

## تأثیر حمایت از حقوق مالکیت سهامداران خرد بر ارزش بازار سرمایه کشورهای منتخب با استفاده از روش پانل دیتا، توصیه‌هایی برای قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران

کامران ندری\*

تاریخ دریافت: ۹۳/۱۲/۰۵

سید محمدرضا حسینی\*\*

تاریخ پذیرش: ۹۴/۰۶/۰۱

### چکیده

شرکت به عنوان یک شخصیت حقوقی، مستقل از مؤسسان آن است. این استقلال می‌تواند سبب رشد و یا شکست یک کسب و کار شود. به دلیل تفکیک بین شخصیت شرکت از سهامداران است که در حال حاضر به عنوان معمول‌ترین شکل برای نهادهای تجاری در سرتاسر جهان شناخته می‌شود. اما این تفکیک علاوه بر مزایایی که مترتب بر آن است، ریسکی را نیز برای سرمایه‌گذاران به همراه دارد که از آن به مسأله بنگاه تعبیر شده است. بدون یک ساختار خوب و مناسب و توزیع وظایف و حقوق، و بدون شفاف‌سازی پروسه‌های تصمیم‌گیری، این ریسک می‌تواند منجر به شکست عملیات شرکت شود. بدون وجود لوازم احتیاطی، می‌توان انتظار داشت که شرکت در معرض ریسک سوءاستفاده توسط اشخاص داخلی شرکت قرار بگیرد. اگر این سوءاستفاده فراگیر شود، سهامداران تمایلی برای سرمایه‌گذاری نخواهد داشت. بنابراین، کیفیت قوانین و مقررات حاکم بر شرکت، برای اطمینان از عملکرد مؤثر بازارها و ثروت‌آفرینی فعالیت‌های اقتصادی امری اساسی به شمار می‌رود. شاخص حمایت از سهامداران خرد پروژه سهولت کسب و کار، قوانین و مقررات ناظر بر معاملات اشخاص وابسته و دسترسی سهامداران به جبران خسارت قضایی را به عنوان شاخصی برای سنجش وضعیت استانداردهای حاکمیت شرکتی در اقتصاد و همچنین سهولت دسترسی به منابع مالی در بازارهای سرمایه، را تجزیه و تحلیل می‌کند. هرچه حمایت از سهامداران خرد در مقابل معاملات اشخاص وابسته که به شرکت زیان می‌رساند بیشتر باشد، سطح سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه بیشتر خواهد بود. در این تحقیق با استفاده از شاخص‌های حمایت از سهامداران خرد پروژه سهولت کسب و کار، به این سوال پاسخ داده می‌شود که آیا بهبود شاخص حمایت از سهامداران خرد، با اندازه بازار سرمایه در کشورهای مختلف رابطه دارد یا خیر؟ برای پاسخ به این پرسش با استفاده از داده‌های شاخص حمایت از سهامداران بانک جهانی، تأثیر حمایت از حقوق مالکیت سهامداران خرد را بر ارزش بازار سرمایه ۲۷ کشور با درآمد بالاتر از متوسط (شامل ایران) بین سال‌های ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۲ برآورد کنیم. نتایج این تخمین نشان می‌دهد که حمایت حقوقی از سهامداران خرد بر اندازه بازار سرمایه کشورهای مورد بررسی تأثیر مستقیم دارد.

### واژگان کلیدی

حاکمیت شرکتی، حمایت حقوقی از سهامداران خرد، ارزش بازار سرمایه، داده‌های ترکیبی (پانل)، تحلیل اقتصادی حقوق.

طبقه‌بندی JEL: P51, K22, K11, G38, G15

nadir@isu.ac.ir

\* دانشیار دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد دانشگاه امام صادق (ع)

\*\* دانشجوی دکتری حقوق خصوصی دانشکده معارف اسلامی و حقوق دانشگاه امام صادق (ع) (نویسنده مسئول)  
s.mr.hosseiny@gmail.com

