

## سهام خزانه و مزایای استفاده از آن در بورس‌ها

شهناز مشایخ<sup>۱</sup>

دانشیار گروه حسابداری دانشگاه الزهرا (س)

سپیده سادات نصیری

دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه الزهرا (س)

### چکیده

تاریخ دریافت: ۹۲/۱۲/۱۲

تاریخ پذیرش: ۹۳/۰۳/۲۲

در ادبیات مالی دنیا، سهام خزانه از جمله راهبردهای مالی است که مدیریت آن را در راستای اهداف شرکت به کار می‌بندد. در اوایل تشکیل بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۴۶، مدیران شرکت ملی نفت ایران (به عنوان اولین شرکت سهامی) حق استفاده از سهام خزانه را داشتند و می‌توانستند در موارد مقتضی از آن جهت بازخرید سهم خود بهره گیرند. اگرچه با تصویب اصلاحیه قانون تجارت در سال ۱۳۴۸ این حق گرفته شد. این در حالی است که در سایر بورس‌های دنیا نه تنها معامله سهام خزانه انجام می‌شود، بلکه تعداد و حجم سالانه معاملات سهام خزانه و ارزش پولی آن نیز، بسیار قابل توجه است. بنا بر اهمیت سهام خزانه، تحقیق حاضر به معرفی جنبه‌های مختلف سهام خزانه، مرور پیامدهای احتمالی استفاده از آن در بورس‌های مختلف جهان و بررسی تاثیرات عدم امکان انجام معاملات سهام خزانه بر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. به این منظور، ادبیات مالی و مطالعات علمی صورت گرفته بررسی و قوانین سهام خزانه در کشورهای مختلف مرور و مقایسه شده است.

واژه‌های کلیدی: سهام خزانه، فرضیه علامت‌دهی، بورس اوراق بهادار

طبقه بندی موضوعی: G14

---

<sup>۱</sup> نویسنده مسئول: shahnaz\_mashayekh@yahoo.com

## مقدمه

پس از انقلاب صنعتی و با بزرگتر شدن شرکت‌ها، نیاز به توسعه عملیات و جمع آوری سرمایه بیشتر به طور محسوسی افزایش یافت. اینگونه شد که شرکت‌های سهامی به عنوان یکی از مهمترین دستاوردهای عرصه سرمایه‌داری، شکل گرفتند. شرکت‌های سهامی این امکان را فراهم می‌کردند که تعداد زیادی از صاحبان سرمایه با سرمایه کم یا زیاد در یک واحد اقتصادی مشارکت کنند و به این ترتیب سرمایه لازم برای مشارکت در طرح‌های بزرگ صنعتی و تجاری فراهم آید (اسکوویت و مالینز، ۱۹۸۶). ویژگی‌های دیگری چون مسئولیت محدود صاحبان سهام در این واحدها و قابلیت انتقال مالکیت از علل دیگر جذابیت این نوع شرکت‌ها برای سرمایه‌داران و فعالان بازار بود. در این میان، بازاری متشکل و رسمی نیاز بود که در آن خرید و فروش و انتقال سهام شرکت‌ها، اوراق قرضه دولتی و... ممکن‌شود. این نوع بازارها، بورس اوراق بهادار نیز نامیده شدند.

در جهان سرمایه‌داری امروز بورس به عنوان یکی از موثرترین و پیشرفته‌ترین ابزارهای تکاملی سرمایه به شمار می‌رود. بورس جایگاه تبدیل دارایی‌های واقعی به ثروت کاغذی است زیرا در قبال دارایی واقعی نظیر وجه نقد، اموال و... که به طرق مختلف از طرف سهامداران پرداخت می‌شود، ورقه‌ای کاغذی به نام سهم به آنان اعطا می‌شود که نمایانگر ثروت سهام آن‌ها است و ویژگی‌های معینی دارد. بورس اوراق بهادار از آنچنان اهمیتی در سیستم‌های اقتصادی پیچیده امروزی برخوردار است که از آن برای سنجش میزان سلامت و یا بیماری اقتصادی کشورها نام می‌برند و مهمترین وظیفه‌اش، ایجاد بازاری دائمی و پیوسته برای اوراق بهادار می‌باشد. ویژگی بازار پیوسته این است که مقادیر زیادی از اوراق بهادار بدون اینکه تغییر زیادی در قیمت آن‌ها ایجاد گردد، معامله شوند و مهمترین هدف بورس اوراق بهادار، جذب پس اندازهای راکد و سوق دادن آن‌ها در واحدهای تولیدی و ایجاد امکانات و تسهیلات برای مشارکت عموم مردم در توسعه و سهیم شدن در کارخانجات، به شمار می‌رود که به لحاظ دارا بودن این خصوصیات می‌تواند به عنوان اهرمی مهم در کنترل نرخ تورم و افزایش نرخ رشد پس‌انداز، نقش حساسی را در جامعه ایفاء نماید. در ایران نیز بازار بورس اوراق بهادار در گذر زمان نقش مهمتری در تامین سرمایه بنگاه‌ها و کسب بازده سرمایه‌گذاران

یافته است. در سال‌های اخیر به ویژه یک سال گذشته افزایش چشمگیر سرمایه‌های روانه شده به این بازار و رشد تعداد سرمایه‌گذاران خرد از اخبار مهم اقتصادی کشور بوده است.

اوراق بهادار مورد معامله در بورس‌های جهان بسیار متنوع است و به طور پیوسته ابزار معاملاتی جدیدی ایجاد می‌شود که عمدتاً جهت مصون‌سازی یا پوشش خطر، تامین مالی، کسب بازده بالاتر و... به کار می‌روند. در ایران اما انواع اوراق بهادار از تنوع چندان زیادی برخوردار نیست، گرچه برنامه‌هایی برای گسترش انواع اوراق بهادار مورد معامله در بورس وجود دارد. سهام عادی، سهام جایزه، اوراق مشارکت، اوراق مشتقه، اختیار معامله، قرارداد آتی، سلف و صکوک از مهمترین ابزارهای بازار بورس اوراق بهادار ایران هستند. در این میان برخی انواع اوراق بهادار نظیر سهام ممتاز و بعضی اشکال معاملات نظیر باز خرید سهم (سهام خزانه) وجود دارند که بر اساس قانون تجارت ایران ممنوع اعلام شده‌اند اما در بسیاری کشورها جهت اهداف تامین مالی و مصون سازی استفاده می‌شوند.

سهام خزانه یکی از مفاهیم مهم و آشنای دنیای تامین مالی شرکتی است. در سراسر دنیا اهمیت وجود سهام خزانه به عنوان یکی از سیاست‌های پرداخت و توزیع وجه نقد برای مدیران به روشنی درک شده است به طوری که در برخی موارد ارزش پولی ارقام آن به مقادیر چشمگیر و قابل توجهی می‌رسد که مخاطب را به تامل و درنگ در مزایای نهفته در این سیاست وادار می‌کند. مطابق قانون تجارت ایران سهام خزانه، سهام عادی یا ممتاز یک شرکت سهامی است که توسط همان شرکت مجدداً خریداری می‌شود و مطابق با ماده ۱۹۸ همین قانون چنین باز خریدی ممنوع است.

اما به راستی به چه علت مدیران بسیاری از شرکت‌های بزرگ و معروف دنیا توجه زیادی را معطوف سهام خزانه می‌کنند؟ این سوالی است که این پژوهش قصد دارد به آن پاسخ گوید.

