

## وضعیت حقوقی سهام قابل بازخريد و بازخريد سهام عادی در نظام حقوقی ایران و انگلستان

شقایق بهشتی \*

ربيعا اسکینی \*\*

محمدرضا پاسبان \*\*\*

علی زارع \*\*\*\*

تاریخ دریافت: ۹۷/۰۵/۳۱ - تاریخ تأیید: ۹۷/۰۸/۰۷

DOI: 10.22096/law.2019.36878

### چکیده

بازخريد (Redeem) سهام در یک تعريف ساده عبارت است از اینکه، شرکت بعد از فروش سهام خود به دیگری، در زمانی مشخص در آینده اقدام به خرید دوباره آن می‌نماید. بازخريد سهام ماهیت آن را به سهام خزانه (Treasury Stock) تغییر می‌دهد<sup>۱</sup> و تا هنگام فروش مجدد، این سهام به صورت سهام خزانه باقی می‌ماند. شیوه‌های بازخريد سهام شامل خرید از بازار، خرید خارج از بازار، خرید مزایده‌ای و خرید به روش هلندی بر حقوق سهام‌داران مؤثر خواهد بود. پس از بازخريد سهام توسط شرکت و تبدیل آن به سهام خزانه، حقوق مالی و مدیریتی متعلق به سهام تحت‌الشعاع قرار می‌گیرد و شرکت به عنوان مالک جدید این سهام به تصریح قانون و اصول حقوقی فاقد بسیاری از حقوق متعلق به سهام است.

**واژگان کلیدی:** سهام؛ سهام قابل بازخريد؛ بازخريد سهام؛ سهام خزانه.

\* دانشجوی دوره دکتری حقوق خصوصی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد

Email: Sh\_avocate1984@yahoo.com

اسلامی، تهران، ایران

Email: dreskini@inbox.com

\*\* استاد پژوهشگاه علوم و فنون هسته‌ای «نویسنده مسئول»

Email: mpasban@hotmail.com

\*\*\* دانشیار دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه علامه طباطبایی

\*\*\*\* استادیار گروه حقوق خصوصی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی،

Email: alizare@srbiau.ac.ir

تهران، ایران

۱. هنگامی که شرکتی اقدام به خرید سهام خود نماید، سهامی ایجاد کرده است که به آن سهام خزانه گویند.

استفاده از اصطلاح خزانه ممکن است به این دلیل رایج شده باشد که در گذشته سهم بازخريد شده را در خزانه

شرکت نگهداری می‌کردند. (مشایخ و نصیری، ۱۳۹۳: ۱۰۸)



## مقدمه

شرکت سهامی در شمار شرکتهای سرمایه است که در آن سرمایه شرکت در قالب سهام درآمده است. در ابتدای تشکیل شرکتهای سهامی، سهام معمولاً شکل و حقوق یکسانی داشت و از اصول کلی مشارکت و تساوی سهامداران تبعیت می نمود، اما غلبه ماهیت قراردادی حقوق ناظر به سهم و همچنین الزامات مدیریتی و اقتصادی مربوط به شرکتهای سبب پدید آمدن انواع مختلفی از سهام با حقوقی متفاوت شده است. یکی از این انواع سهام، سهام قابل بازخرید (Redeemable Share) است.<sup>۱</sup> بازخرید سهم در یک تعریف ساده عبارت است از اینکه، شرکت بعد از فروش سهام خود به دیگری، در زمانی مشخص در آینده اقدام به خرید دوباره آن می نماید. بازخرید سهم ممکن است با هدف کاهش اختیاری سرمایه و برای کنترل سرعت تنزل قیمت سهام شرکت در بازار منعقد شود. اگرچه شرکتهای در بازخرید سهام اهداف مالی و مدیریتی خود را دنبال می کنند، اما نمی توان فرایند بازخرید سهام را از نگاه حقوقی مورد بررسی قرار نداد. اینکه بازخرید سهام چه تأثیری بر حقوق سهامدار دارد؟ آیا سهم قابل بازخرید را می توان به واسطه شرط قابل بازخرید بودن، سهم ممتاز دانست؟ ماهیت حقوقی سهم پس از بازخرید آن چگونه است؟ آیا مانند سایر سهام شرکت دارای کلیه حقوق متعلق به سهم است یا اینکه مالکیت شرکت بر سهم پس از بازخرید موجب تغییر حقوق ناظر به سهم می شود؟

در نظام حقوقی انگلستان از سال ۱۹۸۱ امکان بازخرید سهم وجود داشته است. در ایران نیز در سال ۱۳۹۴ به موجب قانون رفع موانع تولید رقابت پذیر و ارتقای مالی کشور بازخرید سهام تا سقف ده درصد برای شرکتهای پذیرفته شده در بورس امکان پذیر است. بررسی سؤالات مطرح شده با توجه به رویکرد دو نظام حقوقی انگلستان و ایران می تواند ماهیت حقوقی بازخرید سهام را به نحو روشن تری تبیین نماید.

## ۱- بازخرید سهام در حقوق انگلستان

امکان بازخرید سهام در نظام حقوقی انگلستان به دهه هشتاد میلادی باز میگردد. در این قسمت ابتدا ماهیت حقوقی سهام قابل بازخرید را با توجه به تفاوتهای آن نسبت به سایر سهام شرکت در

۱. در این مقاله، افزون بر بررسی امکان بازخرید سهام عادی و وضعیت حقوق ناظر به سهم پس از بازخرید، سهام قابل بازخرید که از انواع پیش بینی شده سهام در نظام حقوقی انگلستان است (ماده ۶۸۴ قانون شرکتهای ۲۰۰۶)، مورد مطالعه قرار گرفته است.

زمان صدور و حقوق دارنده چنین سهامی مورد بررسی قرار می‌دهیم. سپس سوابق تاریخی این موضوع را با توجه به قانون انگلستان پیش از اصلاحات اخیر آن و برخی دعاوی مربوط به موضوع مطالعه می‌کنیم.

#### ۱-۱- ماهیت حقوقی سهام قابل بازخرید و پیشینه تاریخی بازخرید سهام

سهام قابل بازخرید به سهامی اطلاق می‌شود که، در هنگام انتشار با این پیش شرط منتشر می‌شوند که در مدت مشخص (مثلاً پنج سال پس از تاریخ صدور) و قیمت مشخص، از سوی شرکت بازخرید شوند. (Fabozzi & Pamela, 2003: 576) شرایطی که سهام شرکت باید در آن بازخرید شود، در اساسنامه مشخص می‌شود و در صورتی که در اساسنامه اشاره‌ای به این موضوع نشده باشد، شرایط بازخرید باید به موجب مصوبه مجمع عمومی تعیین شود. همچنین پرداخت مبلغ سهم نباید به تاریخی بعد از بازخرید به تعویق افتد. خریدار سهم با شرط بازخرید پس از خرید سهم در شمار سهام‌داران شرکت قرار می‌گیرد، اما این سهم نسبت به سایر سهام شرکت متفاوت است. خریدار سهم با علم بر اینکه در زمان مقرر شده و یا پیش از آن، شرکت این اختیار را خواهد داشت تا به شرط پرداخت کامل قیمت (Fully paid up) سهم نسبت به بازخرید سهم اقدام کند، این سهم را خریداری می‌کند. (Wiemer & Diel, 2008: 298)

در خصوص ماهیت سهام قابل بازخرید اختلاف نظر وجود دارد. برخی سهام قابل بازخرید را از انواع سهام ممتاز به حساب می‌آورند؛ زیرا، سهام عادی دارای هیچ شرط خارجی نیست و در نتیجه هر شرطی که نسبت به یک سهم وارد شود، هرچند در عمل به نفع مالک آن سهم نباشد و حتی به نفع سایر سهام‌داران تلقی شود را موجب تغییر ماهیت سهم عادی به سهام ممتاز می‌دانند. اما باید توجه داشت که شرکت در انتشار سهام قابل بازخرید و سهام ممتاز اهداف متفاوتی را دنبال می‌کند. (Griffin, 2006: 165) هدف اولیه بازخرید سهام توسط شرکت، کاهش تعداد سهام نسبت به تعداد قبلی است که تبعاً موجب افزایش سود متعلق به هر سهم می‌شود؛ به عبارت دیگر، زمانی که یک شرکت سهام خود را بازخرید می‌کند، تعداد سهامی که در دست سهام‌داران باقی می‌ماند کاهش می‌یابد؛ این کاهش در تعداد سهام باعث می‌شود که حتی در صورت ثابت ماندن سود شرکت، سود تقسیمی هر سهم افزایش یابد و از این طریق شرکت می‌تواند قیمت سهام خود را در بازار مدیریت کرده و از افت قیمت سهم جلوگیری نماید. (چگینی و حشمتی، ۱۳۹۴: ۳)