#### مقدمه

دارنده سرمایه برای سرمایه‌گذاری، به دو اطمینان نیاز دارد. نخست اطمینان از سودآوری، دوم اطمینان از عدم تعرض به سرمایه‌ او. ثبات قوانین و مقررات و حاکمیت نظم و قانون که باعث محترم شمردن قراردادها و حمایت از سرمایه‌های بخش خصوصی می‌شود را می‌توان از عوامل مهم اطمینان سرمایه‌گذاران از عدم تعرض به حمایت از سرمایه‌هایشان دانست (رهبر، مظفری‌خامنه و محمدی، ۱۳۸۶). سرمایه‌گذاران خواستار بازده زیاد بوده و از ریسک پرهیز می‌نمایند. ماهیت حقوقی که سرمایه‌گذار بر درآمد و دارایی دارد و میزان و نحوه تضمین حقوق مالکیت بر مقدار ریسک سرمایه‌گذار در پروسه سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است (یوسفی، ۱۳۸۶). با کسب اطمینان سرمایه‌گذاران از حمایت قانون از دارایی‌هایشان و رعایت حقوق مالکیتی آنها، تمایل ایشان برای سرمایه‌گذاری افزایش پیدا می‌کند. در نتیجه می‌توان این‌گونه نتیجه‌گیری کرد که صاحبان مالکیت امن بیشتر سرمایه‌گذاری می‌کنند.

هنگامی که سهامداران خرد خارج از شرکت اقدام به سرمایه‌گذاری در شرکت می‌کنند، با ریسکی مواجه می‌شوند که عبارت است از سوءاستفاده مدیران که در شرکت به نحوی دارای حق تصمیم‌گیری هستند. این ریسک ممکن است گاهی تا حدی باشد که به دلیل سوءاستفاده متصدیان اداره شرکت، سود حاصل از سرمایه‌گذاری سهام‌داران خرد هرگز به ایشان پرداخت نشود. بر این اساس مدیران شرکت به جای اینکه سود حاصل از عملیات شرکت را بین سرمایه‌گذاران خارج از شرکت توزیع نمایند، از آن جهت تأمین منافع خود استفاده می‌کنند (Zalm, 2006).

اگر سوءاستفاده‌های گسترده باعث آسیب نظام تأمین مالی شود، چگونه می‌توان آن را محدود و کنترل کرد؟ رویکرد حقوقی به حاکمیت شرکتی<sup>۱</sup> راه‌حل این معضل را حمایت از سهامداران خرد خارج از شرکت از طریق تأسیس نظام قانونی مناسب شامل قانون‌گذاری مناسب و اجرای صحیح آن، می‌داند (Stigler, 1964).

این تحقیق در سه بخش سامان یافته است. در بخش اول، مبانی نظری حمایت از حقوق مالکیت سهامداران خرد مورد مطالعه قرار خواهد گرفت. در بخش دوم، شاخص حمایت از سهامداران خرد معرفی شده و اجزای آن به تفصیل بررسی می‌شود. بخش سوم، به معرفی مدل تحقیق و نتایج برآورد اختصاص یافته و در نهایت جمع‌بندی و نتیجه‌گیری ارائه خواهد شد.

#### ۱. مبانی نظری تأثیر حمایت از حقوق مالکیت سهامداران خرد بر شاخص‌های اقتصادی

هرچه حمایت از سهامداران خرد در مقابل معاملات اشخاص وابسته که به شرکت زیان می‌رسانند بیشتر باشد، سطح سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه -که در قالب شاخص‌هایی مانند اندازه بازار<sup>۱</sup>، تعداد بیشتر بنگاه‌های داخلی پذیرفته شده<sup>۲</sup>، تعداد عرضه‌های اولیه بیشتر<sup>۳</sup> و کمتر بودن منافع شخصی کنترل<sup>۴</sup> متبلور می‌شود- بیشتر خواهد بود (Djankov et al. 2008, p. 77).