### تعریف سهام خزانه

هنگامی که شرکتی اقدام به خرید سهام خود نماید، سهامی حاصل کرده است که به آن، سهام خزانه گویند. استفاده از اصطلاح خزانه ممکن است به این دلیل رایج شده باشد که در گذشته سهم باز خرید شده را در خزانه شرکت نگهداری میکردند. در فرهنگ لغت وبستر، واژه خزانه به عنوان "مکانی که در آن ذخایر ثروت نگهداری می‌شود"، تعریف شده است. بر

این اساس سهام خزانه به سهامی اشاره دارد که بازخرید شده و به عنوان دارایی نگهداری می‌شود. البته چنین معنای لغوی با مفاهیم حسابداری تطبیق ندارد. زیرا در حسابداری با سهام خزانه به عنوان یک دارایی رفتار نمی‌شود، بلکه آن به عنوان یکی از اقلام کاهنده سرمایه یا حقوق صاحبان سهام در نظر گرفته می‌شود (بر، ۲۰۰۶). به همین دلیل، سود و زیان تحقق یافته حاصل از خرید و فروش سهام خزانه در صورت سود و زیان گزارش نمی‌شود و اثر مالیاتی هم ندارد. به علاوه، سهام خزانه، دارای حق رای نبوده و سود سهام دریافت نمی‌کند؛ و از این جهت، کارکردی مشابه سهام منتشر نشده دارد (جلب، ۲۰۰۰).

بازخرید سهام به ویژه در بازار آزاد یا رقابت کامل، از جمله راه‌های معمول و رایج توزیع جریان نقد شرکت به سهامدارانش محسوب می‌شود. برای اولین بار در تاریخ، در طول دهه ۱۹۹۰ به ویژه در ۱۹۹۴ به طور متوسط ارزش پولی مبالغ بازخرید سهام تقریباً به بیش از نصف ارزش پولی سودهای تقسیمی سهام کل شرکت‌ها یعنی ۶۵ میلیارد دلار رسید (گروئن و مایکلی، ۲۰۰۴). به علاوه در سال‌های ۱۹۹۹ و ۲۰۰۰ مبالغ صرف شده بر سهام خزانه در شرکت‌های صنعتی بیشتر از مبالغ توزیع شده سود سهام آن‌ها بود. این مسائل باعث شد که توجه گروه‌های مختلف به دلایل استفاده و مزایای ناشی از سهام خزانه در شرکت‌ها جلب شود (کاستنتینایدز و گروندی، ۱۹۸۹). که در ادامه مورد اشاره قرار می‌گیرد.

### علل بازخرید سهام و مزایای سهام خزانه

چرایی بازخرید سهام توسط شرکت‌ها، محل مباحثه است. جنسن (۱۹۸۶) بیان می‌کند شرکت‌ها به علت توزیع جریان نقد مازاد<sup>۱</sup>، سهام‌شان را بازخرید می‌کنند (آیکنبری و همکاران، ۱۹۹۵). استفن و ویباش (۱۹۹۸) با ارائه شواهدی، رابطه مثبت میان بازخرید سهام و سطح جریان نقد را مستند نمودند. مرور ادبیات این حوزه، دلایل متنوعی را به جمع دلایلی که ممکن است مدیریت یک شرکت را به تصمیم‌گیری در خصوص بازخرید سهام وادارد، اضافه می‌کنند که عمده‌ترین آن‌ها به شرح زیر می‌باشد:

- فرضیه علامت‌دهی:

بر اساس فرضیه علامت‌دهی<sup>۲</sup> مدیر از سهام خزانه استفاده می‌کند تا نسبت به چشم انداز بهتر به سرمایه‌گذاران علامت دهد (اسکوویت و مالیتز، ۱۹۸۶). این دلیل، در پژوهش‌های زیادی

مورد اشاره قرار گرفته است. باتاچاریا (۱۹۷۹)، میلر و راک (۱۹۸۵) و ورمیلن (۱۹۸۴) با انجام تحقیقاتی جداگانه شواهدی ارائه کردند که نشان می‌داد در بازارهای ناقص، بازخرید سهم می‌تواند به عنوان علامت یا سیگنالی هزینه‌بر نسبت به جریان نقد آتی استفاده شود. بنابراین، تصمیمات بازخرید می‌تواند اطلاعاتی از سودهای آتی و میزان سودآوری را برای بازار افشا کند. اعلان بازخرید سهم معمولاً از سوی بازار و سرمایه‌گذاران علامت مثبتی تلقی می‌شود که بر قیمت سهم اثر افزایش‌دهنده دارد (بارجرون و کالچانیا، ۲۰۱۱).

• فرضیه جریان نقد آزاد<sup>۳</sup>:

سهام بازخرید شده را می‌توان برای کاهش مبلغ جریان نقد آزاد در اختیار مدیریت استفاده نمود. مطابق این دلیل که با نتایج تحقیق جنسن (۱۹۸۶) به دست آمده، شرکت‌ها سهم‌شان را برای کاهش دادن بیش سرمایه‌گذاری بالقوه مدیر بازخرید می‌کنند. این منطبق با اصطلاحاً فرضیه جریان نقد آزاد گفته می‌شود، حاکی از آن است شرکتی که در حال تجربه کاهش در فرصت‌های رشد و سودآوری (ROA) است، احتمال بیشتری دارد که جریان نقد خود را به اشکالی چون بازخرید صرف نماید. نوهل و ترهان (۱۹۹۸) با انجام مطالعه روی عملکرد شرکت‌ها پس از بازخرید سهم دریافتند عملکرد شرکت‌های دارای رشد کم و در مرحله بلوغ پس از بازخرید سهم، بهبود می‌یابد. در واقع بازخرید سهم صرفاً رویدادی مالی نیست که فقط ساختار سرمایه را تغییر دهد بلکه بخشی از عملیات تجدید ساختار است که دارایی شرکت را کاهش می‌دهد. بر اساس نتایج مزبور، شواهد حاکی از آن است که فرضیه جریان نقد آزاد بیش از سایر دلایل، واکنش مثبت سرمایه‌گذاران به بازخرید را توضیح می‌دهد (گروئن و مایکلی، ۲۰۰۲).

• فرضیه ارزیابی کمتر از واقع<sup>۴</sup>:

بر این اساس هر گاه مدیر احساس کند سهامش در بازار آزاد کمتر از واقع ارزشگذاری شده باشد، با تصمیم به بازخرید سهم، سهامدارانش را منتفع نموده و قیمت سهامش را به ارزش واقعی خود نزدیک می‌کند. در واقع بازخرید سهم در این شرایط، نسبت P/E را افزایش می‌دهد چون تعداد سهام را بدون تغییر کل سود، کاهش داده است. بنابراین مدیریت با اقدام به بازخرید سهم شرکت، موجب افزایش نسبت P/E شده و در نتیجه قیمت سهم تعدیل شده و ارزش سهم به ارزش واقعی و مورد نظر مدیر نزدیکتر می‌شود (استفنز و

ویسبک، ۱۹۹۸). این راهبرد معمولاً زمانی به کار می‌رود که دیدگاه مدیر نسبت به وضعیت شرکت، بهتر از بازار است و انتظار بهبود وضعیت سهام در بازار را دارد.

