه عمدتاً به این نظریه برای توجیه آن استناد می‌کنند که در حقوق ایران نیز جدایی تصرف از مالکیت پذیرفته شده است

این، مطابق ماده ۲ «دستورالعمل راهبری شرکتی برای شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۹، تعداد اعضای مستقل هیأت مدیره، نباید کمتر از ۴۰ درصد تعداد کل اعضای هیأت مدیره باشد. (تقی پور & عابدینی، همان، ص. ۴۱۶) با توجه به اینکه شرط پذیرش شرکتهای سهامی عام در بورس رعایت الزامات مقرر در این دو قانون می باشد می توان بیان داشت که این دو مقرر جدید در خصوص شرکتهای پذیرفته شده در بورس بر لایحه اصلاحی قانون تجارت ارجحیت دارد و ناسخ آن می باشد و چارچوب قانونی لازم برای تفکیک مالکیت از کنترل فراهم شده است.

۷-۱-۱- مشروعیت فعالیت سرمایه

در حقوق ایران وضعیت گردش سرمایه به دونوع مشروع و غیرمشروع قابل تقسیم است: اگر گردش سرمایه در قالب عقود مشارکتی باشد، منافع ناشی از آن مشروع و مورد حمایت است زیرا در این دسته از عقود سرمایه کارکرد اقتصادی و ثروت افزایی دارد (باریکلو، شهبان مقدم، ۱۴۰۱، ص ۱۶) ولی اگر گردش سرمایه در قالب عقود مبادلاتی باشد، منافع ناشی از آن نامشروع و حتی تحت عنوان رباخوری جرم انگاری شده است. لذا با توجه به اینکه اکثر وام های بانکی یا اوراق قرضه ربوی است که در قوانین متعددی ممنوع و نامشروع اعلام شده است، گرچه در شرکت ساختار سهام دوگانه، مبتنی بر مشارکت سرمایه ای است، می توان از مناط اعتبار مضاربه و مشارکت مدنی برای مشروعیت آن استفاده کرد. علاوه بر این، بانکها با اعطای وام و اعتبار و یا خرید اوراق بهادار و قرضه، به نحو مستقیم و غیرمستقیم خلق پول می کنند و موجب افزایش تورم در جامعه می شوند که خلاف عدالت و نوعی اجحاف است. لذا این روش سالم ترین راه مشروع گردش پول و سرمایه است.

۷-۱-۲- مزایا اقتصادی

به کارگیری ساختار سهام دوگانه به عنوان یکی از روش های نوین و کارآمد تأمین سرمایه در شرکت ها، واجد منافع اقتصادی متعددی است که باید مورد توجه نهاد ناظر بازار سرمایه قرار گیرد. در همین راستا، هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، در چارچوب وظیفه مقرر در بند (۱۳) ماده (۷) قانون بازار اوراق بهادار - مبنی بر پیشنهاد توسعه و به کارگیری ابزارهای مالی جدید به شورای بورس - (قاسمی حامد & براری چناری، ۱۴۰۳، ص. ۹۲) می تواند در گام نخست، امکان صدور و استفاده از سهام دوگانه را برای شرکت های پذیرفته شده در بورس مطرح کند و از این طریق به تحقق عملی این تکلیف قانونی یاری رساند.

ساختار سهام دوگانه از جهات مختلف می تواند برای شرکت و بازار سرمایه سودمند باشد: از یک سو نیازهای نقدینگی شرکت را به صورت غیرتورمی و عادلانه تأمین کرده و نقدینگی سرگردان را به طور هدفمند به سمت بخش مولد هدایت می کند؛ و از سوی دیگر، به افزایش ارزش نهفته شرکت کمک می نماید. دیدگاه «رشد ارزش نهفته»^۱ یکی از مبانی نظری مهم و قابل استناد حمایت از سهام دوگانه در حقوق شرکت ها، به ویژه در نظام حقوقی شرکت های ایالت دلاور ایالات متحده آمریکا، محسوب می شود

۷-۱-۲-۱- ارزیابی دیدگاه ارزش نهفته

^۱- Hidden Value Model

این دیدگاه بر این است که هیئت‌مدیره شرکت، به‌عنوان نهادی مطلع‌تر نسبت به بازار، واجد دانش و اطلاعات داخلی و اختصاصی است که می‌تواند «ارزش اصلی و نهفته» شرکت را که معمولاً در قیمت سهام یا در ارزیابی‌های بازار به‌صورت کامل منعکس نمی‌شود، شناسایی و حمایت کند چرا که اطلاعات خصوصی هیئت‌مدیره بسیار بالاست.

دیدگاه ارزش نهفته بر این فرض مبتنی است که هیئت‌مدیره‌ها اغلب می‌دانند چگونه ارزش شرکتی ایجاد کنند که حداقل در کوتاه‌مدت برای سهامداران و خریداران بالقوه نامرئی است. و این ارزش شرکت اغلب آن‌قدر پنهان است که نه تنها سهامداران و خریداران بالقوه از آن آگاه نیستند، بلکه به‌صورت قابل‌اعتمادی نیز نمی‌توان به آن‌ها اطلاع داد (Shleifer & Robert, 2001, P.35). لذا ارزش نهفته می‌تواند برای مدت‌های طولانی پنهان باقی بماند (Black & Kraakman, 2002, P.532).

مضافاً مدیران به‌عنوان اشخاصی ذیصلاح که سکان تشخیص صلاح و نفع شرکت به ایشان واگذار شده است و این واگذاری مبتنی بر این شرط ضمنی نهفته است که مدیران اجازه داشته باشند بر پایه تشخیص شخصی و دانش خود امور شرکت را مدیریت کنند (باریکلو، ساردوئی، نسب، میرجلیلی، ۱۳۹۸، ص ۹۱) لذا بایستی در این امر اختیار عمل کافی داشته باشند که با نظری در مبنای حقوق داخلی نیز به نوعی می‌توان از ماده ۶۶۷ قانون مدنی مدد جست که از حیث نحوه و ابتکار عمل اجرای وظایف مدیریتی، رابطه مدیران با شرکت و سهامداران را نیز می‌توان نوعی عقد اذنی تعبیر نمود که در این رابطه چگونگی اجرای امر نیابت به امانت و کاردانی و مراقبت مدیر ماذون و اگذار می‌گردد (کاتوزیان، ۱۴۰۱، ص ۱۷۰) در نتیجه، با توجه به نقش آن در صیانت از حقوق سهامداران و جلوگیری از تضییع منافع ایشان، می‌توان گفت که این سازوکار با ساختار و مبنای حقوقی ایران همخوانی بیشتری دارد.

الف- رویکرد دادگاه دلاور در خصوص تئوری ارزش نهفته

آراء صادره از دادگاه‌های ایالت دلاور نشان می‌دهد که رویه قضایی اعطاء اختیار تعیین ارزش واقعی و نهانی شرکت به مدیران را به رسمیت شناخته است و جز در موارد محدودی که کنترل شرکت در نتیجه انحلال یا فروش به‌طور اساسی دگرگون می‌شود و زمینه‌ای برای اعمال تئوری ارزش پنهان فراهم نمی‌باشد؛ آراء دادگاه‌ها؛ اصل را بر اعمال صلاح‌دید مدیران در تعیین ارزش واقعی و نهانی ارزش شرکت قرار داده‌اند که برخی از این آراء مورد بررسی اجمالی قرار می‌گیرد.

ب- بررسی اجمالی چند پرونده شاخص

در پرونده اسمیت علیه ون گورکوم، برای نخستین بار دیدگاه ارزش پنهان مطرح شده که در آن هیئت‌مدیره‌ی شرکت ترانس یونیون با ادغام نقدی این شرکت با یکی از شرکت‌های تابعه‌ی گروه مارمون به قیمت ۵۵ دلار برای هر سهم موافقت کرد؛ قیمتی که ۵۰٪ بالاتر از قیمت بازاری سهام پیش از اعلام ادغام بود. هیئت‌مدیره‌ی ترانس یونیون مطمئن شد که قیمت فروش از طریق بررسی جدی بازار سنجیده شود اما دادگاه دلاور، هیئت‌مدیره را به دلیل بی‌توجهی به «ارزش ذاتی» ترانس یونیون مقصر دانست.^۱

^۱- Smith v. Van Gorkom (488 A.2d 858, Del.1985)

و بیان داشت که هیئت مدیره باید خود ارزش ذاتی شرکت را تعیین کند، نه بازار یا سهامداران؛ در نتیجه دادگاه پذیرفت که هیئت مدیره وظیفه دارد ارزش پنهان را بسنجد، و قصور در این کار موجب مسئولیت است. (Kraakman & Black, 2002, pp. 525-566)