تحقیقات اخیر، شواهد تجربی را ارائه می‌کنند که استانداردهای حاکمیت شرکتی با هدف حمایت از سهامداران خرد نتایج اقتصادی مثبتی را هم در سطح ملی و هم در سطح بنگاه نتیجه داده است. در این رابطه چند جنبه از حاکمیت شرکتی مانند ترکیب هیئت مدیره و استقلال آن، شفافیت بنگاه و افشاء، و حقوق سهامداران در رابطه با مدیران و مدیریت، از اهمیت بیشتری برخوردار است. کیفیت قوانین و مقررات در این حوزه‌های حاکمیت شرکتی مسأله نمایندگی<sup>۵</sup> بین سهامداران عمده و سهامداران خرد و همچنین بین سهامداران خرد و هیئت مدیره و مدیران را کاهش خواهد داد. بطور خاص، حمایت بیشتر از سهامداران خرد با بازار سرمایه بزرگتر (Balasubramanian et al, 2010, Dharmapala and Khanna, 2013)، توزیع کارآتر منابع در سطح بنگاه (McLean, Zhang, and Zhao, 2012)، ارزش بیشتر بنگاه (Cremers and Ferrell, 2013) و عملکرد بهتر بنگاه (Lima and Sanvicente, 2013) همراه خواهد بود. علاوه بر این تعداد زیادی از مطالعات پیشنهاد می‌کند که سرمایه‌گذاران در صورتی که

اطمینان کافی از بازگشت سرمایه خود نداشته باشند، نرخ‌های بالاتری را برای سرمایه‌گذاری درخواست می‌کنند (Chen, Chen, and Wei 2011). در مطالعات دیگر به تأثیر مثبت وجود یک کمیته حسابرسی در شرکت، اطمینان از استقلال هیئت مدیره و وجود افراد متعدد که به عنوان مدیر عامل<sup>۷</sup> (CEO) بر توزیع منابع در سطح بنگاه و بازدهی طولانی مدت بنگاه اشاره شده است (Guo and Black and Kim, 2012, Masulis, 2013, Lo, Wong, and Firth, 2010).

#### ۱-۱. تأثیر بر بازارهای مالی

ابتدایی‌ترین پیش‌بینی که در رویکرد حقوقی در زمینه حمایت از سهامداران خرد وجود دارد این است که این حمایت باعث توسعه بازارهای مالی خواهد شد. هنگامی که از سهامداران خرد در مقابل سلب مالکیت احتمالی تصمیم‌گیرندگان شرکت حمایت شود، تمایل آن‌ها برای خرید اوراق بهادار افزایش یافته و این امر زمینه را برای کارآفرینان آماده می‌سازد تا از طریق انتشار این اوراق نسبت به تأمین سرمایه مورد نیاز شرکت خود اقدام نمایند. بنابراین حمایت حقوقی از سهامداران باعث توسعه بازار اوراق بهادار خواهد شد. این توسعه را می‌توان از طریق ارزش بنگاه‌های موجود در بازار (اندازه بازار)<sup>۸</sup>، تعداد شرکت‌های حاضر در بازار (وسعت بازار)<sup>۹</sup> و رتبه اعتباری شرکت‌ها در زمان ورود به بازار عرضه می‌شود، اندازه‌گیری کرد. برای سهامداران حمایت قانونی نه تنها شامل حقوقی می‌شود که در قانون تصریح شده است، بلکه نحوه اجرای آن‌ها را نیز در بر می‌گیرد. در تأیید این پیش‌بینی‌ها لاپورتا و دیگران (۱۹۹۷) اثبات کردند که کشورهایی که از سهامداران خرد حمایت بهتری را اعمال می‌کنند دارای بازار اوراق بهادار ارزشمندتر و بزرگتر، تعداد اوراق بهادار سرانه بیشتر و نرخ بالاتر عرضه اولیه سهام<sup>۱۰</sup> هستند (La Porta et al, 1997).

تحقیقات صورت گرفته در حوزه حاکمیت شرکتی نیز این ادعا را مطرح کرده‌اند که بین حمایت از سهامداران خرد، مالکیت افراد داخل شرکت بر جریان وجوه و ارزش

شرکت رابطه مستقیم وجود دارد.<sup>۱۱</sup> گورتون و اشمید (۲۰۰۰) در تحقیق خود نشان داده‌اند که مالکیت و تسلط بالای سهامداران بزرگ در تصمیم‌گیری‌های شرکت‌های آلمانی با ارزش‌داری‌های این شرکت‌ها رابطه مستقیم دارد (Gorton and Schmid 2000). تحقیق کلاسنس و دیگران (۱۹۹۹) که از طریق آزمون بر روی یک نمونه شامل شرکت‌های شرق آسیا انجام گرفت این نتیجه را در بر داشت که تسلط بالاتر افراد داخل شرکت بر جریان وجوه با ارزش بالای دارایی‌های شرکت همراه است؛ درحالی‌که هرچه این افراد حق رأی بیشتری در شرکت داشته باشند ارزش‌داری‌های شرکت کمتر خواهد بود (Claessens, Djankov, and Klapper, 1999).