دومین دلیلی که می‌توان برای بازخرید سهام ذکر نمود این است که، بازخرید سهام ابزار جایگزینی

برای تقسیم سود است. بدین طریق، شرکت می‌تواند بدون پرداخت مالیات و عوارض دولتی و غیره، اقدام به تقسیم سود کند. بنابراین، باید اذعان داشت که سهام قابل بازخريد را اگرچه با کمی اغماض بتوان به دليل شرط ضمن قرارداد فروش (شرط بازخريد سهام) از مجموع سهام عادی شرکت متمایز دانست، لیکن نمی‌توان آن‌را سهام ممتاز محسوب کرد؛ زیرا، در بازخريد سهام آنچه که بیش از همه در نظر گرفته می‌شود اهداف مالی و مدیریتی شرکت است. دليل بازخريد سهام بعضاً افزایش قیمت آتی سهام شرکت است؛ بنابراین، به هیچ عنوان نمی‌توان آن‌را به نفع سهام‌دار مالک سهم قابل بازخريد دانست. (Mads & Wooldridge, 2009: 171)

در انگلستان، پذیرش سهام قابل بازخريد سابقه قانونی چندانی نداشته است. در حقوق این کشور، شکل‌گیری سهام قابل بازخريد به عنوان یکی از انواع سهام ممتاز به سال ۱۹۲۹ میلادی و قانون شرکت‌های این سال باز می‌گردد که بازخريد سهام به عنوان یک ویژگی سهام ممتاز مورد پذیرش قرار گرفت. (Bircher, 2013: 228) در سال ۱۸۸۷ در دعوای ترور و دیگری علیه ویت ورت و دیگری<sup>۱</sup> مجلس اعیان انگلستان در خصوص بازخريد سهام و یا صدور سهام با شرط بازخريد اظهار داشت که شرکتها حق بازخريد سهام خود را ندارند؛ زیرا، این امر به کاهش پنهان سرمایه توسط شرکت منتهی می‌شود. (Ferran & Look, 2014: 182) در برخی دعوای دیگر نظیر، دعوای بریج علیه کروپر<sup>۲</sup> نیز می‌توان تکیه دادگاه‌های انگلستان بر اصل غیرقابل بازخريد بودن سهام را مورد توجه قرارداد.<sup>۳</sup> به اعتقاد نیکلاس بورن در اصلاحات سال ۱۹۸۱ قانون شرکتها و

1. Trevor & Another vs. Whitworth & another 1887.

2. Birch vs. Cropper 1889.

۳. یک تعهد عام نیز برای شرکتها در تغییر وضعیت سهام وجود دارد. در دعوای گروه روزنامه‌های با مسئولیت محدود کامبرین علیه شرکت چاپ و انتشارات هرالده وست مورلند و کامبرلند، پس از ادغام روزنامه کامبرین در روزنامه هرالده، سهام‌داران قبلی هرالده مالک ۵ درصد سهام ممتاز شدند؛ اما، به استناد ماده ۱۲ اساسنامه شرکت روزنامه هرالده حقوق ایشان در خصوص حق انتقال سهام بدون موافقت مدیران و حق تقدم خرید سهام جدید محدود شد. همچنین مادامی‌که سهام‌داران بیش از ۱۰ درصد سهام شرکت را مالک نبودند، حق اعمال رأی در موارد انتخاب مدیران را هم نداشتند. این محدودیتها بعد از ادغام با توجه به این واقعیت که رئیس روزنامه کامبرین مالک ۱۰/۶ درصد سهام روزنامه هرالده نیز بود، موجب تحدید حقوق شناخته شده ایشان به صرف ادغام دو روزنامه می‌شد. در این دعوای خواهان معتقد بود، شرط مربوط به اتباع ۱۰ درصد سهام شرکت برای اعمال حقوق مدیریتی سهام‌دار مغایر با اصول کلی حقوق سهام‌داران است. دیوان عالی عدالت انگلستان و ولز ضمن بررسی ماهیت سهام شرکت مذکور رأی داد که حقوق مربوط به هر سهم باید در قالب همان سهم مشخص شده باشد. تفسیر قابل اتکا از رأی مذکور این خواهد بود که، چنانچه قرار است حقی و یا امتیاز خاصی در خصوص یک سهم در نظر گرفته شود، این حق باید در هنگام صدور آن سهم مشخص ←

بعدها در قانون شرکتهای سال ۱۹۸۵ بازخرید سهام و حق صدور سهام قابل بازخرید توسط شرکتهای در حقوق انگلستان مورد پذیرش قرار گرفته است. (Bourne, 1998: 109) بنابراین، در انگلستان این نظریه مورد پذیرش قرار گرفت که در صورت محفوظ ماندن سرمایه شرکت، دلیلی برای ممنوعیت بازخرید سهام عادی نیز وجود ندارد. بر این اساس، به همان ترتیب که شرکت سهامی می‌توانست سهم موقت یا قابل بازخرید منتشر نماید، امکان بازخرید سهام عادی نیز مورد پذیرش قرار گرفت. (باریکلو، ۱۳۸۵: ۲۹) در قانون شرکتهای سال ۱۹۸۵، نقض ممنوعیت بازخرید سهام منجر به جرمه نقدی شرکت و نیز حبس و یا جرمه نقدی مقام معامله کننده می‌شد؛ به علاوه اینکه، قرارداد بازخرید نیز باطل بود. اما موارد زیر از شمول اصل ممنوعیت بازخرید سهام مندرج در ماده ۱۴۳، خارج شده است:

- نخست اینکه، در صورت هبه سهم به شرکت، شرکت مالک آن می‌شود و ممنوعیت مالکیت سهم شرکت توسط شرکت صادرکننده در این مورد اعمال نخواهد شد.

- دوم اینکه، طبق ماده ۱۳۵ همان قانون، شرکت می‌تواند به منظور کاهش سرمایه، با رعایت مقررات مربوط به کاهش سرمایه (به موجب مصوبه مجمع مبنی بر کاهش سرمایه به شرط پیش‌بینی آن در اساسنامه شرکت) سهم خود را بازخرید نماید.

- سومین مورد، در خصوص حق بازخرید سهام شرکت مربوط به مواردی است که دادگاههای انگلستان شرکت را ملزم به خرید سهم خود می‌نمایند؛ در این موارد نیز امکان بازخرید سهام توسط شرکت وجود دارد.

- چهارم اینکه، در مواردی که سهام‌دار وجه نقد ناشی از تعهدات پرداخت مبلغ اسمی سهم را که در قرارداد پذیره‌نویسی متعهد شده است، پرداخت نماید شرکت می‌تواند در قبال وجه پرداخت نشده، سهم وجه پرداخت شده را توقیف و مصادره نماید.

---

→ شده باشد و در هنگام انتقال سهام به یک خریدار خاص نمی‌توان حق یا امتیاز دیگری به سهم عادی اضافه نمود. این رأی دیوان عالی عدالت انگلستان در زمان صدور به موجب قانون سال ۱۹۸۵ صادر شده و با آن تطابق دارد. دعوای ادغام دو روزنامه مذکور که در قالب شرکت سهامی اداره می‌شدند در حقوق انگلستان حائز اهمیت تلقی می‌شود. اگر تنها این دعوا ملاک قرار بگیرد بازخرید سهام عادی شرکت به این دلیل که شرط بازخرید در ابتدای صدور آن درج نشده است، امکان‌پذیر نخواهد بود؛ زیرا، موجب تحمیل یک تعهد بر سهام‌دار عادی خواهد شد و حق مالکیت وی را بدون اطلاع خود سهام‌دار نقض می‌کند. (Dignam, 2014: 178)

در قانون سال ۲۰۰۶ انگلستان به استناد بند الف ماده ۶۸۴ امکان صدور سهام قابل بازخرید مورد پذیرش قرار گرفته است. به استناد این ماده شرکتهای سهامی می‌توانند سهامی که قابل بازخرید باشد یا با عنوان قابل بازخرید شناخته می‌شود، صادر نمایند. مطابق با تصریح ماده ۶۸۵ این قانون، شرایط بازخرید سهام باید در اساسنامه شرکت و یا مصوبه مجمع تعیین شود.