در دعوی شرکت یونی کال کورپ علیه شرکت مزا پترولیوم دادگاه با اعمال تدابیر دفاعی هیئت مدیره شرکت در مقابل تصاحب خصمانه نیز بر اعمال نظریه ارزش واقعی و پنهان توسط مدیران صحنه نهاد اما ساز و کار اجرایی آن را در این پرونده بسط داد و آن اینکه آزمونی که دادگاه در این دعوی بنا نهاد این بود که برای تعیین اینکه آیا مدیران می توانند از تصاحب جلوگیری کنند، مشتمل بر دو گام است: الف- آیا مدیران به طور معقول تهدید را درک کرده اند؟ ب- آیا اقدام دفاعی آنان متناسب با تهدید بوده است؟^۱ و در پرونده دیگری نیز، دادگاه دلاور همین رویکرد را اتخاذ نمود.^۲

اما در دادخواهی شرکت روگن علیه مک اندروز و هلدینگ فوربز؛ دادگاه عالی دلاور اعمال نظریه ارزش واقعی را محدود نمود و بیان داشت که در شرایط خاصی که نشان می دهد «فروش» یا «انحلال» شرکت اجتناب ناپذیر است، وظایف امانی هیئت مدیره به شدت محدود می شود. در چنین وضعیتی، تنها مسئولیت هیئت مدیره این است که بیشترین ارزش آنی برای سهامداران را از طریق دریافت بالاترین قیمت ممکن تضمین کند. از این روال مواردی که شرکت برای فروش گذاشته می شود، هیئت مدیره باید بیشترین ارزش قابل مشاهده^۳ را برای سهامداران کسب کند. چون در فروش نقدی دیگر ارزشی پنهان باقی نمی ماند و از همین پرونده بود که مدل ارزش قابل مشاهده^۴ که در فروش های نقدی مطرح می شود نظریه مرسوم ارزش پنهان را به چالش کشید^۵

۳-۱-۷- ثبات مدیریت

مدیریت موضوعی تخصصی که به عنوان یک تخصص دارای رمز و اسرار نهفته است و لازمه آن ثبات و عدم تزلزل است. لذا ثبات مدیریت بر تزلزل آن مقدم است چون تخصص مدیران به خاطر اشرافیتی که به مسائل درونی شرکت دارند بیشتر هیئت های مدیره قابل اعتمادتری هستند، بیشتر از آنچه سهامداران تصور می کنند. در چنین شرایطی، سهامداران محدودیت اطلاعات خود را درک کرده و اگر به هیئت مدیره اعتماد داشته باشند، به تصمیمات آن ها احترام می گذارند. همچنین سهامداران بلندمدت و کوتاه مدت منافع متفاوتی دارند که منافع سهامداران بلندمدت باید در اولویت باشد. لذا از دیدگاه ارزش نهفته، اختلافات بزرگی ممکن است بین ارزش کوتاه مدت و بلندمدت شرکت وجود داشته باشد که ارزش بلندمدت باید در تعیین سیاست های شرکت حاکم باشد. پس حمایت از منافع سرمایه گذاران بلند مدت بیش از سرمایه گذاران کوتاه مدت اهمیت دارد. سرمایه گذار بلندمدت، اگر شرکت به قیمتی کمتر از ارزش واقعی (شامل ارزش پنهان) فروخته شود، ضرر دائمی متحمل می شود. در نتیجه به کارگیری سهام دو گانه در شرکت ها، چون متضمن ثبات در

^۱- Unocal Corp.v.Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946, 955(Del.1985)

^۲- Unitrin, Inc v.American General Corp.(651 A.2d 1361, Del.1995)

^۳- visible value

^۴- مدل ارزش قابل مشاهده یا مشهود بیان می کند که با توجه به اطلاعات عمومی و شفافیت بازار، سهامداران و خریداران بالقوه بهترین موقعیت را برای تعیین ارزش واقعی شرکت دارند؛ گرچه هیئت مدیره ممکن است در تصمیم گیری دچار تعارض منافع یا خطا شوند. (Kraakman & Black, 2002, p.540)

^۵-Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986)

مدیریت است، موجب تحقق منافع بلند مدت می شود و از آنجایی که امروزه هیات مدیره شرکت های سهامی به عنوان رکنی از ارکان شرکت تقلی می شود (عیسائی تفرشی، همان، ص ۲۲۳) که این طرز تلقی مستلزم برقراری ثبات در آن می باشد که همسوبا مبانی حقوق داخلی نیز می باشد.

۴-۱-۷- ممانعت از انحصار

یکی از موانع رشد اقتصادی معاصر وجود انحصار است که اقتصاد ایران کاملاً تحت حاکمیت آن می باشد. لذا هر سیستمی در تلاش است با ایجاد رقابت در بازار مانع تحقق انحصار یا رفع آن شود. اتخاذ سهام دوگانه از این منظر مناسب است چون به هیئت مدیره اجازه می دهد که در مواجهه با پیشنهادات خرید یا تملک های خصمانه و غیرمنصفانه که ممکن است سود کوتاه مدت سهامداران را افزایش دهند اما به قیمت از دست رفتن فرصت های بلندمدت و ارزش نهفته شرکت باشد، از شرکت حمایت کند. این توانایی که تحت عنوان «حمایت در برابر تصاحب خصمانه»^۱ معروف است یکی از ابزارهای حقوقی ممانعت از انحصار است.

البته به دلیل ضرورت حفظ نقدشوندگی سهام در بازار، قانوناً محدودیتی برای خرید وجود ندارد و در این باره به تشخیص موردی هیأت مدیره است: به عنوان مثال قوانین ایالات متحده به خریدار آزادی کامل می دهد تا به هر درصدی از سهام شرکت هدف را خریداری کند. و هرگز «قاعده پیشنهاد اجباری» را تحمیل نکرده اند که طبق آن خریداران بزرگ سهام شرکت هدف موظف باشند برای کل سهام شرکت پیشنهاد ارائه کنند. لیکن، مقررات مربوط به پیشنهاد خرید در آمریکا الزام می کند که خریدار برای هر سهمی که می خرد، قیمت یکسانی بپردازد؛ و اینکه خریدار باید به نسبت سهام هر سهامداری که سهام خود را عرضه می کند، سهام خریداری کند. همچنین پیشنهاد خرید حداقل به مدت بیست روز باز باشد. این مقررات از سهامداران در برابر پیشنهادهای موسوم به «پیشنهاد شنبه شب» که فقط برای مدت کوتاهی باز هستند و تنها به اولین سهامدارانی که سهام خود را عرضه می کنند ارائه می شوند تا آنها را تحت فشار عرضه سهام قرار دهند، محافظت می کند. اما این مقررات تضمین نمی کنند که سهامداران بتوانند همه سهام خود را بفروشند اگر خریدار کنترل شرکت را به دست آورد. (Armour & Skeel, 2007, Pp.1734-1735)

بنابراین، سهام دوگانه، این امکان را برای مدیران فراهم می آورد که کنترل شرکت را حفظ کنند و از فشارهای کوتاه مدت بازار یا فعالان مالی برای فروش فوری شرکت ممانعت نمایند (Bebchuk & Kastiel, 2017, P.27). پس بایستی به آن‌ها اختیار بیشتری در تصمیم گیری داده شود، به ویژه در موضوعاتی که مربوط به ارزش گذاری شرکت و حفظ ارزش های بلندمدت است. به هر حال اعمال ساختار سهام دوگانه برای مقابله با فعالان بازار و سایر سهامداران نهادی که نگرانی اصلی شان سودهای کوتاه مدت است، ضروری می باشد. در واقع، تجارب نشان داده که شرکت های کارآفرینی مانند گوگل یا فیسبوک، تنها در صورتی می توانند روند به رشد خود را ادامه دهند که همچنان کنترل و تصمیم گیری در شرکت را در دست داشته باشند. به این ایده در بیانیه ای که گوگل در جریان توافق نامه تجدید ساختار سرمایه اش منتشر کرد، تصریح شده است: «ما همواره بر این باور بوده ایم که رویکرد مبتنی بر رهبری بنیان گذاران به ما آزادی می دهد تا روی پروژه های

¹- Hostile Takeover Protection

بلندمدت مانند اندروید، کروم و یوتیوب سرمایه‌گذاری کنیم، پروژه‌هایی که هم به نفع مصرف‌کنندگان اند و هم سهامداران» (Hals, Google Settlement, 2013)

۸- معایب ساختار سهام دوگانه

استفاده از ساختار سهام دوگانه برای مزایای قابل توجهی به همراه دارد، اما نمی‌توان از معایب این ساختار غافل شد؛ در ادامه به برخی از آن‌ها اشاره می‌شود.