- فرضیه دفاع در مقابل بلعیده شدن<sup>۵</sup>:

بر اساس این فرضیه، بازخرید سهم به عنوان ابزاری برای حفظ کنترل شرکتی استفاده می‌شود. استالز<sup>۶</sup> (۱۹۹۸) نشان داد وقتی مدیر وجوه لازم برای خرید سهام خزانه بیشتر را از طریق بدهی تامین مالی می‌کند، بدون نیاز به سرمایه‌گذاری اضافی، قادر به کنترل سهم بیشتری است (تانگ و همکاران، ۲۰۱۲). دیتمر (۲۰۰۰) نیز نشان داد تحت شرایط تهدید اعمال کنترل، امکان بازخرید سهام افزایش می‌یابد، زیرا مدیران، به منظور حفظ موقعیت تجاری و بقای شرکت، ممکن است استراتژی بازخرید سهم شرکت و حفظ سهام خزانه را انتخاب کنند (دیتمر، ۲۰۰۰).

- تعدیل ساختار سرمایه به سمت ساختار بهینه:

ساختار سرمایه ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام است که از طریق آن‌ها شرکت‌ها تأمین مالی دارایی‌های خود را انجام می‌دهند. تغییر این ترکیب موجب تغییر هزینه سرمایه شرکت می‌شود. هدف اصلی از تصمیمات ساختار سرمایه ایجاد ترکیبی مناسب از منابع تامین وجوه بلندمدت است، که هزینه سرمایه شرکت را حداقل و ارزش شرکت را حداکثر نماید. به چنین ساختار سرمایه ای، ساختار سرمایه بهینه می‌گویند. وجوه مورد نیاز از منابع گوناگون و به شکل‌های مختلف تامین می‌شوند که عمدتاً در دو گروه اصلی قرار دارند: وام و سهام. از آنجایی که نرخ هزینه سرمایه سهام عادی بیش از نرخ هزینه سرمایه سهام ممتاز، سودناشته و بدهی است، ممکن است مدیر با توجه به وضعیت مالی و استراتژی شرکت، تصمیم به کاهش هزینه سرمایه از طریق بازخرید سهام و دادن سهم بیشتری از ساختار سرمایه به وام بگیرد (دادلی و ماناکیان، ۲۰۱۱). زیرا به دو دلیل عمده نرخ هزینه سرمایه بدهی (وام) کمتر از نرخ هزینه سرمایه سهام عادی، سودناشته و سود سهام ممتاز است اول، بازده مورد انتظار وام دهنده کمتر از بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران است دوم، هزینه بهره، هزینه قابل قبول مالیاتی است. بنابراین بازخرید سهم ابزار مناسبی در اختیار مدیر است تا ساختار سرمایه شرکت را به وضع مطلوب تغییر دهد. از آنجایی که با این کار میزان بدهی‌ها و در نتیجه نسبت اهرم نیز

تحت تاثیر قرار گرفته و به نسبت اهرم بهینه تغییر می‌یابد، از این فرضیه گاهاً به فرضیه نسبت بهینه اهرم<sup>۷</sup> نیز یاد می‌شود.

- افزایش رضایت ناشی از داشتن حق انتخاب برای سهامداران:

ممکن است شرکت وجوه نقد برای توزیع میان سهامداران در اختیار داشته باشد، اما این وجوه را به جای پرداخت سود سهام نقدی با بازخرید سهام میان سهامداران توزیع کند. سهامداران در روش توزیع وجوه شرکت از طریق بازخرید سهام قدرت انتخاب دارند؛ می‌توانند سهام خود را بفروشند یا سهام خود را نگاه دارند. در حالت پرداخت سود سهام نقدی، سهامداران می‌باید سود سهام نقدی را دریافت کنند و مالیات آن را بپردازند. بنابراین، سهامدارانی که به وجه نقد نیاز دارند، مقداری از سهام خود را می‌فروشند، و سهامدارانی که به وجوه اضافی نیاز ندارند، سهام خود را حفظ می‌کنند. در واقع سهام خزانه جایگزینی برای پرداخت سود سهام نقدی نیست، بلکه گزینه‌ای در کنار آن است که از نقطه نظر مالیاتی مزایایی دارد و افزایش رضایتمندی سهامداران شرکت را به همراه دارد زیرا به هر دو گروه سهامداران اجازه می‌دهد آن‌چه که مورد نظرشان است را انجام دهند (نوهل و ترهان، ۱۹۹۸).

- فرضیه انگیزه مدیریت:

در کنار سایر مزایای بازخرید سهام برای شرکت، یکی از تاثیرات مهم سهام خزانه، توزیع جریان نقد بدون تاثیر رقیق شدن سود هر سهم است. به عبارت دیگر هنگامی که شرکت برای تشویق و همراه سازی منافع کارکنان از جمله مدیریت، طرح پاداش به شکل حق اختیار سهام<sup>۸</sup> اعطا می‌کند، این فرضیه قوت می‌گیرد. یکی از مهمترین ابزارهای مالی بازار سرمایه در ادبیات حسابداری و مالی، ابزارهای مشتقه نظیر حق اختیار سهام است که قیمت آن‌ها به سایر اوراق بهادار نظیر سهام عادی وابسته است. این اوراق، ابزار مهمی در اختیار مدیران است که امکان مصون سازی، تامین مالی، جذب سرمایه و... را فراهم می‌کند. بر اساس ویژگی‌های خاص ابزار مشتقه، این اوراق گاهاً قابل معامله بوده و تا مدتی پیش از تاریخ سررسید قابلیت خرید و فروش دارند. یکی از کارکردهای اوراق مشتقه اعطای آن به کارکنان از جمله خود مدیریت به عنوان مزایا، پاداش، تشویقی و... است تا از طریق سهام کردن آن‌ها در مالکیت شرکت، آن‌ها را به تلاش بیشتر در جهت حداکثر کردن منافع شرکت ترغیب نمایند. یکی از پیامدهای انتشار این اوراق توسط شرکت، رقیق سازی یا کمتر شدن درصد مالکیت هر یک از

سهامداران نسبت به قبل از صدور آنها است. در این موارد، یکی از روش‌های جبران این تاثیر، اعمال سیاست بازخرید سهام توسط شرکت است تا درصد مالکیت هر یک از سهامداران در شرکت حفظ شود. این یکی از دلایلی است که نخستین بار در تحقیق گرولان و آیکبری (۲۰۰۰) مطرح شد (دی جانگ و همکاران، ۲۰۱۱).

• افزایش سود هر سهم:

بر اساس تحلیل متخصصان مالی و اقتصادی یکی از مهمترین دلایل بازخرید سهام، افزایش سود هر سهم شرکت می‌باشد. این نظریه بر اساس تحقیق بدرینیت و وریا<sup>۹</sup> (۲۰۰۱) تفسیر شد. چنانکه پیشتر اشاره شد، سهام خزانه معادل سهم منتشر نشده است که از تعداد سهام منتشره می‌کاهد، به طوری که واجد شرایط گرفتن سود سهام نبوده و هیچ حقی در این خصوص ندارد. در نتیجه هنگام محاسبه سود هر سهم، تعداد سهام خزانه از کل تعداد سهام منتشره کسر شده و در نتیجه سود باقی مانده میان تعداد کمتری سهامدار تقسیم می‌شود. در نتیجه به هر سهامدار سهم بیشتری از سود رسیده و این امر به طور خودکار تاثیر مثبت بر سود هر سهم خواهد داشت. در واقع این فرضیه نیز به طور غیر مستقیم افزایش رضایت سهامداران را به همراه دارد (دیتمر، ۲۰۰۰).

اگرچه دلایل زیادی را برای واکنش مثبت بازار به اقدامات بازخرید سهام شرکت در ادبیات می‌توان یافت (زیرا شرکت‌های مختلف ممکن است به دلایل متعدد و متفاوتی اقدام به بازخرید سهام خود نمایند)، دو فرضیه اول که عبارتند از فرضیه علامت‌دهی و فرضیه جریان نقد آزاد، از مقبولیت بیشتری برخوردارند (اوجیره و راس، ۲۰۰۰).