تغییرات قانون شرکتهای انگلستان در سال ۲۰۰۶، در خصوص سهام عادی و قابلیت بازخرید آن نیز تحولی را ایجاد کرد. مطالعه ماده ۶۵۹ قانون سال ۲۰۰۶ با عنوان معافیت از قواعد عمومی که منظور از آن ممنوعیت اعمال شده در ماده قبلی برای بازخرید سهام عادی است، این واقعیت را نشان می‌دهد که قانونگذار انگلستان نیز متمایل به پذیرش امکان بازخرید سهام عادی شده است. در حال حاضر، به طور کلی، موارد معافیت و امکان بازخرید سهام عادی توسط شرکت موارد ذیل هستند:

#### الف- بازخرید سهام عادی به علت کاهش سرمایه

این مؤلفه در ماده ۶۵۹ قانون شرکتهای انگلستان ۲۰۰۶ و پس از اعلام ممنوعیت بازخرید سهام عادی درج شده است؛ در حالی که، در قانون سال ۱۹۸۵ امکان بازخرید سهام در موارد کاهش سرمایه به صورت جداگانه و قبل از بیان مقررۀ ماده ۱۴۳ مبنی بر ممنوعیت خرید سهام عادی یک شرکت توسط خود آن شرکت در قانون آورده شده بود. بنابراین، جایگاه ماده بیانگر این است که، قانونگذار کاهش سرمایه از طریق بازخرید سهام عادی را نیز مورد پذیرش قرار داده است. در پرونده ویژن اکسپرس علیه ویلسون<sup>۱</sup> در خصوص کاهش سرمایه، این اصل مورد تأکید قرار گرفته است که، یک شرکت نمی‌تواند سهام خود را به منظور کاهش سرمایه به گونه‌ای خریداری نماید که موجب خروج سهام‌داران جزء از شرکت شود. بنابراین، در این خصوص باید توجه داشت که در کاهش سرمایه نباید به نحوی عمل نمود که حقوق سهام‌داران اقلیت تحت الشعاع قرار گیرد؛ زیرا، کاهش سرمایه همان‌طور که از نام آن پیداست، باید در بخشی از سرمایه و به میزان برابر از مجموع سهام شرکت اعم از اینکه جزء سهام‌داران اقلیت باشند و یا سهام‌داران اکثریت، صورت پذیرد.

#### ب- بازخرید سهام به دستور دادگاه

بند دوم ماده ۶۵۹ قانون شرکتهای انگلستان ۲۰۰۶، امکان بازخرید تمام سهام عادی را به دستور دادگاه در موارد خاص به صورت استثنایی و در موارد زیر امکان‌پذیر دانسته است:

---

1. Vision Express vs. Wilson 1995.

۱- درخواست از دادگاه برای اعلام بی‌اعتباری اعلامیه ثبتی برای ثبت شرکت به عنوان یک شرکت خصوصی؛

۲- در خصوص رأی دادگاه نسبت به لزوم کاهش سرمایه؛

۳- اقدام غیرقانونی شرکتهای خصوصی در ایجاب عمومی فروش سهام؛ در واقع شرکتی که این کار را کرده است به دستور دادگاه ملزم به بازخرید تمام سهامش می‌شود. این مورد مربوط به زمانی است که شرکت سهامی خاص اقدام به فروش سهام خود می‌کند که به دستور دادگاه برای جلوگیری از تضییع حقوق کسانی که اقدام به خرید سهام شرکت سهامی نموده اند، شرکت ملزم به بازخرید سهام از آنان می‌شود.

### ج- بازخرید سهام عادی در شرایط ویژه

سومین استثنایی که بر اصل غیرقابل خرید بودن سهام عادی در حقوق انگلستان وارد شده است، مربوط به مواردی است که سهام‌دار تعهدات مربوط به قرارداد پذیرهنویسی را رعایت ننموده است و به موجب بند ج ماده ۶۵۹ قانون شرکتهای، یکی دیگر از استثنائات مربوط به بازخرید سهام توسط شرکت تلقی می‌شود.

در خصوص این شکل از خریداری حکم دادگاه چگونگی بازخرید را مشخص نخواهد کرد، اما این نکته که شرکت موظف است ارزش تمام سهام بازخرید شده را به صورت کامل پرداخت کند، قابل استنباط است؛ (Van Gerven, 2014: 943) به عبارت دیگر، شرکت نمی‌تواند در خریداری سهام مبلغ پرداخت شده از کل مبلغ پذیرهنویسی را پرداخت کند و سهام‌دار را اخراج کند، بلکه باید مابه‌التفاوت مبلغ تعهد شده از پرداخت شده را به عنوان سهام خزانه خریداری نماید.

### ۲-۱- روشهای بازخرید سهام

بررسی روشهای بازخرید سهام علی‌الاصول در گستره دانش حسابداری قرار می‌گیرد، اما از آنجایی که هریک از این روشها می‌تواند تأثیرات مستقیمی بر حقوق سهام‌داران داشته باشد، مطالعه آنها و تأثیرات آن بر حقوق سهام‌داران ضروری می‌نماید.

#### الف- خرید از بازار (Repurchase from Market)

خرید از بازار اشاره به خرید سهام عادی دارد و نه سهام ممتاز با شرط بازخرید. برای خرید سهام عادی شرکت می‌تواند پیشنهاد خرید را به سهام‌داران در بازار بورس ارائه دهد. این روش از آنجا

که اراده سهام‌دار در فروش سهام در نظر گرفته می‌شود، مطلوب است؛ اما، از آنجایی که شرکت ممکن است با این روش و با استفاده از اطلاعات پنهانی، حقوق سهام‌داران را نقض نماید، انتقاداتی بر روش خرید از بازار وارد شده است و ممکن است بتوان آن‌را معامله مبتنی بر اطلاعات پنهانی (Insider Dealing) که جرم‌انگاری هم شده است، تلقی نمود.<sup>۱</sup>

در روش خرید از بازار اعلام بازخرید و در واقع ایجاب، برای شرکت تعهدی ایجاد نمی‌کند و شرکت می‌تواند با نقض رفتار مبتنی بر حسن‌نیت قبل از قطعی شدن فرایند بازخرید از ایجاب خود صرف‌نظر نماید. البته باید توجه داشت که این تعهد عام برای شرکت وجود دارد که، نباید در ایجابی که به منظور بازخرید اعلام می‌کند، به گونه‌ای رفتار کند که موجب دست‌کاری (Manipulation) قیمت و ارزش سهام شود؛ (Berk & others, 2013: 514) مثلاً، شرکت با این هدف از ایجاب صرف‌نظر کند تا قیمت سهام افت نموده و بتواند این سهام را با قیمت کمتری خریداری نماید و از این طریق خساراتی به دارنده سهام قابل بازخرید وارد آید. (Vermaelen, 2005: 7)