الف. فقدان کنترل کافی بر مدیریت

ساختار سهام دوگانه به مدیریت امکان می‌دهد برنامه‌های بلندمدت شرکت را با آسودگی پیش ببرد و بنیان‌گذاران یا اعضای خانواده کنترل خود را بر شرکت حفظ کنند، حتی گرچه سهام شرکت در بازار معامله می‌شود. لیکن، این عدم توازن در حق رأی میان مدیریت و سهامداران عمومی، ابزارهای کنترلی بازار بر سوءرفتار مدیریتی را که سهامداران شرکت‌های با سهام عادی بآن تکیه می‌کنند، از میان برمی‌دارد. (Tian wen, 2014, p.1497)

یکی از تمرکزهای اصلی در راهبری شرکتی، نظارت بر احتمال سوءمدیریت توسط کسانی است که کنترل شرکت را در دست دارند. لیکن، از آنجا که شرکت‌های سهامی عام توسط تعداد زیادی از سهامداران پراکنده مالکیت می‌شوند، هیچ سهامدار منفردی برای نظارت مستقیم بر شرکت وجود ندارد.

که این امر در اثر مشهور «برل و مینز»^۱، این پدیده به‌عنوان «جدایی مالکیت از کنترل»^۲ شناسایی شد.

عدم تناسب میان قدرت رأی و منافع اقتصادی منجر به واگرایی منافع می‌شود. در نتیجه، کنترل‌کنندگان ممکن است از شرکت برای منافع خصوصی خود استفاده کنند، حتی اگر این امر ارزش بلندمدت شرکت و حقوق سهامداران خرد را تضعیف کند. مهم‌تر آنکه بار نظارت و هزینه‌های ناشی از شکست سازوکار هیئت‌مدیره، به دولت و جامعه منتقل می‌شود.

مدیران مستقل که پس از رسوایی انرون نقش مهمی در اصلاحات راهبری شرکتی یافتند، وظیفه دارند مانع سوءاستفاده مدیران اجرایی شوند و نظارت عینی اعمال کنند. اما در شرکت‌های با ساختار سهام دوگانه، مدیران کنترل‌کننده به دلیل قدرت رأی متمرکز می‌توانند از این قواعد معاف شوند؛ حتی اگر سهم اقتصادی چندانی نداشته باشند.

در نتیجه این ساختار تحت عنوان «شرکت کنترل‌شده» عملاً بسیاری از سازوکارهای نظارت مدرن بر مدیریت را از کار می‌اندازد و زمینه تمرکز قدرت بدون پاسخ‌گویی را فراهم می‌کند (TIAN, 2014, pp. 1493-1495)

ب- عدم تمایل موسسات سرمایه‌گذاری به تامین سرمایه در شرکت‌های با سهام دوگانه

¹- The Modern Corporation and Private Property (1932)

²- Separation Of Ownership and Control

سرمایه‌گذاران نهادی معمولاً ابزار مهمی برای بهبود راهبری شرکتی هستند، اما در شرکت‌های دارای سهام دوگانه این نقش تضعیف می‌شود. مطالعات نشان می‌دهد مالکیت نهادی در این شرکت‌ها به‌طور چشمگیری کمتر است. نمونه‌های بارز شامل فشار مورگان استنلی بر نیویورک تایمز (که ناکام ماند و به فروش سهم ۷.۲٪ منجر شد) و کارزار CalPERS در سال ۲۰۱۲ برای حذف ساختار دوگانه است. در نتیجه، نهادهای بزرگ مالی به تدریج از سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دارای سهام دوگانه فاصله گرفته‌اند (Zhang & H. Chung, 2011, p. 8)

پ-تداوم مدیریت ناکارآمد

سهامدار عمده در شرکت با ساختار عادی یک سهم اقتصادی متناسب با قدرت رأی خود دارد، و این تناسب از منظر بازار بهینه‌ترین راه برای کاهش هزینه‌های نمایندگی است. برای مثال، اگر فرضیه کارایی بازار سرمایه برقرار باشد، افت ارزش سهام به سهامداران علامت می‌دهد که شرکت مدیریت ضعیفی دارد. کاهش قیمت سهام می‌تواند سهامداران را به مبارزه برای تغییر مدیریت و اداری کند یا منجر به پیشنهاد خرید شرکت شود (که اغلب به تغییر هیئت‌مدیره فعلی ختم می‌شود). این خطر نیز چنانچه مدیر کنترل‌کننده سهم اندکی از سرمایه شرکت را داشته باشد مضاعف می‌شود (Bebchuk & Kastiel, 2017, p. 602)

اما در یک شرکت با ساختار سهام دوگانه، جایی که قدرت رأی کنترل‌کننده بسیار بیشتر از منافع اقتصادی اوست، نگرانی درباره مبارزات مدیریتی یا ازدست دادن رأی در مجامع سهامداران، عملاً موضوعیت ندارد. بنابراین، با وجود سهام دوگانه، مدیریت می‌تواند خود را از تدابیر راهبری شرکتی - مانند بازار کنترل شرکتی یا نظارت سهامداران غیرکنترلی - مصون سازد. (WEN, 2014, p. 1501)

۹- راهکارهای حقوقی کنترل مدیریت

هرچند هدف از ایجاد ساختار سهام دوگانه، حفظ ثبات و پایداری مدیریت است، اما این هدف تنها زمانی موجه و مفید خواهد بود که مدیریت از کارایی لازم برخوردار باشد. لذا باید با سازوکارهای حقوقی مناسب، کارایی مدیریت شرکت مورد توجه قرار گیرد و در صورت عدم کارایی، مدیریت عوض شود.

۹-۱- ابزارهای قراردادی کنترل

اغلب برای پاسخگویی داشتن مدیران از طریق تنظیم قراردادی بین برخی سهامداران و شرکت؛ این مطلوب حاصل می‌شود معمولاً از طریق قرارداد سهامداران^۱ اما گاهی از قراردادهای دیگری با عناوینی مانند قرارداد نمایندگی، قرارداد تعیین مدیر، قرارداد رأی‌گیری، قرارداد سرمایه‌گذاری یا قرارداد حقوق سرمایه‌گذار نیز اعطا می‌شود (Shobe, 2025, P. 1361)

^۱- Shareholder agreement

یکی از حقوق مهم سهامداران داخلی، که معمولاً از طریق قرارداد به دست می‌آورند، حق وتودر تصمیمات خاص شرکت است. این حق شامل تصمیمات مهمی می‌شود که نیازمند رأی‌گیری سهامداران است، از جمله تصویب معاملات عمده مانند فروش، ادغام یا واگذاری دارایی‌های اصلی شرکت.

شرکت‌های با سهام عادی اغلب به سهامداران داخلی حق وتوی بسیار فراتر از آنچه سهامداران معمولی دارند، می‌دهند، از جمله حق وتوبر اخذ بدهی بیش از مبلغ مشخص، خرید و فروش دارایی‌ها بالاتر از رقم معین، تغییرات اساسی در نوع فعالیت تجاری شرکت، تصمیم به اخراج مدیرعامل یا مدیران ارشد و صدور سهام جدید. لذا حقوق قراردادی ابزاری مهم برای کنترل مدیریت نامتناسب به کار می‌روند.

از این روش‌های هابی که از طریق قرارداد، حقوق کنترلی نامتناسبی به سهامداران داخلی اعطا می‌کنند، باید ملزم شوند تا این حقوق را به صورت شفاف افشا نمایند؛ از جمله با الزام به توصیف این حقوق در بخش توصیف سهام شرکت چرا که این بخش جایی است که شرکت در آن حق رای و حقوق مالی سهامداران را در عرضه اولیه را تشریح می‌کند.

از آنجا که حقوق قراردادی اعطا شده به سهامداران داخلی، عملاً بسیاری از حقوق کنترلی توصیف‌شده در آن بخش را خنثی می‌کند، افشای این حقوق ویژه در کنار حقوقی که سهامداران داخلی و سهامداران عمومی از طریق مالکیت سهام دریافت می‌کنند، به سهامداران عادی اجازه می‌دهد که بهتر درک کنند کنترل واقعی شرکت در دست چه کسی است. و به ایشان این امکان را می‌دهد تا تصویر کاملی از ساختار کنترلی شرکت به دست آورند، به جای آن که مجبور باشند اسناد قراردادی مجزا، مدارک شرکتی، و بخش‌های پراکنده و گمراه‌کننده دیگر را بررسی کنند.