### اثرات سهام خزانه

#### الف) تاثیر سهام خزانه بر شرکت

دلایل مدیریت در اخذ تصمیم به بازخرید سهام مرور شد. همانطور که ملاحظه می‌شود برخی دلایل بیشتر جنبه شرکتی داشته و بر عملیات سازمان و دستیابی به اهداف مدیر موثر می‌باشند و به طور غیر مستقیم بر بازار و سهامداران تاثیر دارد. برای مثال بازخرید سهام هنگامی که شرکت در حال گذار از مرحله رشد بیشتر به مرحله رشد کمتر است. همانطور که



شرکت به بلوغ خود نزدیکتر می‌شود، فرصتهای سرمایه‌گذاری آن هم به همان میزان کوچکتر می‌شود. در واقع مطابق با نتایج تحقیقات برک، گرین و نیک<sup>۱</sup> (۱۹۹۹)، این شرکت‌ها انتخاب‌های کمتری برای رشد و افزایش سودآوری دارند و در عوض دارایی‌هایشان نقش بیشتری در تعیین ارزش این شرکت‌ها بازی می‌کنند. طبیعتاً این کار موجب کاهش ریسک سیستماتیک می‌شود (بر، ۲۰۰۶؛ هوران، ۲۰۱۰) و در نتیجه کاهش هزینه سرمایه شرکت را به همراه دارد. کاهش نرخ سرمایه‌گذاری مجدد در شرکت‌ها موجب افزایش جریان نقد آزاد در اختیار مدیریت، می‌شود که احتمال افزایش سرمایه‌گذاری بیش از حد مدیریت را افزایش می‌دهد. در این مواقع به احتمال زیاد مدیریت تحت فشار سهامداران برای توزیع وجه نقد بیشتر می‌باشد. بنابراین ممکن است بازخرید سهام شرکت به کاهش سطح ریسک آن مرتبط باشد که می‌تواند نشان دهد مدیریت در واکنش به کاهش فرصت‌های سرمایه‌گذاری، مخارج سرمایه‌ای شرکت را کم خواهد نمود (ریبارا و همکاران، ۲۰۰۴).

از دلایل مهم سهام خزانه در شرکت، نیاز به تامین مالی خارجی است. برخی تحقیقات تجربی رابطه میان تامین مالی خارجی و محتوای اطلاعاتی بازخرید سهام را بررسی نموده و کشف کردند که بیشتر بازخرید سهام در شرکت‌ها زمانی رخ می‌دهد که احتمال نیاز آتی شرکت به افزایش سرمایه وجود داشته باشد (بیل و زی، ۲۰۰۴). مطابق ادبیات علمی عدم تقارن اطلاعاتی از دو مسئله انتخاب نامناسب و خطر اخلاقی ایجاد می‌شود. با توجه به این می‌توان گفت بازخرید سهام مسئله انتخاب نامناسب در مورد صدور سهام را تا حدی کم نموده و از این طریق سهام خزانه با تاثیر بر ارزش شرکت، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد (گروئن و مایکلی، ۲۰۰۴)

یکی از دغدغه‌های مدیران هر شرکت و اهمیت کارکرد بازار در هر اقتصاد، قیمت‌گذاری صحیح سهام هر شرکت و نزدیک کردن قیمت بازار سهام به ارزش ذاتی آن می‌باشد. هر چه بازارهای مالی کارایی اطلاعاتی و عملیاتی بیشتری داشته باشند، ارزشگذاری سهام دقیقتر صورت می‌گیرد. در یک بازار ناکارا ارزش ذاتی سهام شرکت با خطا اندازه‌گیری می‌شود. این میزان خطا باعث بروز تفاوت بین قیمت ظاهری و قیمت ذاتی سهام می‌شود. با فرض این که تاخیر زمانی با گذشت زمان برطرف شود، می‌توان انتظار داشت که ضرایب متغیرهای توضیح دهنده قیمت و بازده سهام (مثل سود نقدی، سود حسابداری و یا ارزش دفتری) با

گذشت زمان، رفع شده و تاخیر زمانی اطلاعات افزایش یابد. انتظار می‌رود عدم کارایی احتمالی بازار در روابط بین متغیرهای حسابداری و قیمت و بازده سهام شرکت‌ها تاثیر بگذارد و با افزایش کارایی بازار در طی زمان و رفع تاخیر اطلاعاتی، ضرایب سود و ارزش دفتری بهبود می‌یابند (دان، ۱۹۸۱). بر اساس یافته‌های علمی نظیر اوفر و تکر (۲۰۰۶) مدیران شرکت‌ها با استفاده از سیاست‌های تقسیم سود و یا بازخرید سهم نسبت به ارزش حقیقی (ذاتی) شرکتشان علامت‌دهی کرده و بازار را به سمت ارزش‌گذاری صحیح سهام هدایت می‌نمایند. در واقع بر اساس شواهد به دست آمده نه تنها بازار نسبت به اقدام بازخرید سهم واکنش نشان می‌دهد، بلکه به طور معناداری واکنش قیمت سهم به بازخرید بیش از واکنش به تقسیم سود است (جلب، ۲۰۰۰).

از کارکردهای دیگر سهام خزانه در شرکت می‌توان به ابزاری برای مدیریت سود اشاره نمود. این موضوع نخستین بار در کار ریبر و همکاران (۲۰۰۴) مورد بررسی قرار گرفت. آن‌ها با شناسایی شرایطی که در آن بازخرید موجب افزایش سود هر سهم می‌شود، نشان دادند تعداد کثیری از شرکت‌های مورد بررسی در بورس نیویورک آمریکا، وقتی پیش بینی تحلیلگران در مورد آن‌ها با خطا همراه بوده و عملکرد واقعی‌شان متمایز از پیش بینی قبلی می‌باشد، بازخرید سهم منجر به افزایش سود هر سهم شده و در نتیجه تاثیر مثبتی بر قیمت آن‌ها خواهد داشت. در مقابل تعداد بسیار اندکی از شرکت‌ها نیز وجود دارند که وقتی نزدیک به پیش بینی‌ها عمل کرده و انتظارات را برآورده نموده بودند، معاملات بازخرید سهم آن‌ها منجر به کاهش سود هر سهم‌شان در بازار شده است (کاستتینایدز و گروندی، ۱۹۸۹).

در گذر زمان با گسترش فعالیت‌های شرکت‌ها و لزوم جدایی مدیران از مالکان، هزینه‌های نمایندگی مورد توجه مدیران قرار گرفت. با این رخداد مسئله عدم تقارن اطلاعاتی مدیر (افراد درون سازمانی) و سهامداران (افراد برون سازمانی) مطرح شد که توجهات بسیاری را به خود جلب نمود. در این میان، در دنیای تجارت کنونی که در آن طرفین دارای اطلاعات نامتقارنی هستند، بازخرید سهام نقش حیاتی در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیر و سهامداران برون سازمانی (از طریق علامت‌دهی) ایفا می‌کند. به اعتقاد برخی اندیشمندان نظیر جنسن (۱۹۸۶) توزیع و پرداخت وجه نقد به سهامداران از طریق تقسیم سود یا بازخرید سهام می‌تواند هزینه‌های نمایندگی<sup>۱۱</sup> را پایین آورد (آیکنبری و همکاران، ۱۹۹۵).