خرید سهام هدف‌گذاری شده (Targeted Share Repurchase) نیز می‌تواند شکل دیگری از

۱. معامله متکی بر اطلاعات پنهانی، هنگامی رخ می‌دهد که دارنده اطلاعات پنهانی، با علم به این مطلب که اطلاعات مذکور هنوز منتشر نشده و در دسترس عموم قرار نگرفته و در صورت انتشار بر قیمت اوراق بهادار شرکت تأثیرگذار خواهد بود، اقدام به خرید و فروش این اوراق نماید. این معاملات با هدف حمایت از حقوق سایر سهام‌داران و البته با هدف حفظ اعتماد اشخاص به بازار سرمایه، عملی مجرمانه محسوب می‌شود. در نظام حقوقی انگلیس مطابق با ماده ۵۵ قانون عدالت کیفری (Criminal Justice Act 1993) ارتکاب جرم معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات مجرمانه، ضمانت اجرای کیفری زندان و جزای نقدی پیش‌بینی شده است. در ماده ۶۱ این قانون مقرر شده است، در صورتی که محاکمه مرتکب از محاکمات اقتصادی یعنی بدون صدور کیفر خواست و بدون هیئت منصفه بوده باشد، مجازات او حداکثر شش ماه حبس یا جزای نقدی حداکثر به میزان ۵۰۰۰ پوند یا هر دو خواهد بود؛ اما، در صورتی که محاکمه با صدور کیفر خواست و در مقابل هیئت منصفه باشد، دادگاه می‌تواند مرتکب را به حداکثر هفت سال زندان یا جزای نقدی به هر میزان که بخواهد و یا هر دو مجازات توأمان محکوم نماید. اختیار دادگاه برای محکوم کردن مرتکب این جرم به پرداخت جزای نقدی به مقدار نامحدود از دیدگاه نظری به این معنا است که، قانونگذار در نظر داشته است که جزای نقدی را به میزانی معین نماید که مطمئن شود مرتکب هیچ سودی نخواهد برد. مطابق با قانون سرویس‌های مالی و بازار (Financial Service and Market Act 2000- FSMA) که رویکردی حقوقی به تخلفات بازار سرمایه از جمله معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات مجرمانه دارد، می‌توان علاوه بر امکان ضمانت اجرای کیفری قانون ۱۹۹۳ مجازات مدنی را نیز بر متخلفان اعمال نمود. در هر صورت متخلف باید سودهایی را که از طریق این نوع معامله به دست آورده است، مسترد و یا جبران نماید. (بهشتی، ۱۳۸۷: ۱۰۱)

خرید در بازار باشد. در این روش شرکت سهام خود را از سهامداران عمده با پیشنهاد قیمتی که با توجه به قیمت سهام در بازار تعیین شده است، خریداری می‌کند و پیشنهاد خود را از طریق تقاضای کتبی ارسال می‌کند. اگرچه در این روش، شرکت برای تشویق سهامداران به فروش سهام قیمتی معمولاً بالاتر از قیمت پایه یا قیمت بازار ارائه می‌کند، اما مبنای قیمت‌گذاری همان قیمت بازار سهام است. همچنین روش دیگر برای تعیین قیمت خرید هدف‌گذاری شده، پیشنهاد قیمت توسط یک هیئت خاص است که توسط شرکت تشکیل شده است. (Petri Manty, 2010: 513)

#### ب- خرید خارج از بازار (Off-market Repurchase)

خرید خارج از بازار هنگامی اتفاق می‌افتد که شرکت سهامداران خود را برای مذاکره در خصوص فروش سهام به یک جلسه دعوت می‌کند و قیمتی را برای خرید سهام به آنان پیشنهاد می‌دهد. در صورت رضایت سهامدار، شرکت سهام او را خریداری می‌کند. در این روش، میزان سهامی که هر سهامدار به شرکت می‌فروشد به نظر سهامدار و قراردادی که میان شرکت و سهامدار منعقد می‌شود، بستگی دارد. ضمن اینکه ممکن است، شرکت این پیشنهاد را بدهد که از هر سهامدار تعداد مشخصی سهم خریداری نماید و مثلاً هر سهامدار تعداد صد سهم از سهام خود را به فروش رساند. (Berk & others, 2013: 516) روش خرید خارج از بازار بر خلاف روش هدف‌گذاری شده هیچ قاعده خاصی را نمی‌پذیرد و پیشنهاد خرید خارج از بازار ممکن است به هر سهامداری با هر قیمتی ارائه شود. (Gitman, 2008: 108) روش خرید خارج از بازار همان امتیازات روش خرید از بازار را دارد؛ یعنی، اراده و رضایت فروشنده سهام عادی برای انتقال سهامش به شرکت مدنظر گرفته می‌شود، اما از آنجایی که شرکت برای خرید جلسه خاصی تشکیل می‌دهد و سهامدار قبل از انعقاد جلسه حق دریافت اسناد حسابداری و حسابرسی شرکت را دارد، می‌توان این روش را برای سهامدار نسبت به روش خرید از بازار آزاد مناسب‌تر دانست.

در انگلستان به استناد بند یک ماده ۶۹۴ قانون شرکتهای ۲۰۰۶، مقرر شده است که یک شرکت ممکن است تنها بر اساس یک قرارداد منعقد شده قبل از بازخرید، اقدام به خرید خارج از بازار سهام خود بنماید. بر این اساس می‌توان گفت که هرگاه خرید سهام در حقوق انگلستان خارج از بازارهای مربوط به مبادله سهام انجام پذیرد، بدون توجه به چگونگی خرید، آن را از جمله خریدهای خارج از بازار به حساب می‌آورند؛ (Griffin, 2006: 167) از طرفی، یک تعهد کلی برای شرکت وجود دارد و طبق آن شرکت نمی‌تواند تمام سهام خود را بازخرید نماید. (Bourne, 1998: 135)

اگر شرکت برای حفظ منافع عمومی تمام اعضا اقدام به بازخرید سهام نماید تا از افت قیمت سهام جلوگیری کند، این امر قابل پذیرش است؛ اما، چنانچه این بازخرید با اطلاعاتی که برخی اعضا دارند و پیش‌بینی قیمت واقعی سهام با توجه به اطلاعات نهانی ایشان انجام شود و منتهی به حذف عده‌ای از سهامداران شود، از دیدگاه حقوقی اجرای آن قابل جلوگیری خواهد بود.

### ج- خرید مزایده (Fixed Price Tender Offer Repurchase)

در این روش، شرکت قیمت پایه خرید را مشخص می‌کند. این قیمت معمولاً بیشتر از قیمت سهام در بازار است و به سهامداران فرصت چانه‌زنی درخصوص قیمت فروش سهامشان را می‌دهد. این روش به شکل بهتری حقوق سهامداران را تأمین می‌نماید؛ زیرا، به طور متوسط، مبالغ بیشتری برای بازخرید سهام در این روش پرداخت می‌شود. (Baker, 2009: 254) در روش مزایده، سهامداران قبل از جلسه مزایده می‌توانند اسناد شرکت را مطالعه کنند و ضمن سنجیدن ارزش واقعی سهامشان در هنگام فروش سهم با چانه‌زنی قیمت تعیین شده را مشخص کرده و سهام خود را به شرکت واگذار نمایند.

### د- روش بازخرید هلندی (Dutch Auction)

به لحاظ تاریخی، روش هلندی از سال ۱۹۸۱ در ایالات متحده آمریکا مورد استفاده قرار گرفت. (Brennan, 2001: 534) روش هلندی را می‌توان برگرفته از روش مزایده‌ای دانست؛ منتها، ابتکار عمل سهام‌دار به تعیین قیمت سهام در این روش، در یک بازه قیمتی مشخص توسط شرکت کنترل می‌شود. برخلاف روش مزایده‌ای، در این روش قدرت چانه‌زنی سهام‌دار در فروش سهامش به شرکت، در فاصله قیمت حداقل و حداکثر محدود شده است و بیش از آن کاربردی ندارد؛ (Greg, 2008: 156) به عبارت دیگر، شرکت یک مؤلفه قیمتی در بازه‌های مختلف را در اختیار خریدار می‌گذارد و سهام‌دار تنها می‌تواند به شرکت اعلام کند که در هر قیمت حاضر است چه مقدار سهام به شرکت بفروشد.