۹-۲- کنترل از طریق شروط انقضاء

با توجه به اینکه ساختار سهام دوگانه مستلزم اعطای اختیار و قدرت کنترل قابل توجهی به مدیران و موسسین و کارآفرینان اولیه شرکت می‌باشد که در بلند مدت ممکن است برخی سوء استفاده‌ها را به بار آورد که گاهی مدیران حتی در شرایطی که هیچ منفعت شخصی آشکاری نیز در خصوص موضوع مورد تصمیم نداشته باشند به جهت ثبات بیش از حد مدیریت به جهت مانوس شدن با جایگاه خود دچار تعصب درون گروهی نیز شوند (قلی‌نیا، رضا و همکاران، ۱۴۰۲، صص ۸۶-۸۵) که ایستایی در فعالیت‌های شرکت وتوقف نوآوری را به بار آورد. هر چند برای پاسخگویی داشتن مدیران کنترل‌کننده در نظام حقوقی ایران برخی به تئوری منع سوء استفاده از حق تمسک می‌نمایند (یوسف زاده، رستم زاد اصلی و صابری، ۱۳۹۸، ص ۳۷۸) اما می‌توان با گذر از این تئوری‌ها که اثبات آنها در عمل می‌تواند سهامداران اقلیت را در چالش یک دعوی حقوقی فرسایشی طولانی مدت قرار دهد و کارآمد نگه داشتن مدیریت کنترل‌کننده در ساختار سهام دوگانه که تمایل به گریز از نظارت‌های بازار داشته و تخطی به حقوق سهامداران اقلیت در آن محتمل است؛ شرط انقضاء ابزاری مؤثر و عملی برای مهار ساختارهای دوگانه می‌باشد که در میان انواع مختلف این بندها، شرط انقضاء زمانی مؤثرترین ابزار برای بازگرداندن ساختار به نظام مالکیت مبتنی بر «هر سهم، یک رأی» محسوب می‌شود.

از این رو کارایی مدیریت شرکت با ساختار سهام دوگانه وقتی احراز می شود که آن در پرتو منافع سهامداران ارزیابی شود. با این توضیح که حتی اگر سهامداری حق رای ضعیف تر یا محروم از حق رای موثر باشد، تا زمانی که، از طریق تمرکز حقوق رأی در اختیار یک سهامدار مسلط یا یک گروه کنترل کننده ارزش سهام حداکثر گردد، ساختار سهام دوگانه در پیشبرد منافع همه سهامداران مؤثر خواهد بود. اما اگر منافع سهامداران با استقرار یک ساختار سهام دوگانه به خطر افتد، آنگاه مشروعیت یا ضرورت حفظ چنین ساختاری زیر سؤال می رود که راهکارهایی تحت عنوان "بندهای افول یا شروط انقضاء" برای تعدیل باید پیش بینی شود که مورد اشاره قرار می گیرد.

اقتضای بندهای افول یا شروط انقضاء در این است که بعضی یا همه ی امتیازات سهام های با حق رأی بالا، هنگام وقوع برخی وقایع به طور خودکار زایل و به سهام های با حق رأی پایین تبدیل شوند. (Winden, 2018, p.13) که از منظر حقوق داخلی می توان آن را نوعی شرط فاسخ معلق تلقی نمود که در صورت وقوع یک حادثه آینده و نامعین، به انحلال تعهد قراردادی منجر می شود و بر همین اساس در صورت حدوث شرط تعلیقی، طرفین را به همان وضعیتی باز می گرداند که گویا اساساً تعهد قراردادی وجود نداشته است (جواهر کلام، کریمی، & زرننگ، ۱۴۰۳، ص. ۱۴۱) به طور کلی این شروط سه دسته اند ۱- شرط انقضاء با زمان معین^۲، ۲- شرط انقضاء براساس فرآیند ماشه^۳، و ۳- شرط انقضاء براساس درصد مالکیت^۴. که به آنها اشاره می شود.

۱-۲-۹- شرط انقضاء در زمان معین

شرط یا بند انقضاء در زمان معین، در تاریخی از پیش تعیین شده فعال می شود، مثلاً ده سال پس از عرضه اولیه سهام در این حالت زمانی که این بند اجرا شود، سهام با حقوق رأی برتر، به طور خودکار به سهام عادی تبدیل شده و سهام ردیف دوم شرکت حذف می گردد. این نوع شرط بدین معناست که هنگامی که یک زمان مشخص فرا رسد، ساختار سهام دوگانه به صورت خودکار یا با رأی سهامداران به وضعیت سهم تک رأی باز گردد. هدف اصلی شرط تعیین مدت معین این است که به بنیان گذار فرصتی برای تحقق چشم انداز خاصش بدهد. برخلاف اقسام دیگر شرط انقضاء که حقوق سهامداران دارای حق رأی ویژه را محدود می کنند، این نوع شرط، ساختار سهام دوگانه را حذف می کند؛ یعنی نسبت به انواع دیگر که موجب عدم قطعیت می شوند، این نوع شرط به طور مستقیم ساختار دوگانه را به ساختار تک سهمی تبدیل می کند. در عمل، در مقایسه با سایر شروط انقضاء این شرط بیشترین کاربرد را دارد (Li, 2022, p.93). در سال های اخیر، تعداد شرکت هایی که بند انقضاء در زمان معین را درج کرده اند به طور قابل توجهی افزایش یافته است، به گونه ای که ۳۵٪ از شرکت هایی که بین سال های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۷ فهرست شده اند، چنین شرطی را داشته اند، گرچه این رقم برای شرکت هایی که پیش از سال ۲۰۱۰ فهرست شده اند تنها ۳٪ است. در سال ۲۰۱۷، ۴۱٪ از شرکت هایی که ساختار دوگانه اتخاذ کردند، شرط

1- Sunset Clauses

2- Fixed-time sunset

3-triggering-event sunset

4-ownership-percentage sunset

انقضاء در زمان معین درج کردند اگرچه اکثریت قریب به اتفاق، شرکت‌های فناوری هستند. ولی، شرکت‌های فعال در حوزه املاک، رستوران‌ها زنجیره ای و تولیدکنندگان نیز در این بین دیده می‌شوند (Winden, supra, 2018, p.14)

لیکن، اگر ساختار سهام دوگانه و پویایی مدیریت برای شرکت و سهامداران اقلیت همچنان سودمند باشد، ممکن است در این بند قید شود که تبدیل سهام می‌تواند به مدت‌های اضافی، هرکدام نهایتاً تا ده سال، به تعویق بیفتد. مشروط بر اینکه اکثریت سهامداران غیرمرتبط آن را تأیید کنند (Bebchuk & Kasteil, 2017, P.620). این نوع بند انقضاء متضمن حفظ کارآمدی ساختار سهام دوگانه در بلند مدت می‌باشد. لذا با این که سهامداران غیرمرتبط تعیین‌کننده آینده ساختار هستند، بعید است که سهامدار کنترل‌کننده؛ ساختاری ناکارآمد را که صرفاً منافع خصوصی او را به هزینه ارزش شرکت تأمین می‌کند، طولانی کند. شرکت‌های مختلفی از جمله 'Fitbit', 'Groupon', 'Kayak' و 'Yelp' در مرحله عرضه اولیه سهام، از این بند انقضاء در زمان معین استفاده کردند و مدت زمان بین پنج تا بیست سال متغیر بوده است (Bebchuk & Kasteil, Ibid, P.621). توجیه شرط بر این است که با رشد شرکت‌های دارای ساختار سهام دوگانه، حاشیه سود عملیاتی و بهره‌وری نیروی کار مدیران کنترل‌کننده کاهش بیشتری نسبت به شرکت‌های دارای ساختار تک‌سهامی دارد، و نرخ نوآوری نیز سریع‌تر افت می‌کند (Fisch & Solomon, 2019, p.1080). به هر حال درج بند انقضاء در زمان معین یکی از راه‌های حقوقی کنترل کارایی مدیریت شرکت با ساختار دوگانه است که در حقوق ایران به استناد قاعده شروط و ماده ۲۳۴ معتبر می‌باشد که هم مشروع است و هم متضمن منفعت عقلایی نوعی نیز می‌باشد (محقق داماد، ۱۳۹۸، ص ۱۳۱) که با فرا رسیدن زمان معین، سهام به حالت عادی باز می‌گردد و تمام اشخاص ذینفع به صورت کلی از این تبدیل سود می‌برند از این رومی توان تحت عنوان شروط مصرح که به صورت قاطع و بدون تردید بر مفاد خود دلالت دارند (شهیدی، ۱۳۹۷، ص ۴۲) در ذیل اساسنامه در خصوص شروط انقضاء از بروز هرگونه اختلاف بعدی جلوگیری نمود.