**ب) تاثیر سهام خزانه بر بازار**

اطلاعات سودمند مبنای تصمیم‌گیری اشخاصی است که در بازار سهام مشارکت می‌کنند. با توجه به منابع اطلاعاتی ناکافی، صورت‌های مالی و اخبار شرکت از قبیل تقسیم سود، سهام جایزه، ادغام و تحصیل، سهام خزانه و... از منابع مهم اطلاعاتی برای کسب اطلاعات بیشتر و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی محسوب شده و اطلاعات با ارزشی برای گروه‌های برون سازمانی می‌کند. در واقع، توزیع وجه نقد به سهامداران همواره به عنوان خبر خوب در بازار تلقی می‌شود. بازخرید سهام، مشارکت‌کنندگان بازار سهام را متقاعد می‌نماید که سهم شرکت کمتر از واقع ارزیابی نموده و بایستی قیمت آن را به طور معناداری بالاتر از قیمت قبل از بازخرید قیمت‌گذاری نماید. به عبارت دیگر از نظر بازار، تقسیم سود و بازخرید سهام اخبار خوب محسوب می‌شوند (سیگال، ۲۰۰۶). این نتیجه مطابق شواهد برخی تحقیقات تجربی نظیر کامنت و جارل (۱۹۹۱) است که بازار سهام به طور مطلوبی به اعلام برنامه بازخرید شرکت‌ها واکنش نشان می‌دهد. ایده اصلی واکنش مثبت روشن است، چرا که با این کار شرکت ثابت می‌کند قادر به ایجاد وجه نقد بوده و کسب سود آن فقط محدود به ارقام صورت‌های مالی نیست. همچنین تقسیم سود موجب متمایز شدن آن از شرکت‌های کمتر سودده شده و قیمت سهم را افزایش می‌دهد. این نتیجه عملکرد مدیریت را نیز تقویت نموده و او را به تلاش بیشتر تشویق می‌کند. به علاوه بازخرید سهام، منجر به کاهش تعداد سهام منتشره و در نتیجه افزایش سود هر سهم عادی می‌شود. نمودار ۱ واکنش بازار به تصمیمات پیش‌بینی نشده جریان نقد مربوط به حقوق صاحبان سهام را نشان می‌دهد.



نمودار (۱): واکنش بازار به تصمیمات پیش‌بینی نشده جریان نقد

در مجموع، اکثر اقتصاددانان مالی موافقت تغییر سیاست‌های پرداختی شرکت دارای محتوای اطلاعاتی بوده و می‌تواند اطلاعاتی را به سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی منتقل نماید، ولی اجماع نظر کافی بر اینکه ماهیت اطلاعات منتقل شده چیست، وجود ندارد (دی جانگ و همکاران، ۲۰۱۱).

از سوی دیگر، سهام‌خزانه با دادن علامت از وضعیت شرکت، موجب تقویت قیمت سهم در بازار می‌شود. این امر از نظر اقتصادی دارای پیامدهای مثبتی بر کارکرد بازار بوده و به کاراتر شدن بازار کمک می‌کند. راسبرانت (۲۰۱۱) با انجام مطالعه‌ای از رفتار بازار سهام سه روز پس از اعلام بازخرید، تاثیر قیمتی بازخرید سهام و عملکرد بلندمدت غیرعادی سهام پس از اعلام را بررسی نمود. بر این اساس اعلام اولیه برنامه بازخرید سهام به بازار، بازده غیرعادی تقریباً ۲٪ را در دو روز نخست به همراه دارد. به عبارت دیگر، قیمت با اعلام برنامه بازخرید شرکت دارای همبستگی معنادار مثبت است. این نتیجه مطابق نتایج مطالعات مشابه بوده و نشان

می‌دهد باز خرید سهم دارای پیامدهای مثبت بر بازار سهام است (اوفر و تاکر، ۱۹۸۷). همچنین بر اساس شواهد، بازارهای سهام در اغلب نقاط دنیا در حال حرکت به سمت قانون زدایی و پذیرش فعالیت‌های باز خرید سهام هستند. به علاوه اکثر کشورها به ویژه کشورهای دارای کد قانونی<sup>۱۲</sup> در طول سال‌های ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۰ تغییری را در قوانین مربوط به سهام خزانه تجربه کرده‌اند (راجرز، ۲۰۰۶).

### معامله سهام خزانه در ایران

ریشه‌های ایجاد بورس اوراق بهادار در ایران به سال ۱۳۱۵ باز می‌گردد، ولی به طور رسمی در سال ۱۳۴۵ قانون تشکیل بورس اوراق بهادار تهیه و لایحه مربوط به مجلس شورای ملی ارسال و در اردیبهشت ۱۳۴۵ تصویب شد. اما به دلیل عدم آمادگی بخش صنعتی و بازرگانی بورس تهران در ۱۵ بهمن ماه ۱۳۴۶ با ورود سهام بانک صنعت و معدن، به عنوان بزرگترین مجتمع واحدهای تولیدی و اقتصادی آن زمان، فعالیت خود را آغاز کرد. در پی آن شرکت نفت پارس، اوراق قرضه دولتی، اسناد خزانه، اوراق قرضه سازمان گسترش مالکیت صنعتی و اوراق قرضه عباس آباد به بورس تهران راه یافتند. در این میان اعطای معافیت‌های مالیاتی به شرکت‌ها و مؤسسات پذیرفته شده در بورس انگیزه‌ای برای عرضه سهام آن‌ها فراهم نمود. قانون تجارت ایران مهمترین مجموعه مدون قوانین مربوط به امور بازرگانی در ایران که اساس حقوق تجارت ایران را تشکیل می‌داد، در ۱۳ اردیبهشت ماه ۱۳۱۱ در ششصد ماده توسط مجلس شورای ملی تصویب شد. این قانون که بر مبنای قانون تجارت ۱۸۰۷ فرانسه (معروف به کد ناپلئون) ترجمه و تهیه شده بود، در دوره کوتاهی پس از تشکیل بورس یعنی اسفند ۱۳۴۷ با تقدیم لایحه اصلاحیه قانون شرکت‌های سهامی به مجلس دستخوش تغییر قرار گرفت. بر اساس قانون مصوب ۲۶ فروردین ۱۳۴۸ مقررات شرکت‌ها اصلاح شده و در دوازده بخش و سیصد ماده مقررات جدیدی برای شرکت‌های سهامی عام و خاص وضع گردید. در ماده ۱۹۸ بخش هشتم این مقررات، خرید سهام شرکت توسط همان شرکت ممنوع است. بدین ترتیب حق استفاده از باز خرید سهم از فروردین ۱۳۴۸ از شرکت‌ها گرفته شد.