## ۲- بازخرید سهام در نظام حقوقی ایران

در بررسی نظام حقوقی ایران در خصوص موضوع بازخرید سهام، در وهله نخست، ممنوعیت ماده ۱۹۸ لایحه اصلاحی قانون تجارت ۱۳۴۷ به چشم می‌خورد. این ماده که به پیروی از مقررات همان زمان حقوق فرانسه است، خرید سهام توسط خود شرکت را ممنوع کرده است. برای این ممنوعیت دلایل مختلفی ذکر شده است؛ مانند اینکه، خرید سهام توسط همان شرکت سبب

وضعیت حقوقی سهام قابل بازخرید و بازخرید سهام عادی ... / بهشتی، اسکینی، پاسبان و زارع ۱۷۳

می‌شود، سرمایه شرکت تقلیل یابد بدون اینکه این کاهش سرمایه آگهی شود و این امر قطعاً حقوق طلبکاران شرکت را تحت‌الشعاع قرار خواهد داد. (عبادی، ۱۳۸۵: ۱۹) ذکر این ممنوعیت ذیل بخش هشتم لایحه اصلاحی ۱۳۴۷ که راجع به تغییرات سرمایه شرکت است، دلیل مطرح شده را تقویت می‌کند؛ زیرا، سرمایه شرکت تنها تضمین طلب طلبکاران شرکت است؛ بنابراین، هرگونه تغییر در آن بر حقوق طلبکاران تأثیر مستقیم خواهد داشت.

گاهی نیز شرکت اگر شرکت سهامی عام باشد، می‌تواند با خرید سهم خود در بورس اوراق بهادار بر قیمت سهام مزبور در بازار بورس تأثیر بگذارد و آن را بیش از ارزش واقعی خود جلوه دهد. با توجه به این خطر، قانونگذار خرید سهام شرکت توسط همان شرکت را ممنوع کرده است. (اسکینی، ۱۳۸۱: ۶۸) همچنین، یکی دیگر از دلایل زیربنایی ممنوعیت مقرر در این ماده، عدم استفاده شرکت از اطلاعات محرمانه در جریان بازخرید سهام و یا فروش مجدد آن است. (نظام دوست، ۱۳۹۲: ۱۰۶)

با این وجود، به نظر می‌رسد، ممنوعیت مندرج در ماده ۱۹۸ لایحه اصلاحی، نمی‌تواند نگرانی مقنن را در حفظ حقوق طلبکاران و ممنوعیت استفاده از اطلاعات محرمانه در معاملات سهام به طور کامل پوشش دهد؛ زیرا، سیاق ماده ۱۹۸ لایحه اصلاحی به نحوی است که خرید سهام شرکت مادر توسط شرکتهای وابسته که شخصیت حقوقی مستقلی دارند، بلامانع است؛ (اسکینی، ۱۳۸۱: ۶۹) از طرفی، معاملات سهام مبتنی بر اطلاعات محرمانه عمدتاً از سوی دارندگان این اطلاعات که شامل اعضای هیئت مدیره، سهام‌داران عمده و غیره است، واقع می‌شود. بنابراین، صرف ممنوعیت شرکت از خرید سهام خود، تأمین‌کننده هدف قانونگذار در حمایت از حقوق طلبکاران و سایر سهام‌داران نیست.

---

۱. مطابق تبصره ۱ بند ۴ ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران ۱۳۸۴، اشخاص زیر به عنوان اشخاص دارای «اطلاعات نهانی» شرکت شناخته می‌شوند:

الف- مدیران شرکت شامل اعضای هیئت‌مدیره، هیئت‌عامل، مدیرعامل و معاونان آنان؛ ب- بازرسان، مشاوران، حسابداران، حسابرسان و وکلای شرکت؛ ج- سهام‌دارانی که به تنهایی و یا به همراه افراد تحت‌تکفل خود، بیش از ده درصد سهام شرکت را در اختیار دارند یا نمایندگان آنان؛ د- مدیرعامل و اعضای هیئت‌مدیره و مدیران ذی‌ربط یا نمایندگان شرکتهای مادر (هلدینگ) که مالک حداقل ده درصد سهام یا دارای حداقل یک عضو در هیئت‌مدیره شرکت سرمایه‌پذیر باشند؛ ه- سایر اشخاصی که با توجه به وظایف، اختیارات و یا موقعیت خود به «اطلاعات نهانی» دسترسی دارند.

نکته مهمی که در بررسی ماده ۱۹۸ لایحه نباید از آن غافل ماند، امکان بازخرید سهام توسط شرکت به منظور استهلاک آن است که در ماده ۶۵ لایحه اصلاحی ۱۳۴۷ به آن تصریح شده است. استهلاک سهام به وسیله شرکت که قانونگذار آن را به استهلاک سرمایه تعبیر کرده به جز در مواردی که شرکت اوراق قرضه منتشر نموده، کاملاً مجاز و امکان پذیر است. (اسکینی، ۱۳۸۱: ۶۹) باید توجه داشت که ماهیت بازخرید سهام و خرید سهام به منظور استهلاک آن متفاوت است. بنابراین، نمی توان خرید سهام به منظور استهلاک را استثنائی بر ممنوعیت مقرر در ماده ۱۹۸ لایحه اصلاحی قانون تجارت ۱۳۴۷ دانست؛ زیرا، در استهلاک سهام شرکت مبلغ اسمی سهام را به سهامدار پرداخت می کند، اما او کماکان در شرکت به عنوان سهامدار باقی می ماند و کلیه حقوق مالی و مدیریتی خود را نسبت به سهام داراست، اما دیگر نسبت به مبلغ اسمی سهام از شرکت طلبی نخواهد داشت؛ زیرا، آن را قبلاً دریافت کرده است. به همین دلیل، اگر در زمان انحلال و تصفیه دارایی شرکت، قیمت واقعی سهام بیش از مبلغ اسمی آن باشد، حق سهامدار نسبت به این مابه التفاوت باقی است. اما در بازخرید سهام، مالکیت سهام به شرکت منتقل می شود و شرکت به عنوان مالک سهام خود آن را تحت عنوان سهام خزانه نگه می دارد. شریکی که سهام وی بازخرید شده است، چنانچه سهام دیگری در شرکت نداشته باشد، از شرکت خارج می شود و دیگر سهامدار شرکت نخواهد بود. شرکت به عنوان مالک سهام خزانه می تواند در زمانی دیگر نسبت به فروش سهام خزانه اقدام نماید و یا آن را به طرحهای تشویقی کارکنان مانند سهام تشویقی (Incentive Stock or Employee Share) اختصاص دهد.<sup>۱</sup>

بدون تردید سهام خزانه دارای اهداف مالی و مدیریتی متعددی است که از نظر اقتصادی و مدیریتی قابل توجه است؛ مانند، زمانی که شرکت دارای وجوه مازاد است و قیمت سهام در بازار از مبلغ واقعی آن کمتر باشد و شرکت به منظور بهبود و ارتقای قیمت سهام خود در بازار اقدام به بازخرید سهام می کند. (شهیدی و جعفری خسروآبادی، ۱۳۹۵: ۷)

خوشبختانه در سالهای اخیر، قانونگذار با توجه به ضرورتهای مالی و الزامات مدیریتی، امکان بازخرید سهام توسط شرکت را در قانون رفع موانع تولید رقابت پذیر و ارتقای نظام مالی کشور

---

۱. سهام تشویقی، سهامی است که به عنوان یک برنامه انگیزشی برای کارکنان برجسته، مدیران ارشد و مشاوران کلیدی شرکت در نظر گرفته می شود و حسب مورد طبق برنامه مصوب هیئت مدیره یا مجمع عمومی به افراد مذکور تعلق خواهد گرفت.

مصوب ۱۳۹۴ مورد پذیرش قرار داده است. در بند ب از تبصره ۵ ماده ۲۸ این قانون مقرر شده است که، شرکتهای پذیرفته شده در بورس و بازارهای خارج از بورس، می توانند براساس میزان سهام شناور خود در هریک از بازارهای مذکور و براساس مقرراتی که با پیشنهاد سازمان بورس و اوراق بهادار به تصویب شورای عالی بورس اوراق بهادار می رسد، تا سقف ده درصد از سهام خود را خریداری و تحت عنوان سهام خزانه در شرکت نگهداری کنند.<sup>۱</sup>

تعیین سقف حداکثر سهامی که می تواند توسط شرکت بازخرید و تحت عنوان سهام خزانه نگهداری شود، تا حد زیادی می تواند پاسخگوی نگرانی قانونگذار در کاهش سرمایه شرکت به دلیل بازخرید سهام و ضرر رساندن به حقوق طلبکاران باشد. همچنین در حال حاضر در ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴ به ممنوعیت معاملات اوراق بهادار مبنی بر اطلاعات محرمانه با پیش بینی ضمانت اجراهای کیفری و حقوقی تصریح شده است و طبق ماده ۱۴ «دستورالعمل اجرایی خرید، نگهداری و عرضه سهام خزانه» مصوب شورای عالی بورس و اوراق بهادار ۱۳۹۴، برنامه فروش سهام خزانه جزء معاملات مصادیق اطلاعات محرمانه قرار گرفته است. بنابراین، با توجه به موارد فوق الذکر، نه تنها نگرانی مقنن در تقلیل سرمایه شرکت در اثر بازخرید سهام و استفاده شرکت از اطلاعات محرمانه - به شرط اجرای صحیح قوانین مذکور - مرتفع خواهد شد، بلکه امکان بهره مندی از مزایای مکانسیم بازخرید سهام و سهام خزانه نیز حداقل برای شرکتهای مشمول بند ب از تبصره ۵ ماده ۲۸ قانون رفع موانع تولید رقابت پذیر و ارتقای نظام مالی کشور فراهم خواهد بود.