۲-۹- شرط انقضاء ماشه‌ای

نوع دوم از شرط انقضاء که توسط برخی شرکت‌های دارای ساختار سهام دوگانه پذیرفته شده، بند مبتنی بر ساز و کار ماشه است. مطابق این شرط در صورت وقوع رویداد مشخصی، مانند ناتوانی بنیان‌گذار، فوت یا حجر یا رسیدن به سن بازنشستگی ساختار دوگانه تبدیل به تک ساختاری می‌شود. این نوع بند انقضاء مانع از آن می‌شود که بنیان‌گذار در هنگام رسیدن به وضع ناتوانی همچنان کنترل را حفظ کند و یا کنترل را به وراث خود منتقل نماید. لیکن، چنین بندی به بنیان‌گذار اجازه می‌دهد تا پایان دوران کاری خود کنترل را در دست داشته باشد. برای موسسین یا بنیان‌گذارانی که در اوان جوانی شرکتی را تاسیس می‌کنند، می‌توانند با درج چنین بندی در ساختار سهام دوگانه تمرکز طولانی مدت چند دهه ای را در شرکت دارا باشند. شرکت‌هایی همچون گوگل، لینکدین و زینگا اخیراً از این شروط انقضاء در ساختار سهام دوگانه خود استفاده کرده اند. شرط ماشه را می‌توان به شرط مباشرت مدیریت در داشتن امتیازات توصیف کرد که با فوت او یا سلب توانایی مدیریت، سمت مدیریت نیز زایل و مدیر معزل می‌شود.

۳-۲-۹- شرط انقضاء نصاب مالکیت

در شرط انقضاء نصاب مالکیت، مالکیت درصدی معین از سهام، شرط برخورداری از امتیاز رای بیشتر می باشد و در صورت کاهش از درصد معین؛ سهام به عادی تبدیل می شود. در شرط انقضاء نصاب مالکیت، سهام دارای حق رأی برتر که در اختیار بنیان گذاران است زمانی به سهام عادی تبدیل می کند که این سهام کمتر از درصد از پیش تعیین شده ای از کل سهام عادی موجود باشد. دلیل استفاده از چنین شرطی این است که سهام عمده، همسویی منافع بین کنترل کننده و سرمایه گذاران عمومی را ایجاد می کند و ممکن است نگرانی های مربوط به اجازه دادن به بنیان گذار برای حفظ کنترل را کاهش دهد. این نصاب در قالب عناوینی چون «شرط انقضاء مبتنی بر رقیق شدن سهام»^۱ و «شرط انقضاء مبتنی بر واگذاری»^۲ نیز اعمال شده است.

«شرط انقضاء مبتنی بر رقیق شدن سهام» زمانی اعمال می شود که تعداد سهام با حق رأی بالا یا مجموع سهام با حق رأی بالا و پایین موسس یا کنترل کننده به زیر درصد مشخصی از مجموع سهام دارای حق رأی بالا و پایین برسد و در نتیجه، سهام با حق رأی بالا به سهام عادی تبدیل می شوند. این کاهش می تواند به دلیل کاهش تعداد سهام با حق رأی بالا از طریق تبدیل آن ها به سهام با حق رأی پایین یا افزایش تعداد سهام با حق رأی پایین رخ دهد، چرا که این سهام برای جبران خدمات کارکنان، خرید شرکت های دیگر یا جذب سرمایه جدید جهت سرمایه گذاری در شرکت استفاده می شوند (Winden, Ibid, P.14). گاهی رقیق شدن می تواند در نتیجه صدور سهام با حق رأی پایین نیز رخ دهد.

«شرط انقضاء مبتنی بر واگذاری»، که شباهت زیادی با شرط انقضاء مبتنی بر رقیق شدن دارد، بر تعداد سهام با حق رأی بالای تمرکز دارد. این شرط دو نوع اصلی دارد: نخست شرطی که زمانی فعال می شود که تعداد سهام با حق رأی بالا به کمتر از نصاب مشخص برسد. دوم شرطی که زمانی فعال می شود که بنیان گذار یا کنترل کننده، بیش از درصد معینی از سهامی را که در ابتدا در اختیار داشته، واگذار کند. (Ibid, P.16)

وجه افتراق این دو شرط در این است که در شرط واگذاری بیشتر تمرکز بر اقدام و عمل ارادی سهامدار با حق رأی بالا و کنترل کننده در انتقال یا واگذاری سهام خود می باشد. لذا از صدور سهام با حق رأی پایین جدید تأثیر نمی پذیرد. به همین دلیل، اگرچه بنیان گذار یا کنترل کننده ممکن است نگران رقیق شدن حق رأی خود از طریق انتشار سهام با حق رأی پایین در طول زمان باشد، اما تا زمانی که تعداد معینی از سهام با حق رأی بالای خود را واگذار نکند، نیازی به نگرانی درباره فروپاشی ساختار سهام دوگانه نخواهد داشت. براساس نظریه ارزش منحصر به فرد^۳، که براساس آن بنیان گذاری که واقعاً باور دارد که اجرای موفق ایده تجاری اش، بازدهی ای بالاتر از متوسط بازار برای منابع سرمایه گذاری شده در آن کسب و کار (یعنی پول، زمان و تلاش) همراه خواهد داشت (Goshen & Hamdani, 2016, p577) عامل رقیق شدن سهام بنیان گذار حائز اهمیت می باشند. اگر سهم بنیان گذار از طریق انتشارهای افزایشی و سودآور سهام برای رشد شرکت و تحقق بازدهی فراتر از بازار که در چشم انداز او نهفته است، رقیق شود، در این صورت نباید با از دست دادن کنترل، مورد مجازات قرار گیرد.

¹-dilution-sunset clause

²-divestment- sunset clause

³-Idiosyncratic Value Theory

به هر حال، با تنظیم شروط انقضاء در زمان عرضه اولیه سهام، سهامداران چشم انداز روشنی نسبت به زمان و چگونگی تحقق شروط انقضاء، خواهند داشت. این موضوع باعث می شود که سهامداران اطلاعات بهتری درباره احتمال مفید بودن چنین شروطی داشته باشند و در نتیجه قیمت گذاری اولیه شرکت واقع بینانه تر و دقیق تر شود. اما این راهکار از ابتدا بایستی در اساسنامه درج شود تا از اختلافات و سوءاستفاده های احتمالی و تنش ها بین سهامداران عمده و اقلیت جلوگیری به عمل آورد. (Reddy, 2021, p.955)

پذیرفته شده | در انتظار انتشار | نسخه اولیه | ویراستاری نشده
Accepted | Awaiting Publication | Early Version | Not Copied

۱۰- نتیجه و پیشنهاد

افزایش تورم و توسعه فعالیت شرکت، دو عاملی است که پیوسته نیاز شرکتهای ایرانی به جذب سرمایه را تشدید می کند. شرکتهای برای رفع این نیاز ناچارند از طریق افزایش سرمایه یا اخذ وام اقدام کنند که هیچکدام از این موارد نتوانسته نیاز را به طور اساسی برطرف کند و شرکت های سهامی از زمان تصویب قوانین تجارت در ایران با معضل تامین سرمایه مواجه می باشند استفاده از ساختار سهام دوگانه می تواند این معضل را مرتفع نماید اما از آنجایی که ساختار مذکور عمدتاً مبتنی بر تفکیک مالکیت از کنترل استوار است و این ساختار در نظام شرکت های سهامی ایالات متحده تجربه شده است اما ساختار قانونی آن کشور چه در سطح فدرال یا در سطح ایالتی؛ رویکردی منعطف در برخورد با این ساختار در پیش گرفته است به گونه ای که در قانون شرکت های دلاور در مواد گوناگون امکان انتشار سهام با حق رای متفاوت و چندگانه را پیش بینی نموده و همچنین دادگاههای این کشور نیز در مواجهه با این ساختار؛ هم اکنون دیدی واقع بینانه نسبت به موضوع دارند اما در نظام حقوقی ایران، ساختار شرکت های سهامی مطابق لایحه اصلاحی قانون تجارت مصوب ۱۳۴۷، بر اصل عدم انفکاک مالکیت از تصرف بنا نهاده شده است. در نتیجه، رویه قضایی نیز قاعده «هر سهم یک رأی» را نه صرفاً یک قاعده شکلی، بلکه حکمی آمره و مرتبط

با نظم عمومی تلقی کرده است. لذا، نظام قضایی ایران عملاً مجالی برای پذیرش یا ارزیابی الگوهای نوینی همچون ساختار سهام دوگانه نداشته و بدین سان، خلأ قابل توجهی در مواجهه حقوقی با این نهاد مشاهده می‌شود.