در واقع توضیحاتی برای علل ممنوعیت سهام خزانه در قانون تجارت ایران، مطرح شده که بررسی آن‌ها، لزوم تجدید نظر در این خصوص را نشان می‌دهد. از جمله اینکه شرکت و

مدیریت آن همواره از اطلاعات داخلی آگاهند و ممکن است به واسطه این مزیت، سهام خود را زمانی که در حداقل قیمت خود می‌باشد، خریداری کرده و همان را در اوج قیمت بفروشد و موجب زیان فروشنده و خریدار گردد. به علاوه، سهامداران ممکن است بین سود سهام نقدی و عایدات سرمایه‌ای بی‌تفاوت نباشند و قیمت سهام ممکن است بیشتر تحت تاثیر سود سهام نقدی باشد تا بازخرید سهام، حتی اگر شرکتی برنامه مشخص با ضابطه‌ای را برای بازخرید سهام اعلام کند، نظام مالیاتی انباشت سرمایه می‌تواند تهدیدی برای این مسئله باشد. ضمن اینکه، سهامدارانی که سهام خود را می‌فروشند ممکن است کاملاً آگاه به کلیه جوانب بازخرید سهام نباشند و یا این که اطلاعات کاملی از فعالیت‌های جاری و آتی شرکت نداشته باشند. اگرچه عموماً شرکت‌ها برنامه‌های بازخرید سهام را از قبل اعلام می‌کنند. نهایتاً ممکن است شرکت‌ها قیمت بسیار بالایی برای بازخرید سهام بپردازند که به ضرر سهامداران باقی‌مانده است. اگر سهام شرکت به‌طور فعال در بازار مورد معامله قرار نگیرد و اگر شرکت در صدد بازخرید حجم نسبتاً زیادی از سهام خود باشد، آن‌گاه ممکن است قیمت سهام بازخریدی در سطح بالاتری از سطح تعادلی خود قرار گیرد و پس از پایان عملیات بازخرید سهام، قیمت آن دوباره سقوط کند. باید توجه نمود که استراتژی بازخرید سهام همچون بسیاری ابزارهای دیگر ادبیات مالی، در کنار مزایای برشمرده شده برای آن، پیامدهای احتمالی منفی نیز ممکن است داشته باشد که قانون‌گذاران تقریباً از همان روزهای نخست تشکیل بورس اوراق بهادار تهران، به این وجه بازخرید سهام، بیشتر توجه نموده و بر این اساس در قانون تجارت استفاده از سهام خزانه را ممنوع کرده‌اند.

شاید بتوان گفت نقش کم رنگ بورس اوراق بهادار از بدو تاسیس تا حدود بیش از سه دهه، از عوامل مهمی است که موجب شد عدم تنوع ابزارهای مالی موجود در بورس اوراق بهادار و کمبودهای قانون تجارت کمتر مورد توجه و بازنگری قرار گیرد. در طی ۱۱ سال فعالیت بورس تا پیش از انقلاب اسلامی در ایران تعداد شرکت‌ها و بانک‌ها و شرکت‌های بیمه پذیرفته شده از ۶ بنگاه اقتصادی با ۶/۲ میلیارد ریال سرمایه در سال ۱۳۴۶ به ۱۰۵ بنگاه با بیش از ۲۳۰ میلیارد ریال سرمایه در سال ۵۷ افزایش یافت. تصویب لایحه قانون اداره امور بانک‌ها در تاریخ ۱۷ خرداد ۱۳۵۸ توسط شورای انقلاب که به موجب آن ۳۶ بانک تجاری و تخصصی کشور در چهارچوب ۹ بانک شامل ۶ بانک تجاری و ۳ بانک تخصصی ادغام و ملی

شدند. ادغام و دولتی شدن شرکت‌های بیمه و همچنین تصویب قانون حفاظت و توسعه صنایع ایران در تیر ۱۳۵۸ باعث خروج تعداد زیادی از شرکت‌ها از بورس شد به گونه‌ای که تعداد آن‌ها از ۱۰۵ شرکت در سال ۱۳۵۷ به ۵۶ شرکت در پایان سال ۱۳۶۷ کاهش یافت.

پایان یافتن جنگ تحمیلی و آغاز دوره سازندگی زمینه‌های احیای دوباره بورس اوراق بهادار را فراهم ساخت. بدین ترتیب، توجه سیاست‌گذاران اقتصادی کشور به تجدید فعالیت بورس اوراق بهادار در سال ۱۳۶۸، افزایش چشمگیر تعداد شرکت‌های پذیرفته شده و افزایش حجم فعالیت بورس اوراق بهادار را در پی داشت، تا به آنجا که تعداد اینگونه شرکت‌ها از ۵۶ شرکت به ۲۴۹ شرکت در سال ۱۳۷۵ افزایش یافت، ولی هنوز تعداد سهامداران خرد در بازار سهام درصد بسیار کمی از کل فعالان بازار را تشکیل می‌داد. در طول ۱۵ سال پس از آن یعنی تا ۱۳۹۰ بورس نوسان‌های زیادی را تجربه نموده و همچون بورس‌های دیگر در برخی سال‌ها پر رونق و در بعضی دیگر با رکود همراه بوده است. عوامل متعددی از جمله تحولات سیاسی، تحریم‌های اقتصادی، نوسان نرخ دلار، روند قیمت طلا و مسکن به عنوان بازارهای موازی، و.. موجب شد تا از اواخر سال ۱۳۹۱ بورس اوراق بهادار رشد روزانه و لحظه‌ای تقریباً مستمری را تجربه نموده و بازدهی بالای ۴۰ درصد را عاید سرمایه‌گذاران کند. در این دوره می‌توان اذعان کرد درصد سهامداران خرد موجود در بازار افزایش زیادی داشته است و این نشان می‌دهد که جایگاه بورس از نظر سرمایه‌گذاران تغییر کرده و اعتماد زیادی را جلب نموده است. در این زمان لازم است که اوراق بهادار متنوع‌تر و ابزارهای مالی بیشتر در جهت مصون سازی و کسب بازده بیشتر اقبال مختلف سهامداران خرد ایجاد و گسترش یابد.

چیزی که اکنون می‌توان مشاهده نمود تلاش و تکاپوی متخصصان و خبرگان برای ایجاد ابزارهای جدید مصون سازی و تامین مالی می‌باشد. به همین دلیل بحث از مزایای سهام خزانه در این محیط، خالی از لطف نخواهد بود. طبق استانداردهای حسابداری سهام خزانه یک دارایی محسوب نمی‌شود و سود حاصل از خرید و فروش آن نیابتی بین سهامداران توزیع شود و فاقد حقوقی نظیر حق رای، سود سهام، حق تقدم خرید سهام و... است. شاید به دلیل این محرومیت، مدیریت برخی شرکت‌های ایرانی دارای واحدهای وابسته این کار را از طریق اینکه واحدهای وابسته‌شان به صورت شرکتی مستقل اقدام به خرید سهام شرکت اصلی کند، ممکن می‌کنند. در مجموع به نظر می‌رسد دلایلی احتمالی فوق آن چنان قوی نیست که

شرکت‌های سهامی را از استفاده از سهام خزانه محروم نماید. شواهد تایید این ادعا، تمایل خیلی از مدیران شرکت‌ها به استفاده بیشتر از بازخرید سهام و پرداخت کمتر سود سهام نقدی است. افزایش حجم و تعداد بازخریدها در سال‌های اخیر نیز با این موضوع مطابقت دارد.

### مقایسه بازارهای مالی مختلف در برخورد سهام خزانه

سهام خزانه موجب سود سهامداران می‌شود و به همین خاطر در بعضی از کشورها، خرید آن "با یا بدون" وجود شرایط خاصی، مجاز است، اما چون امکان سواستفاده از آن نیز وجود دارد، در مواردی هم ممنوع اعلام می‌شود. مثلاً در ایالات متحده آمریکا، شرکت‌ها ممکن است در موارد لازم، سهام بازخرید شده را ابطال کنند و یا آن‌ها را در خزانه نگهداری نمایند (ورمیلن، ۱۹۸۱). اگر در خزانه نگهداری شود، به طور معمول واجد شرایط دریافت سود سهام نبوده و حق رای ندارد. آن‌ها را می‌توان به عنوان سهام جایزه، برای طرح‌های سهام به کارکنان و یا در تحصیل استفاده نمود، اما ممکن نیست که دوباره به بازار فروخته شوند، مگر این که آن‌ها بر اساس قانون اوراق بهادار ایالات متحده در سال ۱۹۳۳ ثبت شده باشند. بر اساس این قانون، سود و زیان ناشی از فروش مجدد در محاسبه سود هر سهم لحاظ نمی‌شود.