### ۳- وضعیت حقوقی سهام پس از بازخرید آن توسط شرکت

پس از بازخرید سهام توسط شرکت، این سهام تحت عنوان سهام خزانه شناخته می شود. این تغییر صرفاً یک تغییر عنوان ساده نیست، بلکه به طور کلی حقوق مالی و مدیریتی متعلق به سهام را تحت الشعاع قرار می دهد. در کشورهای مختلف بنا به سیاستهای اقتصادی که در خصوص بازار

---

۱. چنانچه لایحه جدید قانون تجارت با وضعیت فعلی آن تصویب شود، در ماده ۳۰۷ این لایحه مقرر شده است که: «شرکت تجاری نمی تواند به طور مستقیم یا به وسیله شرکتهای تابع یا وابسته به خود سهام یا سهم الشرکه خود را تملک کند؛ لکن، شرکتهای سهامی عام، مختلط سهامی عام و تعاونی سهامی عام می توانند به طور مستقیم و از طریق شرکتهای تابع وابسته مجموعاً ۵ درصد از سهام خود را در اختیار گیرند. این سهام باید بانام و تمام وجه آن تأدیه شده باشد. سهام مذکور فاقد سود، حق تقدم و رأی است و در نصاب مجامع عمومی لحاظ نمی شود.»

سهام و حقوق سهام‌داران اتخاذ نموده‌اند، اختلاف نظر زیادی در خصوص پذیرش سهام خزانه وجود دارد. در برخی کشورها برای خرید سهام خزانه سقف تعیین شده است و شرکت بیش از درصد معین نمی‌تواند سهام خزانه داشته باشد. در قوانین برخی کشورها به جای تعیین سقف و میزان سهام قابل تملک تحت عنوان سهام خزانه، حداکثر مدت زمانی که شرکت می‌تواند پس از بازخرید، سهم را تحت عنوان سهام خزانه نگهداری نماید، مشخص شده است؛ به عنوان مثال، در سوئیس شرکت بعد از بازخرید سهم حداکثر به مدت ۶ سال می‌تواند سهم را به عنوان سهام خزانه نگهداری نماید. (نظام دوست، ۱۳۹۲: ۱۰۷) نهایت این‌که، نظام‌های حقوقی دیگری نیز نظیر نظام حقوقی آمریکا هیچ محدودیتی را بر خرید سهام توسط خود شرکت اعمال نمی‌کنند؛ اما، رویکرد مشترک در کشورها در خصوص سهم خزانه این است که، آن‌را جایگزین مناسبی برای مکانیزم سود تقسیمی می‌دانند و استفاده از این ابزار را یکی از راهکارهای مدیریت سهام توسط شرکت و ابزاری در راستای تحقق اهداف مالی و مدیریتی آن می‌دانند. (سلوکی، ۱۳۹۵: ۱) در انگلستان به استناد بند دوم ماده ۱۲۴ قانون شرکتهای ۲۰۰۶، تملک سهام خزانه توسط شرکت به رسمیت شناخته شده است. وقتی شرکت بخشی از سهام را به عنوان سهام خزانه تملک نموده است، باید نام خود را به عنوان مالک آن سهام ثبت نماید. شاید ظاهراً این‌طور به نظر برسد که ماده ۱۲۴ هیچ محدودیتی در تملک سهام قائل نشده باشد، اما به استناد بند یک ماده ۷۲۵، چنانچه سهام شرکت تقسیم به انواع مختلفی نشده است و تنها یک نوع سهام یعنی سهام عادی وجود داشته باشد، شرکت تنها حق تملک ۱۰ درصد آن سهام را دارد و به استناد بند دوم همین ماده چنانچه سهام به انواع مختلفی تقسیم شده باشد، شرکت حق دارد که ۱۰ درصد از هر نوع از سهام را تملک نماید. البته در عمل نیز بند دوم ماده ۷۲۵ نسبت به بند یک تفاوتی در حداکثر سهم قابل تملک توسط شرکت پدید نمی‌آورد؛ زیرا، مجموع آن برابر با ۱۰ درصد کل سهام شرکت خواهد شد.

معمولاً شرکتهای سهام خود را برای استفاده در طرحهای بازنشستگی، جبران مزایای خدمت کارکنان، جایگزین برای پرداخت سود نقدی، اصلاح ساختار سرمایه، کسب مزیت مالیاتی و افزایش درآمد هر سهم از طریق کاهش تعداد سهام در دست سهامداران و غیره اقدام به بازخرید سهام خود می‌کنند. (عظیمی‌دخت و ملکی مهابادی، ۱۳۹۴: ۴۵)

حال سؤالی که مطرح می‌شود این است که، وضعیت حقوق ناظر به سهام اعم از مالی و مدیریتی در دوره‌ای که سهام تحت عنوان سهام خزانه است، به چه صورت است؟ آیا صرف اطلاق عنوان سهام خزانه موجب سلب انواع حقوق متعلق به سهام می‌شود یا اینکه شرکت به عنوان مالک سهام

خزانه در کنار سایر سهام‌داران شرکت دارای حقوق متعلق به سهام اعم از مالی و مدیریتی است؟ رویکرد کلی نظام‌های حقوقی بر این است که، به سهام خزانه هیچ‌گونه حقی مانند حق رأی، دریافت سود و سرمایه تعلق نمی‌گیرد؛ (دهقانی، ۱۳۸۸: ۹) اما، بررسی چرایی محرومیت سهام خزانه از حقوق متعلق به سهام برای تبیین ماهیت حقوقی این نوع سهام ضروری است.

یکی از مهم‌ترین ابهاماتی که در خصوص این سهام وجود دارد، تأثیرگذاری آن بر حقوق سایر سهام‌داران است؛ مثلاً اینکه، آیا سهام خزانه تأثیری بر حق سهام‌داران دیگر نسبت به سود شرکت دارد؟ آیا می‌تواند حق تقدم آنها را در خرید سهام جدید شرکت تحت تأثیر قرار بدهد؟ آیا شرکت می‌تواند به میزان سهام خزانه که در مالکیت خود دارد در میزان رأی مجامع مختلف شرکت تأثیرگذار باشد؟ در خصوص سود باید اذعان نمود که، با تملک سهم توسط شرکت این انتظار می‌رود که بخشی از سود قابل تقسیم شرکت دوباره به خود شرکت تعلق بگیرد و از دسترس سهام‌داران خارج شود؛ زیرا، حق دریافت سود از نتایج مترتب بر مالکیت سهم است. اما به نظر می‌رسد تعلق سود به سهام خزانه با منطق حقوقی بازخرید سهام در تعارض باشد. یکی از اهداف بازخرید افزایش قیمت سهام شرکت است؛ به عبارت دیگر، با بازخرید سهم سود متعلق به سهام عادی افزایش می‌یابد و شرکت می‌تواند با مدیریت قیمت سهام خود در بازار از افت قیمت سهام جلوگیری نماید. بنابراین، اگر قرار باشد که به نسبت سهام خزانه که در مالکیت شرکت است، سود قابل تقسیم بین سهام‌داران کاهش یابد، نه تنها سبب نقض غرض شرکت از بازخرید سهام است، بلکه می‌تواند با تقلیل سود سایر سهام‌داران منافع آنان را تهدید کند و بعضاً به عنوان ابزاری برای سوءاستفاده شرکت باشد. در بند ۳ ماده ۷۲۶ قانون شرکتهای انگلستان مقرر شده است که: «در رابطه با سهام خزانه هیچ سودی تعلق نخواهد گرفت؛ علاوه بر این، هیچ تقسیم اضافه‌ای که شامل تقسیم منافع نقدی یا غیرنقدی می‌شود و یا منافی که بعد از انحلال شرکت از اصل سرمایه به سهام‌داران تعلق می‌گیرد، قابل پرداخت نیست.» علاوه بر این، به استناد بند ۲ ماده ۷۳۱ همین قانون، اگر از فروش سهام خزانه سودی نصیب شرکت شود، این سود می‌تواند به عنوان سود قابل تقسیم میان سایر سهام‌داران تقسیم شود؛ نتیجه اینکه، نسبت به سهام خزانه هیچ سودی تعلق نخواهد گرفت و اگر از خرید و فروش و افزایش قیمت سهم در مدت تملک توسط شرکت، سودی نصیب آن شود، شرکت موظف به تقسیم این سود بین سهام‌داران است.