مطابق آیین‌نامه‌های سازمان بورس و اوراق بهادار، الزام به حضور مدیران مستقل در شرکت‌های بورسی موجب کنار گذاشتن شرط سهامدار بودن اعضای هیئت‌مدیره و در نتیجه، زمینه‌ساز پذیرش تفکیک سرمایه از کنترل در ساختار شرکت‌های سهامی شده است. از این رومی توان گفت گام‌های اولیه در راستای پذیرش این الگو در حقوق ایران برداشته شده است؛ لیکن، برای رفع ابهامات عملی، ضروری است قانون‌گذار در لایحه جدید تجارت به صراحت اختیار تغییر در حقوق و آراء سهام و پیش‌بینی اقسام مختلف آن را، همانند تجربه حقوقی ایالات متحده، پیش‌بینی نماید. اداره ثبت شرکت‌ها نیز به عنوان سازمان متولی انتشار فرم اساسنامه شرکت‌ها می‌تواند سازوکار اجرایی و دقیق این موضوع از جمله میزان سهام دارای حق رای و سهام فاقد حق رای را پیش‌بینی نماید یا می‌تواند شرکت‌ها را ملزم نماید که هنگام انتشار سهام بدون حق رای، بخشی هر چند اندک سهام دارای حق رای نیز به عموم عرضه کنند، تا به نوعی ابزار کنترلی اندکی برای سهام کنترل‌کننده یا دارندگان سهام با حق رای برتر فراهم نماید.

زیرا اگر سرمایه‌گذاران عادی باور داشته باشند که مدیریت در موقعیتی تثبیت شده قرار گرفته و به اندازه کافی به منافع سهام‌داران توجه ندارد، ابزارهای مختلفی به واسطه همین حق رای در اختیار دارند و با در نظر گرفتن همین اقلیت نیز می‌توان سهام کنترلی را پاسخگویی داشت و همچنین می‌تواند پیامی به بازار سرمایه و سایر سرمایه‌گذاران بالقوه منتقل کند؛ تقاضا برای سهام شرکت را کاهش دهد و تلاش‌های آینده برای جذب سرمایه را دشوار سازد همچنین اداره ثبت شرکت‌ها می‌تواند با استفاده از شروط انقضاء و الزام شرکت‌ها به استفاده از این شروط در اساسنامه‌های خود راجع به سهام دارای حق رای؛ و انتشار این موضوع در پذیره نویسی و آگهی‌های جذب سرمایه؛ تصویری واضح از ساختار مالی شرکت را به عموم عرضه نماید تا سرمایه‌گذاران با دیدی روش اقدام به عضویت و سرمایه‌گذاری نمایند و از این طریق مدیران را در راستای تامین منافع تمامی اشخاص ذینفع و از جمله سهامداران کارآمد نگه دارد

منابع و مأخذ:

الف - فارسی

اسکینی، ربیعا (۱۳۸۴)، حقوق شرکت‌های تجاری، جلد ۲، تهران، انتشارات سمت

امیری قائم مقامی، عبدالمجید (۱۳۹۲) حقوق تعهدات - اعمال حقوقی - تشکیل عقد - جلد دوم، چاپ دوم، تهران، نشر میزان

بادینی حسن و کوشکی مصطفی (۱۴۰۲) تحلیلی پیرامون نظریه سهامداران به مثابه شرکت تجاری، فصلنامه پژوهش‌های حقوق اقتصادی و تجاری شماره ۲، صص ۶۲-۳۷

باریکلو، علیرضا و شهبان مقدم، حسین (۱۴۰۱) تحلیل حقوقی عملیات بانکی بدون ربا مطابق موازین اسلامی، نشریه علمی دانش حقوق مدنی، بهار و تابستان ۱۴۰۱، سال ۱۱، شماره ۱، صص ۱۶

باریکلو، علیرضا (۱۳۹۴) عقود معین ۲، تهران، انتشارات مجد

باریکلو، علیرضا، ساردوئی نسب، محمد و میرجلیلی، مهدی (۱۳۹۸) بررسی قاعده اعتبار تصمیم تجاری مدیران در حقوق حاکم بر شرکت ها در آمریکا و تطبیق آن با حقوق ایران، فصلنامه حقوق تطبیقی، دوره هشتم، شماره یک،

پاسبان، محمدرضا و بهشتی شقایق (۱۳۹۸)، سهام بدون حق رأی و شرایط سلب و تحدید حق رأی سهام (با مطالعه تطبیقی در حقوق ایران و انگلستان)، فصلنامه تحقیقات حقوقی شماره ۸۶

جواهر کلام، محمد هادی، کریمی، عباس؛ زرننگ، امیرحسین (۱۴۰۳) عدول از شرط فاسخ: نقد و تحلیل رویه قضایی (با نگاهی به حقوق فرانسه و انگلستان)، تحقیق و توسعه در حقوق تطبیقی، ۷ (۲۴)، ۱۶۹-۱۱۴ [10.22034/law.2024.2045094.1479](https://doi.org/10.22034/law.2024.2045094.1479)

حسینی رضا و علی خورده بین مقدم (۱۴۰۲) بررسی تاثیر سهامداران کنترلی و ساختار مالکیت بر نوآوری شرکت در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، سال هفتم، شماره ۹۸، صص ۱۷۰۲-۱۶۸۲

سلیمان زاده، سمیرا؛ (۱۴۰۴) شخصیت حقوقی، تاریخچه، مبانی و آثار، با تاکید بر بررسی تطبیقی شرکتهای تجاری در نظام حقوقی ایران و حقوق نوشته (فرانسه و آلمان)، تحقیق و توسعه در حقوق تطبیقی، ۸ (۲۶)، ۱۰۶-۷۹ [10.22034/law.2025.2045235.1480](https://doi.org/10.22034/law.2025.2045235.1480)

شهیدی، مهدی (۱۳۹۷) حقوق مدنی - جلد چهارم، شروط ضمن عقد، انتشارات مجد

عباسی تفرشی، محمد (۱۳۹۶) مباحث تحلیلی از حقوق شرکت های تجاری، جلد دوم، تهران، انتشارات دانشگاه تربیت مدرس

قاسمی حامد، عباس؛ براری چناری، یوسف (۱۴۰۳) شناسایی نهادهای ناظر بازار اوراق بهادار ایران با مطالعه امکان یا عدم امکان دخالت شورای رقابت در این بازار با مطالعه تطبیقی حقوق آمریکا، تحقیق و توسعه در حقوق تطبیقی، ۷ (۲۴)، ۱۱۳-۷۴ [10.22034/law.2024.2028957.1337](https://doi.org/10.22034/law.2024.2028957.1337)

قلی نیا رضا، شاهسوندی اسماعیل، بزرگمهر امیرعباس، شهیدی زاده علیرضا (۱۴۰۲) استقلال مدیران شرکتهای تجاری از انگاره تا واقعیت «مطالعه تطبیقی در نظام حقوقی ایالات متحده آمریکا، انگلستان و ایران»، فصلنامه پژوهش های حقوق تطبیقی، دوره ۲۷، شماره ۴، صص ۹۷-۶۱

کاتوزیان ناصر (۱۴۰۳) عقود معین، جلد دوم مشارکت ها و صلح، تهران، انتشارات گنج دانش

کاتوزیان ناصر (۱۴۰۱) عقود معین، جلد چهارم عقود اذنی، وثیقه های دین، تهران، انتشارات گنج دانش

کاویانی کوروش (۱۳۸۹) حقوق شرکت های تجاری، جلد ۲، تهران، نشر میزان

کهنگی شهرضا، سید علی و رخساری زاده زهرا و صادقی محسن (۱۴۰۳) اصل استقلال یا وحدت مدیریت و مالکیت شرکتهای تجاری: مطالعه تطبیقی در حقوق ایران و آمریکا، فصلنامه علمی پژوهش حقوق خصوصی دوره ۱۳، شماره ۴۹، صص ۲۲۳-۱۷۹

محقق داماد، سید مصطفی (۱۳۹۸) نظریه عمومی شروط و التزامات در حقوق اسلامی، تهران، مرکز نشر علوم اسلامی

یحیی پور، جمشید (۱۳۹۷) حاکمیت شرکتی در شرکت های سهامی، تهران، نشر میزان

یوسف زاده احمد، رستم زاد اصلی سروش، صابری محمود (۱۳۹۸) مطالعه تطبیقی تکالیف سهامداران کنترل کننده در قبال سهامداران اقلیت در حقوق ایران و انگلیس، مطالعات حقوق تطبیقی، دوره ۱۰، شماره ۱، صص ۳۸۶-۳۳۳

ب- انگلیسی

Book & articles

A. Dunlavy, Colleen (2006) Social Conceptions of the Corporation: Insights from the History of Shareholder Voting Rights, 63 Wash. & Lee L. Rev

Aggarwal, Dhruv (2022) - The Rise of Dual-Class Stock IPOs, Journal of Financial Economics (JFE), Vol. 144, No. 1, European Corporate Governance Institute - Finance Working Paper No. 806

Aksinavičiute, Gerda (2014) More Equal Than Others: Dual-Class Shares and Their Future, Tilburg, Tilburg University, Law School, Master's program of International Business Law

Armour, John & Skeel, David A.(2007), who write the rules for hostile takeovers, and why? —The peculiar divergence of the U.S.and U.K., the Georgetown Law Journal, vol.95:1727

Bebchuk, Lucian A., & Kastiel, Kobi(2017)The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock, Virginia Law Review Volume 103, June, Number 4

Bentel KATIE & Walter Gabriel,(2016)Dual Class Shares, Comparative Corporate Governance and Financial Regulation, University of Pennsylvania Carey Law School.