در انگلستان، نظیر هنگ کنگ سهام بازخرید شده بایستی ابطال شود، در نتیجه تعداد سهم منتشره را کاهش می‌دهد. در می ۱۹۹۸ تغییراتی در این قانون داده شد که به شرکت‌ها اجازه بازخرید، نگهداری و فروش مجدد سهام خزانه را تا ۱۰٪ سهام منتشره شرکت می‌داد (استفنز و ویسبک، ۱۹۹۸). در استرالیا، برمودا و کوبا نیز قوانینی مشابه در خصوص بازخرید سهم در بازار سهام حاکم است (گوآی و جاراد، ۲۰۰۰). در چین قانون شرکت‌های سهامی بازخرید سهام توسط خود شرکت صادر کننده را منع می‌کند. به جز اینکه سهام خود را به عنوان ابطال سهام به منظور کاهش سرمایه ثبت شده و یا ادغام با یک شرکت دیگر که دارای سهام در این شرکت است و یا سایر موارد تعیین شده در قانون مزبور، بازخرید نماید (زرین و همکاران، ۲۰۱۱). در بسیاری کشورهای اروپایی نیز با درج شرایط سخت‌گیرانه، اجازه قانونی برای بازخرید سهام شرکت صادر شده است به طوری که این نوع از سهام قابل توزیع نبوده و در صورتی که به عنوان دارایی ثبت گردد، بایستی بدهی برابر با آن شناسایی شود.



در ژاپن، قوانین مربوط به سهام خزانه در گذشته تقریباً مشابه سیستم اروپایی و تا حدی سخت‌گیرانه بود ولی به تدریج قوانین معاملات سهام خزانه به سیستم آمریکایی تغییر کرد و از شدت سخت‌گیری‌های آن تا حدی کم شد (یون، ۲۰۰۷). سایر کشورها از جمله سوئیس دارای قوانین محدودکننده‌ای در سهام خزانه نبوده و بیشتر در بخش نظارت بر انواع مبادلات پیچیده، سخت‌گیر و فعال است. کره جنوبی قوانین سهام خزانه مشابه و در برخی جزئیات قوانین نسبتاً متفاوتی دارد (ورملین، ۱۹۸۱). بر اساس ماده ۳۴۱ قانون تجارت کره، به جز موارد زیر شرکت مجاز به تحصیل سهام خود نیست؛ در موارد ابطال سهم، در موارد ادغام شرکت یا تحصیل کل شرکت توسط شرکتی دیگر، در مواردی که بازخرید سهم برای دستیابی به اهداف از طریق اعمال حق شرکت لازم باشد، در مواردی که سهامدار دارای این حق است که از شرکت بخواهد سهمش را بازخرید کند.

### نتیجه‌گیری

بی شک، چیزی که بیش از هر چیز توجه گروه‌های مختلف از جمله سرمایه‌گذاران، محققان، تحلیلگران، مسئولان و... را به خود جلب می‌نماید، رشد بیش از ۱۰۰٪ شاخص سهام در بازار سرمایه است، زیرا این موضوع، اتفاقی نیست که مستمراً تکرار شود. یعنی همان وضعیتی که در طول سال‌های اخیر در بورس اوراق بهادار تهران قابل مشاهده است. کارشناسان و تحلیلگران دلایل متعددی را برای افزایش نرخ رشد این بازار خاطر نشان می‌کنند که از جمله آن‌ها می‌توان به تحولات سیاسی دارای پیامدهای اقتصادی، خصوصی‌سازی بیشتر در کشور، سودآوری زیاد شرکت‌ها، ورود حجم زیاد نقدینگی به این بازار، و رکود بازارهای موازی و... اشاره نمود. در میان تمامی عوامل موثر بر رشد قیمت سهام در بورس، افزایش سود شرکت‌های بورسی و پیشی گرفتن از آنچه در بودجه‌های خود پیش‌بینی کرده بودند عمده‌ترین دللی است که در این خصوص می‌توان مطرح نمود. رشد سرمایه‌گذاری در این بخش، مسئولیت‌هایی را متوجه مسئولان در خصوص افزایش ابزار مالی مورد معامله در این بازار برای افزایش بازده، کاهش ریسک، مصون‌سازی و... می‌کند. یکی از مهم‌ترین برنامه‌های پیشنهادی، ایجاد اوراق بهادار متنوع‌تر مرسوم در سایر بورس‌های دنیا است. در این راستا بررسی مجدد امکان انجام معاملات سهام خزانه که سال‌ها قبل ممنوع اعلام شد، خالی از لطف

نخواهد بود. به عنوان نخستین گام، بایستی نقش و اهمیت سهام خزانهاو بازخريد سهام را برای بازار و شرکت تشریح نمود، که مقاله حاضر، مطالعه‌ای در این راستا می‌باشد.

بازخريد سهام در مقایسه با پرداخت سود سهام نقدی، همچون راهی برای توزیع درآمد میان سهامداران است که به علت مزیت مالیاتی از طریق نرخ مالیات کمتر مربوط به عایدات سرمایه‌ای حاصل از بازخريد، از نظر سهامداران بسیاری از کشورها جذابیت زیادی دارد. به علاوه، بازخريد سهام وجه نقد برای سهامدارانی فراهم می‌کند که به آن نیاز دارند، این بازخريد سهام را جذاب‌تر می‌کند. ضمن اینکه عمل بازخريد سهام از طریق علامت‌دهی به بازار، اطلاعات خوبی از استراتژی مدیریت و ارزشگذاری صحیح سهم شرکت به سرمایه‌گذاران و تحلیلگران مخابره نموده و تصمیم‌گیری را بهبود می‌بخشد.

در طرف دیگر معاملات بازخريد سهام، شرکت‌ها قرار دارند که به دلایل متعدد از جمله افزایش رضایتمندی سهامداران ناراضی، افزایش سود هر سهم در دوره‌ای با عملکرد پایین‌تر، دستیابی به ساختار سرمایه بهینه و... از راهبرد سهام خزانه استفاده نموده و از آن به عنوان ابزاری سودمند استقبال می‌کنند. در واقع، بر اساس استانداردهای حسابداری سهام خزانه دارایی نیست، بلکه همچون سهم منتشر نشده بوده و کاهنده حساب حقوق صاحبان سهام شرکت می‌باشد. بر این اساس یکی از پیامدهای مهم و جذاب بازخريد سهم برای سهامداران، افزایش سود هر سهم بوده و با فرض ثابت بودن سایر عوامل، نسبت قیمت به سود (P/E) را نیز افزایش می‌دهد. باتوجه به اینکه گروه‌های مختلف ذینفعان به نسبت‌های مالی از جمله نسبت بدهی و اهرم شرکت است، هنگامی که شرکتی می‌خواهد در کوتاه مدت تغییری بزرگی در بافت سرمایه خود بدهد، مدیریت از طریق عمل بازخريد سهم می‌تواند نسبت مزبور را به مقدار بهینه نزدیک نموده و به اهداف سازمان دست یابد. به علاوه بازخريد سهام از نظر سهامداران بی‌علاقه به دریافت سود سهام تقسیمی، جذابیت بیشتری داشته و در مجموع درصد رضایتمندی سهامداران را افزایش می‌دهد. به هر حال مطابق ماده ۱۹۸ قانون تجارت ایران، از سال ۱۳۴۸ با استناد به پیامدهای احتمالی منفی، معاملات بازخريد سهم در بورس اوراق بهادار تهران را ممنوع کرده و اجازه نگهداری سهام خزانه را از شرکت‌ها سلب نموده است.