در نظام حقوقی ایران، در قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور مصوب ۱۳۹۴، به اختصاص یا عدم اختصاص سود به سهام خزانه تصریح نشده است؛ اما، ماده ۵

«آیین‌نامه خرید، نگهداری و عرضه سهام خزانه» مصوب شورای عالی بورس و اوراق بهادار ۱۳۹۴ با تصریح اینکه به سهام خزانه سودی تعلق نمی‌گیرد، سکوت قانونگذار را که به نظر از باب مسامحه بوده است را جبران کرده است.

دومین ابهام موجود در خصوص سهام خزانه تأثیر آن بر حق تقدم سایر سهام‌داران در خرید سهام جدید است؛ به عبارت دیگر، آیا وجود سهام خزانه در تملک شرکت دلیل مناسبی است که حق سهام‌داران دیگر نسبت به سهام جدید شرکت (حداقل نسبت به ده درصد سهام تملک شده) محدود شود؟ در حقوق انگلستان دو ماده مشخص در خصوص تفکیک حقوق سهام خزانه و حق تقدم سهام‌داران درج شده است؛ ماده ۵۶۱ قانون شرکت‌های انگلستان ۲۰۰۶ در خصوص حق تقدم سهام‌داران است و به استناد شق الف از بند ۴ این ماده سهام نگهداری شده تحت عنوان سهام خزانه ماهیتاً با سهام عادی شرکت متفاوت است و برای آن حق تقدم ایجاد نمی‌شود. به این ترتیب، سهام خزانه بر حق تقدم سایر خریداران نیز تأثیر ندارد. در نظام حقوقی ایران نیز به استناد ماده ۵ «آیین‌نامه خرید، نگهداری و عرضه سهام خزانه» مصوب ۱۳۹۴ شورای عالی بورس و اوراق بهادار نیز: «ناشر... نسبت به سهام خزانه حق تقدم در خرید سهام جدید را ندارد.»

اما موضوع قابل بحث دیگر این است که، سهام خزانه ممکن است دوباره توسط شرکت فروخته شده و به صورت سهام عادی تحت تملک سایرین قرار بگیرد؛ حال سؤال این است که، آیا سهام‌داران پیشین نسبت به خرید سهام مذکور حق تقدم دارند؟ در پاسخ باید گفت: ماده ۵۷۳ قانون شرکت‌های انگلستان ۲۰۰۶ با عنوان محدودیت اعمال حق تقدم در خصوص فروش سهام خزانه، به این پرسش پاسخ منفی داده است؛ یعنی، سهام‌داران قبلی در موارد فروش مجدد سهام حق تقدم ندارند. از دلایل این امر می‌توان به این مورد اشاره کرد که ممکن است شرکت با هدف جذب سرمایه‌گذاران جدید امتیازات خاصی را برای سهم عرضه شده قائل شده باشد. در این صورت اعمال حق تقدم توسط سهام‌داران سابق می‌تواند شرکت را در تحقق این هدف ناکام کند؛ از طرف دیگر، با اعمال حق تقدم سهام‌دارانی که مثلاً قصد تملک سهام سایرین را دارند، می‌توانند ساختار مالکیت شرکت را برهم زده و سهم خود را با خرید سهام خزانه افزایش دهند. بنابراین، قانونگذار انگلستان از این طریق خواسته است تا استفاده از سهام خزانه و به کارگیری آن را به عنوان ابزاری قانونی برای نقض حقوق مالکیتی سهام‌داران جزء، نفی نماید؛ از این رو، با محدود ساختن حق تقدم نسبت به سهام خزانه سهام‌داران اصلی نمی‌توانند از سهام مذکور برای افزایش سهم مالکیت خود استفاده ابزاری نمایند.

در نظام حقوقی ایران، بند ب تبصره ۵ ماده ۲۸ قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور ۱۳۹۴، موضوع حق تقدم را در خصوص فروش مجدد سهام خزانه مسکوت گذاشته است. با توجه به اینکه در این قانون بازخرید سهام تنها برای شرکت پذیرفته شده در بورس امکان‌پذیر است؛ بنابراین، هریک از سهام‌داران که متمایل به خرید سهام عرضه شده باشند، می‌توانند از طریق بورس اقدام به خرید سهام کنند؛ از طرفی، فروش مجدد سهام خزانه افزایش سرمایه تلقی نمی‌شود که شرکت به استناد ماده ۱۶۷ لایحه اصلاحی قانون تجارت ۱۳۴۷ ملزم به رعایت حق تقدم سهامداران پیشین باشد. البته به نظر می‌رسد در نظام حقوقی ایران نیز می‌توان با پذیرش دلایل مطرح شده در نظام حقوقی انگلستان به محدودیت اعمال حق تقدم در خصوص فروش سهام خزانه تصریح نمود. لازم به ذکر است که، شورای عالی بورس و اوراق بهادار در ماده ۱۴ دستورالعمل اجرایی خرید، نگهداری و عرضه سهام خزانه ۱۳۹۴ با رویکردی بسیار قابل تحسین علاوه بر اینکه در ماده ۸ به ممنوعیت اعضای هیئت‌مدیره و مدیران اجرایی شرکت در معاملات مربوط به سهام خزانه تصریح کرده است، به منظور پیشگیری از هرگونه سوءاستفاده در جریان فروش سهام خزانه توسط سهام‌داران پیشین شرکت (بالاخص سهام‌داران عمده و کسانی که به اطلاعات نهانی شرکت دسترسی دارند)، برنامه فروش سهام خزانه را از مصادیق اطلاعات نهانی دانسته است و دارندگان اطلاعات را در این خصوص، مشمول ضوابط مقرر سازمان بورس و اوراق بهادار می‌داند.

در خصوص حق رأی سهام خزانه نیز قابل ذکر است، بازخرید سهام حق رأی را از آن سهم سلب می‌نماید. ارکان تصمیم‌گیرنده شرکت نمی‌توانند به استناد مالکیت شرکت بر سهام خزانه در میزان رأی مجامع عمومی شرکت تأثیرگذار باشند و از طرف شرکت رأی مجمع عمومی همان شرکت را تحت تأثیر قرار دهند. بند دوم ماده ۷۲۶ قانون شرکتهای انگلستان ۲۰۰۶، مقرر داشته است: «برای شرکت هیچ‌گونه حقی نسبت به سهامی که نگهداری می‌کند، ایجاد نمی‌شود و هر ادعایی مبنی بر به کارگیری حقوق این سهام باطل است». در حقوق ایران نیز بند ب ماده ۲۸ قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور مقرر تصریح کرده است: «... مادامی که این سهام در اختیار شرکت است، فاقد حق رأی می‌باشد.» ضمن اینکه در تبصره ۱ ماده ۵ «آیین‌نامه خرید، نگهداری و عرضه سهام خزانه» ۱۳۹۴ تصریح شده است: «سهام خزانه در حد نصابهای مربوط به رسمیت و رأی‌گیری مجامع عمومی ناشر محاسبه نمی‌شود.»