Berger, David J.& Fisch, Jill, & Davidoff Solomon Steven(2024).Extending dual-class stock: a proposal.Vol.25.University of Pennsylvania, Theoretical Inquiries in Law

Black Bernard & Kraakman, Reinier,(2002).Stanford Law School, Delaware’s takeover law: the uncertain search for hidden value, vol.96, no.2

C.Haan, Sarah(2023)Voting Rights in Corporate Governance: History and Political Economy, Southern California Law Review, vol.96;881.

Condon, Zoe(2018)A Snapshot of Dual-Class Share Structures in the Twenty-First Century: A Solution to Reconcile Shareholder Protections with Founder Autonomy, Emory Law Journal, Volume 68, Issue 2,

Easterbrook, Frank H., & Fischel, Daniel R.(1991).The Economic Structure of Corporate Law, Harvard University Press

Fisch Jill & Davidoff Solomon Steven(2019), the problem of sunsets, Boston University Law Review [vol.99:1057.

Fohlin, Caroline(2005), The History of Corporate Ownership and Control in Germany, University of Chicago Press

Goshen Zohar & Hamdani Assaf(2016), Corporate Control and Idiosyncratic Vision, 125 The Yale Law Journal.

Goshen Zohar(2017)Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance, Columbia Law Review.

H.Shill, Gregory(2023)The Social Costs(And Benefits)Of Dual-Class Stock, Alabama Law Review vol.75:1:221

Hansmann, Henry & Par Gendler Mariana(2014).The Evolution of Shareholder Voting Rights: Separation of Ownership and Consumption, The Yale Law Journal.

Hayden Grant M.& T.Bodie, Matthew(2008)The False Promise of one share, one vote, Saint Louis University, Law Review

Hilt, Eric(2008).When Did Ownership Separate from Control? Corporate Governance in the Early Nineteenth Century, National Bureau of Economic Research, 1050 Massachusetts Avenue, Cambridge

Hilt, Eric(2013)Shareholder Voting Rights in Early American Corporations, Department of Economics, Wellesley College, Wellesley, MA, USA, and NBER, Cambridge, MA, USA

Hilt, ERIC(2016).Corporation Law and the Shift Toward Open Access in the Antebellum United States, National Bureau of Economic Research

J.Smythe, Donald(2006)Shareholder Democracy and the Economic Purpose of the Corporation, 63 Wash.& Lee L.Rev.

Li Zhi(2022), sunset clause in the dual class share structure, Journal of Economics, Business and Management, vol 10, No.2, April.

Lin Yu-Hsin(2017)Controlling-Minority Shareholders: Corporate Governance and Leveraged Corporate Control, Columbia Business Law Review

Phillips, Andrew & Sharman J.C.(2020).outsourcing empire: how company-states made the modern world, Princeton University Press

Posner Eric & Weyl E.Glen(2014), Quadratic Vote Buying as Efficient Corporate Governance, The University of Chicago Law Review

Reddy Bobby(2021)More than Meets the Eye: Reassessing the Empirical Evidence on U.S.Dual Class Stock, University of Pennsylvania Journal of Business Law

Shleifer Andrei & Vishny, Robert W(2001), Stock Market Driven Acquisitions(Nat’l Bureau of Econ.Research Working Paper No.8439

Shobe Galadriel & Shobe Jarrod(2025), Contractual Control in Dual-Class Corporations, Yale Journal on Regulation, Vol.42:332

Winden Andrew William(2018)Sunrise, Sunset: an empirical and theoretical assessment of dual-class stock structures, Columbia Business Law Review

Xu, Joanna(2020)dual-class share structure: A viable approach to shareholder value creation, Journal of Law & Business,

Yan, Min(2021)A Control-Accountability Analysis of Dual-Class Share(DCS)Structures, Delaware Journal of Corporate Law

Internet resources

Meta Platforms, Inc.2024 annual meeting and proxy statement(form 14A)66(May 29.2024)

Alphabet, Inc., 2024 Annual Meeting of Stockholders & Proxy Statement(Form 14A)38(Apr.26, 2024).

Tom Hals, Google Settlement Clears Way for New Class C Stock, REUTERS(June 17, 2013), dual-class share structure - a viable approach to shareholder value creation, 16 N.Y.U.j.l.& bus.801(2020).

Third-Class Shares, FIN.TIMES(Apr.15, 2012, 4:15 PM), <https://www.ft.com/content>

Letter from Larry Page, Google CEO & Co-Founder, and Sergey Brin, Google Co-Founder, to Google Shareholders(Apr.2012)

dual-class share structure- A viable approach to shareholder value creation,2020,7

Codes

The City Code on takeovers and mergers(the Code), Fourteenth Edition, last amended on 3 February 2025
58-Delaware General Corporation Law(the "DGCL"),.1899 & and last amendments on 2025

Cases

Alden SMITH and John W. Gosselin V. Jerome W. Van Gorkom

Dodge v.Ford Motor co., 204 Mich 459(1919)feb 7, 1919 · Michigan supreme court · docket no.47

204 Mich.459 dodge v.Ford Motor co.

Krystyn Colon,V.bumble, Inc.(C.A.No.2022-0824-JTL)

Revlon, Inc.v.MacAndrews & Forbes Holdings(506 A.2d 173(1986))

State Of Rhode Island V.Paramount Global(C.A.No.2024-0457-SEM)

Stephen Gunderson, V.The trade desk, inc.(C.A.No.2024-1029-PAF)

Unitrin, Inc.v.American General Corp(.651 a.2d 1361(1995))

Unocal Corporation, v.Mesa Petroleum Co.(1985)

References

A.Dunlavy, Colleen (2006) Social Conceptions of the Corporation: Insights from the History of Shareholder Voting Rights, 63 Wash.& Lee L.Rev

Aggarwal, Dhruv (2022)-The Rise of Dual-Class Stock IPOs, Journal of Financial Economics (JFE), Vol 144, No.1, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No.806

Aksinaviute, Gerda (2014) More Equal Than Others: Dual-Class Shares and Their Future, Tilburg, Tilburg University, Law School, Master's program of International Business Law

Alden SMITH and John W. Gosselin V. Jerome W. Van Gorkom

Alphabet, Inc., 2024 Annual Meeting of Stockholders & Proxy Statement (Form 14A)38(Apr 26, 2024).

Amiri Ghaemmaghami, A. (2013). Law of Obligations – juristic Acts – Formation of Contract (Vol. 2, 2nd ed.). Tehran: Mizan Legal Foundation. (in Persian)

Analytical studies on commercial company law (vol. 2). Tehran: Tarbiat Modarres University Publications (in Persian)

Armour, John & Skeel, David A. (2007), who write the rules for hostile takeovers, and why? The peculiar divergence of the U.S.and U.K., the Georgetown Law Journal, vol.95:1727

Bariklou, A. R., Sardoueinassab, M., and Mirjalili, M. (2021). The Study of the Business Judgment Rule in American Corporate Law and Its Comparison with Iranian Law, *Journal of Comparative Law*, 8(1), Pages 87-110(in Persian)

Bariklou, A. R., Shahabian Moghadam, H. (2022) Legal Analysis of Interest-Free Banking Operations in Accordance with Islamic Standard, *Civil Law Knowledge*, 11(1), Pages 13-26(in Persian)

Bariklou, A., R., (2015). *Specific Contracts*, Vol. 2. Tehran: Majd Publications. (in Persian)

Bebchuk, Lucian A., & Kastiel, Kobi (2017) The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock, *Virginia Law Review* Volume 103, June, Number 4

Bentel KATIE & Walter Gabriel, (2016) Dual Class Shares, *Comparative Corporate Governance and Financial Regulation*, University of Pennsylvania Carey Law School.

Berger, David J.& Fisch, Jill, & Davidoff Solomon Steven (2024). Extending dual-class stock: a proposal. Vol.25. University of Pennsylvania, *Theoretical Inquiries in Law*

Black Bernard & Kraakman, Reinier (2002). Stanford Law School, Delaware's takeover law: the uncertain search for hidden value, vol.96, no.2

C.Haan, Sarah (2023) Voting Rights in Corporate Governance: History and Political Economy, *Southern California Law Review*, vol.96;881.