در تحقیق دیگری که در این حوزه صورت پذیرفته است، لویز و دیگران در مقاله خود قائل به وجود رابطه بین حمایت از سهامداران خرد و بحران در بازارهای مالی شده‌اند. ایشان در تحقیق خود کاهش ارزش بهای پول و روند نزولی بازارهای اوراق بهادار ۲۵ کشور جنوب شرق آسیا در بحران ۱۹۹۸-۱۹۹۷ را مورد آزمون قرار داده‌اند. در نهایت این نتیجه بدست آمد که متغیرهای حاکمیت شرکتی مانند شاخص‌های حمایت از سهامداران خرد و کیفیت اجرای قوانین بهترین توضیح دهندگان وسعت کاهش بازار طی بحران اخیر هستند. این متغیرها حتی بهتر از متغیرهای اقتصاد کلان که برای توضیح علل این بحران روی سیاست‌گذاری‌های اولیه متمرکز می‌شوند، علل این بحران را توضیح می‌دهد (López de Silanes et al, 2000).

در تحقیق دیگری که توسط لاپورتا و دیگران انجام گرفت، این نتیجه بدست آمد که در کشورهایی که حمایت آن‌ها از سهامداران خرد ضعیف است تصمیم‌گیرندگان داخل شرکت تا زمانی که چشم‌انداز جذب سرمایه‌های خارج شرکت مطلوب است و سهامداران خرد خارج شرکت به تأمین سرمایه مورد نیاز شرکت تمایل دارند، اقدام به سوءاستفاده از حقوق این سهامداران خرد می‌کنند. وقتی افق سرمایه‌گذاری از نظر تصمیم‌گیرندگان داخل شرکت خراب می‌شود، آن‌ها سلب مالکیت حقوق سهامداران را

متوقف می‌کنند. این گونه فعالیت‌ها باعث کاهش شدید قیمت اوراق بهادار به خصوص در کشورهایی که حمایت آن‌ها از سهامداران خرد ضعیف است خواهد شد (La Porta et al, 2003).

## ۲-۱. تأثیر بر بخش واقعی اقتصاد

حمایت از سهامداران از طریق تأثیر خود بر بازارهای مالی بخش واقعی اقتصاد را نیز مورد تأثیر قرار می‌دهد.

بر اساس نظر بک و همکاران، توسعه بازارهای مالی می‌تواند از سه طریق به تسریع در رشد اقتصادی کمک کند. اولاً این امر پس‌انداز را افزایش می‌دهد؛ دوماً توسعه بازارهای مالی می‌تواند پس‌اندازها را به سمت سرمایه‌گذاری واقعی هدایت کرده و از این طریق باعث افزایش انباشت سرمایه شود؛ سوماً به این دلیل که متخصصان مالی تصمیمات سرمایه‌گذاری کارآفرینان را کنترل می‌کنند، توسعه بازارهای مالی باعث جریان سرمایه‌ها به بخش‌های مولدتر شده و باعث بهبود تخصیص منابع خواهد شد. در نتیجه فعالیت‌های ذکر شده که در بازار مالی اتفاق می‌افتد، رشد اقتصادی افزایش خواهد یافت (Beck, Levine, and Loayza, 2000).

تحقیقات دیگر نیز این فرضیه را که بین وضعیت بازارهای مالی و رشد اقتصادی را تأیید می‌کنند. برای مثال می‌توان به تحقیق کینگ و لوین اشاره کرد. ایشان مدل جدیدی را معرفی کرده‌اند که نشان می‌دهد کشورهایی که بازار سرمایه اولیه بزرگتری دارند از رشد بالاتری در آینده برخوردار خواهند بود (King and Levine, 1993).

## ۲. شاخص حمایت از سهامداران خرد

از سال ۲۰۰۰ بانک جهانی به بیان کمی برخی از متغیرهای محیط کسب‌وکار و اندازه‌گیری آن در کشورهای مختلف جهان پرداخته است. این اقدام منجر به ارائه

گزارش‌های سالانه در مورد وضعیت محیط کسب‌وکار در کشورهای جهان طی سال‌های گذشته شده است.