## نتیجه گیری

در سالهای اخیر، پیشرفت اقتصادی در کشورهای مختلف دنیا منجر به نوآوری در استفاده از ابزارهای مالی گوناگون شده است. پیش‌بینی سهام قابل بازخرید و همچنین امکان بازخرید سهام عادی شرکت با هدف کنترل قیمت سهام، یا به عنوان مکانیزمی برای تقسیم سود و همچنین نگهداری آن پس از بازخرید به عنوان سهم خزانه به منظور بازفروش آن در زمان مناسب و یا اختصاص آن به طرحهای تشویقی کارکنان مانند سهام تشویقی، مؤید تلاش نظامهای حقوقی برای همگام شدن با الزامات مالی و مدیریتی شرکتهاست. مقایسه مقررات مربوط به بازخرید سهام در حقوق ایران و انگلستان مشخص می‌سازد که اگرچه تصریح به بازخرید سهام شرکت آن هم به صورت محدود، در قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور با وجود ممنوعیت مصرح در لایحه اصلاحی قانون تجارت، گامی روبه‌جلو محسوب می‌شود، اما عدم پیش‌بینی شرایط ماهوی برای بازخرید سهام و انحصار آن صرفاً به شرکتهای پذیرفته شده در بورس، این امر را به ذهن متبادر می‌سازد که قانونگذار با اقتباسی ناقص و تنها با شتابزدگی در صدد جبران خلأ موجود در این زمینه بوده است؛ در حالی که در حقوق انگلستان، علاوه بر تعیین سقف بازخرید سهام و پیش‌بینی شیوه‌های مختلف بازخرید سهام، قانونگذار با طرح استثنائات عموماً ماهوی سعی کرده است شرایط بازخرید سهام توسط شرکت را به منظور جلوگیری از تضییع حقوق سهام‌داران تعیین نماید.

با توجه به اینکه مقررات مربوط به شرکتهای ریشه فقهی ندارد، پیشنهاد می‌شود قانونگذار با الگوبرداری صحیح از نظامهای حقوقی پیشرو و ضرورت‌های مالی و مدیریتی شرکتهای و همچنین با اصول حقوقی نظام داخلی، قانونی جامع‌تر و کارا تر وضع نماید.

## منابع

### الف - فارسی

۱. اسکینی، ربیعا (۱۳۸۱)، حقوق تجارت؛ شرکتهای تجاری، دوره دو جلدی. جلد دوم، تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاهها (سمت).
۲. باریکلو، علیرضا (۱۳۸۵)، «ماهیت سهم و بازخرید آن توسط شرکت صادر کننده»، فصلنامه پژوهشنامه حقوق و علوم سیاسی، دوره تابستان، شماره ۱، صص ۱۳-۳۸.
۳. بهشتی، شقایق (۱۳۸۷)، معاملات اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات محرمانه با مطالعه تطبیقی در حقوق اتحادیه اروپا، انگلیس، فرانسه و ایران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اجتماعی، گروه حقوق خصوصی، دانشگاه بین المللی امام خمینی (ره).
۴. دهقانی، طوبی (۱۳۸۶)، «آشنایی با قوانین و مقررات بازخرید سهام در کشورها و بورسهای جهان»، نشریه حسابدار، دوره ۲۲، شماره ۱۸۸، صص ۸-۲۱.
۵. سلوکی، مهرنوش (اردیبهشت ۱۳۹۵)، «مرزگشایی از بی اعتنایی به سهام خزانه»، روزنامه دنیای اقتصاد، شماره ۳۷۵۱، ص ۵.
۶. شهیدی، سیدمرتضی و جعفری خسروآبادی، نصرالله (۱۳۹۵)، «سهام خزانه و چالش های نظری پیرامون آن»، دو فصلنامه علمی - پژوهشی تحقیقات مالی اسلامی، سال ششم، دوره ۶، شماره ۱، صص ۱۱۹-۱۴۲.
۷. عبادی، محمدعلی (۱۳۸۵)، حقوق تجارت، چاپ ۲۵، تهران: انتشارات گنج دانش.
۸. عظیمی دخت، سیدمحسن و ملکی مهابادی، لیلی (۱۳۹۴)، «بازخرید سهام خزانه، زمینه ها و پیامدها»، نشریه حسابدار، شماره ۲۸۱، صص ۴۴-۵۰.
۹. مشایخ، شهناز و نصیری، سپیده (۱۳۹۳)، «سهام خزانه و مزایای استفاده از آن در بورس ها»، مجله پژوهش حسابداری، دوره بهار، شماره ۱۲، صص ۱۰۵-۱۲۵.
۱۰. نظام دوست، حسین (۱۳۹۷)، «مبانی حقوقی سهام خزانه»، ماهنامه بورس، دوره دی ماه، شماره ۱۰۷، صص ۷۲-۷۳.

### ب - لاتین

11. Baker, H. Kent (2009). *Dividends and Dividend Policy*, New York: John Wiley & Sons.
12. Berk, Jonathon; Demarzo, Peter; Harford, Jarrod & others (2013). *Fundamentals of Corporate Finance*, Geelong: Pearson Higher Education AU publishers.
13. Bircher, Paul (2013). *From the Companies Act of 1929 to the Companies Act of 1948 (RLE: Accounting): A Study of Change in the Law and Practice*, London: Rutledge publication.
14. Bourne, Nicholas (1998). *Principles of Company Law*, London: Rutledge publishers.

15. Brennan, Michael J. (2001). *Empirical Corporate Finance*, Volume 1, Cheltenham: Edward Elgar Pub.
16. Dignam, Alan & Lowry, John (2014). *Company Law*, Oxford: Oxford University Press.
17. Fabozzi, Frank, Peterson, J.Pamela P. (2003). *Financial Management and Analysis*, New York: John Wiley & Sons publishers.
18. Ferran, Eilis & Look, Chan (2014). *Ho Principles of Corporate Finance Law*, oxford: oxford university press.
19. Gitman, Lawrence J; D. Joehnk, Michael & Smart, Scott (2008). *Fundamentals of Investing*, Geelong: Pearson Higher Education AU publishers.
20. Greg, N. Gregoriou (2008). *Encyclopedia of Alternative Investments*, Raton: Taylor & Francis publishers.
21. Griffin, Stephen (2006). *Company Law Fundamental Principle*, 4<sup>th</sup> edition, 2006: Pearson Longman pub.
22. Mads, Andenas & Wooldridge, Frank (2009). *European Comparative Company law*, Cambridge: Cambridge University Press.
23. Petri, Manty Saari (2010). *The law of corporate finance, general principles and EU law*, vol.3, Springer.
24. Van Gerven, Dirk (2014). *Capital Directive in Europe: The Rules on Incorporation and Capital of Limited Liability Companies*, Cambridge: Cambridge University Press.
25. Vermaelen, Theo (2005), *Share Repurchases*, Issue 3, Netherlands: Now Publishers Inc.
26. Wiemer, Joerg & Diel, Steffen (2008). "Strategies for share buyback", *Journal of corporate treasury management*, vol.1, No.4, pp.290-310.

### ج- وبسایت

۲۷. چگینی، مژگان و حشمتی، حسن (۱۳۹۵)، «بررسی تأثیرات اجرای طرح بازخرید سهام در قیمت و سود هر سهم»، قابل دسترس در سایت [www.civilica.com/Paper-MAVC01-MAVC01\\_077](http://www.civilica.com/Paper-MAVC01-MAVC01_077)

### د- قوانین، آئین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌ها

۲۸. لایحه اصلاحی قانون تجارت ۱۳۴۷
۲۹. قانون رفع موانع تولید رقابت پذیر و ارتقاء نظام مالی کشور ۱۳۹۴
۳۰. قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران ۱۳۸۴
۳۱. قانون شرکتهای انگلستان ۱۹۸۵
۳۲. قانون شرکتهای انگلستان ۲۰۰۶
۳۳. آیین نامه خرید، نگهداری و عرضه سهام خزانه مصوب شورای عالی بورس و اوراق بهادار ۱۳۹۴
۳۴. دستورالعمل اجرایی خرید، نگهداری و عرضه سهام خزانه مصوب شورای عالی بورس اوراق بهادار ۱۳۹۴