در این مقاله سعی شد با ارائه نتایج مطالعات معتبر ادبیات علمی و همچنین شواهد برخی تحقیقات تجربی در سایر کشورها، زمینه بررسی مجدد امکان انجام معاملات بازخريد سهام در

بورس اوراق بهادار تهران فراهم آید. امید می‌رود با عنایت به مزایای ذکر شده و با توجه به استفاده گسترده شرکت‌ها در بسیاری از بورس‌های دنیا، قانون تجارت و قانون شرکت‌ها در بورس تجدید نظر شده و بازخرید سهام در حد معقول و با شرایطی معین، قانونی شود تا هم سهامداران و فعالان بازار امکان استفاده از مزایای بازخرید سهام را پیدا کنند و هم شرکت‌ها از مزایای این معاملات بهره برده و مدیریت شرکت استراتژی‌های بیشتری جهت پیشبرد اهداف سازمان در اختیار داشته باشد.

### پی نوشت

۱	Excess cash flow	۷	Optimal leverage ratio hypothesis
۲	Signaling theory	۸	stock options
۳	Free cash flow hypothesis	۹	Badrinath & Varaiya
۴	Undervaluation hypothesis	۱۰	Berk, Green & Naik
۵	Take over	۱۱	Agency cost
۶	Stulz	۱۲	Code law

### منابع

- Asquith, Paul, and David W. Mullins, (1986) , “Signaling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues”, *Financial Management, Vol. 15, No. 3*, pp 27-44
- Bargeron, Leonce, and Manoj Kulchania, Thomas, Shawn, (2011) , “Accelerated Share Repurchases”, *Journal of Financial Economics* 101, pp 69-89
- Billett, Matthew T. ,and Hui Xue, (2004) , “Share repurchases and the Need for External Finance”, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract>
- Burr, B. , (2006) , “In Search of a Buyback Model”, *Pensions and Investments*, 34 (25)
- Constantinides, G. , and B. Grundy, (1989) , “Optimal investment with stock repurchase and financing as signals”, *Review of Financial Studies* 2, pp 445-465
- D’Amico, Stefania, and Thomas B. King, (2011) , “flow and stock effects of large scale treasury purchase”, available at: <http://ssrn.com/abstract>
- Dann, larry, (1981) , “the effect of common stock repurchase on security holders’ return”, *journal of financial economics* 9, pp 101-138

- De Jong, Abe, MarieDutordoir, and Patrick Vergijmeren, (2011) ,“Why Do Convertible Issuers Simultaneously Repurchase Stock? An Arbitrage-Based Explanation”, *Journal of Financial Economics* 100, pp 113-129
- Dittmar, Amy K. , (2000) , “why do firms repurchase?”, *The Journal of Business*, vol 73, no. 3, pp 331-355
- Dudley, Evan, and Ani Manakyan, (2011) , “Corporate Repurchase Decisions Following Mutual Funds Sales”, *Financial Management* 40, pp 973-999
- Gelb D. S. , (2000) , “Corporate Signaling with Dividends, Stock Repurchases and Accounting Disclosures: An Empirical Studies”,*Journal of Accounting, Auditing & Finance* (Vol. 15, No. 2) ,pp 99-120
- Grullon, Gustavo, andRoniMichealy, (2004) , “the information content of share repurchase programs”, *The Journal of Finance*, vol LIX,no 2
- Grullon, Gustavo, Ikenberry, (2000) , “What do we know about stock repurchases?”, *Journal of Applied Corporate Finance*, pp 31-51
- Grullon, Gustavoa, andRoniMichaely, (2002) , “Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis”, *Journal of Finance* 57, pp 1649-1684
- Guay, Wayne,and Harford Jarrad, (2000) , “The Cash-Flow Permanence and Information Content of Dividend Increases versus Repurchases,” *Journal of Financial Economics* (Vol. 57) , pp 385-415
- Hellmann, Andreas, Hector Perera, andChris Patel, (2013) , “Continental European accounting model and accounting modernization in Germany”, *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*,pp124–133
- Horan, Peg, (2010) , “International Accounting: Consider a Different Model for Accounting for Treasury Stock”, Electronic copy available at: <http://ssrn.com>
- Hribara, Paul,Nicole Thorne, Jenkins, and W. Bruce, Johnson, (2004) , “Stock Repurchases as an Earnings Management Device”, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract>
- Ikenberry, D. , Lakonishok J. , and Vermaelen T. , (1995) , “Market underreaction to open market share repurchases”, *Journal of Financial Economics* 39, pp 181-208
- Ikenberry, David, Josef Lakonishok, and Theo Vermaelen, (2000) , “Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading,” *Journal of Finance*, (Vol. 55) , pp 2373-2397
- Jenson, Michael C. , (1986) , “agency costs of free cash flow”, *American economic Review*,No 76, pp29-323
- John, K. , Williams, (1985) , “Dividends, dilution, and taxes: A signaling equilibrium”, *Journal of Finance* 40 (4) , pp 1053-1070

- Nohel, Tom, and Vefa, Tarhan, (1998) , “Share repurchases and firm performance: new evidence on the agency costs of free cash flow”, *Journal of Financial Economics* 49, pp 187-222
- O’Brien, R. , (2000) , “Deals & deal makers: Stock buybacks gain popularity, but price pops aren’t guaranteed”, *Wall Street Journal*, March 6, 2000, C17
- Ofer, Aharon, R. , and Anjan, V. Thakor, (1987) , “a theory of stock price responses to alternatives corporate cash distribution methods: stock repurchase and dividends”, *The Journal Of Finance*, Vol. 42, No 2, 365-394
- Otchere, Isaac and Matthew, Ross, (2000) , “Do Share Buy Back Announcements Convey Firm Specific or Industry-Wide Information?, A Test of the Undervaluation Hypothesis” (*Working Paper*)
- Råsbrant , Jonas, (2011) , “The price impact of open market share repurchases”, Electronic copy available at: <http://ssrn.com>
- Rogers, Daniel A. , (2006) “Repurchases, Employee Stock Option Grants, and Hedging”, Electronic copy available at: <http://ssrn.com>
- Sabri, Nidal Rashid, (2003) , “Using Treasury “Repurchase” Shares to Stabilize Stock Markets”, *International Journal of Business*, 8 (4) , 2003 ISSN: 1083-4346
- Siegal, J. J. , (2006) , “The Economics of Buybacks”, *Kiplinger's Personal Finance*, 60 (6)
- Silverblatt, H. (2006) , “Cash and Treasury Shares: The Overlooked and Hidden Assets”, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract>
- Stephens, Clifford, and Michael S. Weisbach, (1998) , “Actual share repurchase reacquisitions in open market repurchase programs”, *Journal of Finance*, Vol LIII, No1
- Tong, Jiao, Katsushi Suzuki, Hideaki Kiyoshi Kato and Marc Bremer, April 30, (2012) , “Stock Repurchases in Japan: A Preliminary Study”, available at: <http://ssrn.com>
- Vermaelen, T, (1981) , “Common stock repurchases and market signaling”, *Journal of Financial Economics* 9, pp 139-183
- Youn, Taehoon, (2007) , “Analysis on takeover defense and treasury stock holding”, *International Conference on treasury stock*
- Zarin, Samim. Erik Yang and Harald Dolles, (2011) , “Mergers & Acquisitions: Hostile takeovers and defense strategies against them”, *Bachelor thesis in Department of Business & Administration International Business*