Condon, Zoe (2018) A Snapshot of Dual-Class Share Structures in the Twenty-First Century: A Solution to Reconcile Shareholder Protections with Founder Autonomy, *Emory Law Journal*, Volume 68, Issue 2,

Delaware General Corporation Law (the "DGCL"), 1899 & last amendments on 2025

Dodge v.Ford Motor co., 204 Mich 459(1919) feb 7, 1919 · Michigan supreme court · docket no.47

dual-class share structure - a viable approach to shareholder value creation, 16 N.Y.U.j.l.& bus.801(2020).

dual-class share structure- A viable approach to shareholder value creation,2020,7

Easterbrook, Frank H., & Fischel, Daniel R. (1991). *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press

Eskini, R., *Law of commercial companies*, volume 2, 12th edition, Tehran, Samt publications, (in Persian)

Fisch Jill & Davidoff Solomon Steven (2019), the problem of sunsets, *Boston University Law Review* [vol.99:1057. Fohlin, Caroline (2005), *The History of Corporate Ownership and Control in Germany*, University of Chicago Press

Ghasemi Hamed, A. Barari Chenari, Y. (2024), Identification of Supervisory Bodies of Iranian Securities Market by a Study of Possibility or Impossibility of Interference of the Competition Council in this Market with a Comparative Study in American law, *The Journal of Research and Development in Comparative Law*, 7(24) Pages 74-113 [10.22034/law.2024.2028957.1337](https://doi.org/10.22034/law.2024.2028957.1337) (in Persian)

Gholiniya, R., Shahsavandi, E., Bozorgmehr, A., A., A., (2023) Independence of Directors of Commercial Companies from Imagination to Reality (Comparative Studying the United States, England and Iran's Legal System), *comparative law researches*, 27(4) Pages 61-97(in Persian)

Goshen Zohar & Hamdani Assaf (2016), *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 *The Yale Law Journal*.

Goshen Zohar (2017), *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, *Columbia Law Review*.

H.Shill, Gregory (2023) The Social Costs (And Benefits) Of Dual-Class Stock, *Alabama Law Review* vol.75:1:221

Hansmann, Henry & Par Gendler Mariana (2014). The Evolution of Shareholder Voting Rights: Separation of Ownership and Consumption, *The Yale Law Journal*.

Hayden Grant M.& T.Bodie, Matthew (2008) The False Promise of one share, one vote, Saint Louis University, *Law Review*

Hilt, Eric (2008). When Did Ownership Separate from Control? Corporate Governance in the Early Nineteenth Century, *National Bureau of Economic Research*, 1050 Massachusetts Avenue, Cambridge

Hilt, Eric (2013) Shareholder Voting Rights in Early American Corporations, Department of Economics, Wellesley College, Wellesley, MA, USA, and NBER, Cambridge, MA, USA

Hilt, ERIC (2016). Corporation Law and the Shift Toward Open Access in the Antebellum United States, *National Bureau of Economic Research*

Hosseini, R., Khordebin-Moghadam, A. (2023) "Examining the Impact of Controlling Shareholders and Ownership Structure on Corporate Innovation in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange, Journal of New Research Approaches in Management and Accounting,7(89), pages1682-1702(in Persian)

J.Smythe, Donald (2006) Shareholder Democracy and the Economic Purpose of the Corporation, 63 Wash.& Lee L.Rev.

Kahangi Shahreza, S., A., Rokhsarizade, Z., Sadeghi, (2023), The Principle of Independence versus Unity of Management and Ownership in Commercial Enterprises: A Comparative Legal Analysis of Iranian and U.S. Corporate Law, Private Law Research,13(49), pages 189-234(in Persian)

Karimi, A., Javaherkalam, M. H. Zerang,A. (2024), Waiving Resolatory Condition; Criticism and Analysis of Judicial Precedent with Comparative Insights from French and English Law, The Journal of Research and Development in Comparative Law, 7(24) Pages 114-169 [10.22034/law.2024.2045094.1479](https://doi.org/10.22034/law.2024.2045094.1479) (in Persian)

Katouzian, N. (2022). Specific Contracts, Vol. 4: Permissive Contracts and Debt Securities. Tehran: Ganj-e Danesh Publications. (in Persian)

Katouzian, N. (2024). Specific Contracts, Vol. 2: Partnerships and Settlement OF Action. Tehran: Ganj-e Danesh Publications (in Persian)

Kaviani, Koroush, (2010) Law of Commercial Companies, 3rd edition, Tehran, Mizan publications, (in Persian)

Kooshki, M., Badini, H (2023). An Analysis of The Basis of The Theory of Shareholders as The Company's Owners, Economic and Commercial Law Researches, 1(2)-Pages 39-64(in Persian)

Krystyn Colon,V.bumble, Inc. (C.A.No.2022-0824-JTL)

Letter from Larry Page, Google CEO & Co-Founder, and Sergey Brin, Google Co-Founder, to Google Shareholders (Apr.2012)

Li Zhi (2022), sunset clause in the dual class shares structure, Journal of Economics, Business and Management, vol 10, No.2, April.

Lin Yu-Hsin (2017) Controlling-Minority Shareholders: Corporate Governance and Leveraged Corporate Control, Columbia Business Law Review

Meta Platforms, Inc.2024 annual meeting and proxy statement (form 14A)66(May 29.2024)

Mohaqqeq Damad, S. M. (2019). General Theory of Conditions and Obligations in Islamic Law (Vol. 1, 4th ed.). Tehran: Center for Islamic Sciences. (in Persian)

Paseban,M. R., Beheshti,SH., (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 (LRQ), 22(86) Pages 99-118(in Persian)

Phillips, Andrew & Sharman J.C. (2020). outsourcing empire: how company-states made the modern world, Princeton University Press

Posner Eric & Weyl E.Glen(2014), Quadratic Vote Buying as Efficient Corporate Governance, The University of Chicago Law Review

Reddy Bobby (2021). More than Meets the Eye: Reassessing the Empirical Evidence on U.S.Dual Class Stock, University of Pennsylvania Journal of Business Law
Revlon, Inc.v.MacAndrews & Forbes Holdings (506 A.2d 173(1986))

Shahidi, M. (2018). Civil Law – Vol. 4: Conditions Implied in Contracts. Majd Publications (in Persian)

Shleifer Andrei &. Vishny, Robert W (2001), Stock Market Driven Acquisitions (Nat' l Bureau of Econ.Research Working Paper No.8439

Shobe Galadriel & Shobe Jarrod (2025), Contractual Control in Dual-Class Corporations, Yale Journal on Regulation, Vol.42:332

Soleimanzadeh,S. (2025), Legal personality, history, foundations, and functions with the emphasis of comparative study of corporations in Iran and Roman-German countries (France and Germany), The Journal of Research and Development in Comparative Law, 8(26), Pages 79-106 [10.22034/law.2025.2045235.1480](https://doi.org/10.22034/law.2025.2045235.1480) (in Persian)

State Of Rhode Island V.Paramount Global (C.A.No.2024-0457-SEM)

Stephen Gunderson, V.The trade desk, inc. (C.A.No.2024-1029-PAF)

The City Code on takeovers and mergers (the Code), Fourteenth Edition, last amended on 3 February 2025

Third-Class Shares, FIN.TIMES(Apr.15, 2012, 4:15 PM), <https://www.ft.com/content>

Tom Hals, Google Settlement Clears Way for New Class C Stock, REUTERS (June 17, 2013),

Unitrin, Inc.v.American General Corp (.651 a.2d 1361(1995)

Unocal Corporation, v.Mesa Petroleum Co. (1985)

Usefzadeh, A. Rostamzad Asli,S., Saberi, M., (2019), Assignments of controlling shareholders in managing business firms in Iranian and England law, Comparative Law Review, 10(1), Pages 363-386(in Persian)

Winden Andrew William (2018) Sunrise, Sunset: an empirical and theoretical assessment of dual-class stock structures, Columbia Business Law Review

Xu, Joanna (2020) Dual-class share structure: A viable approach to shareholder value creation, Journal of Law & Business,

Yahya pour, J. (2018). Corporate Governance in Joint-Stock Companies. Tehran: Mizan Publications. (in Persian)

Yan, Min (2021) A Control-Accountability Analysis of Dual-Class Share (DCS)Structures, Delaware Journal of Corporate Law

پاییزفته شده | در انتظار انتشار | نسخه اولیه | ویراستاری نشده
Accepted | Awaiting Publication | Early Version | Not Copyedited