یکی از شاخص‌هایی که در این گزارش‌ها برای سنجش محیط کسب‌وکار مورد استفاده قرار می‌گیرد، نحوه حمایت از سهام‌داران خرد در مقابل مسائلی است که در بازار سرمایه حقوق مالکیتی آن‌ها را تهدید می‌کند. برپایه این شاخص، کشورهای مختلف بر اساس میزان حمایت قانونی کشورها از حقوق مالکیتی سهام‌داران خرد، مورد ارزیابی قرار گرفته و رتبه بندی می‌شوند.

در گزارش‌هایی که توسط این بانک منتشر شده است، حداقل سه زیرشاخص به عنوان معیار ارزیابی کشورها در زمینه سنجش میزان حمایت از سهام‌داران خرد<sup>۱۲</sup> مطرح شده است. این شاخص‌ها عبارتند از:

- الزام به افشاء و اظهار؛<sup>۱۳</sup>
- حدود مسئولیت مدیران؛<sup>۱۴</sup>
- سهولت اقدام قضایی از سوی سهام‌داران.<sup>۱۵</sup>

شاخص حمایت از سهام‌داران خرد که به عنوان شاخص اصلی برای سنجش میزان حمایت کشورهای مختلف از سهام‌داران خرد مورد استفاده قرار می‌گیرد، از میانگین‌گیری غیر وزنی سه شاخص فوق به دست می‌آید.

رتبه ایران در شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران در میان ۱۸۹ کشور جهان در سال ۲۰۱۴، ۱۴۷ است. طی دوره ۲۰۰۸-۲۰۱۴ از نظر افشای اطلاعات مربوط به «معامله با اشخاص وابسته» مدیران، وضعیت ایران بهبود یافته است، اما از نظر مسئولیت مدیران و امکان اقامه دعوا علیه ایشان بهبودی حاصل نشده است.

جدول (۱) وضعیت شاخص حمایت از سهام‌داران را برای ایران نشان می‌دهد.<sup>۱۶</sup>

جدول (۱): وضعیت ایران در شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران

۲۰۱۴			۲۰۰۸			شاخص
OECD	منطقه	ایران	OECD	منطقه	ایران	
۷	۶	۷	۶/۴	۵/۸	۵	شاخص افشای اطلاعات
۵	۵	۴	۵/۱	۴/۷	۴	شاخص مسئولیت مدیران
۷	۳	۰	۶/۵	۳/۶	۰	شاخص سهولت شکایت سهامداران
۶.۲	۴.۵	۳.۷	۶	۴/۷	۳	شاخص حمایت از سهامداران خرد

مأخذ: [www.doingbusiness.org](http://www.doingbusiness.org)

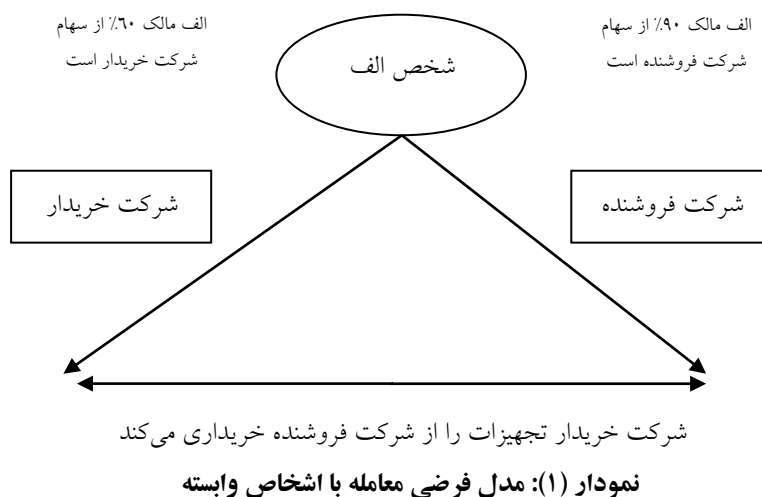
### ۳. روش‌شناسی

مبنای تهیه شاخص حمایت از سهامداران خرد، مدل فرضی است که در مقاله یانکوف و دیگران معرفی شده است. اساسی‌ترین بخش این تحقیق تهیه شاخصی به منظور سنجش قدرت حمایت قانون از سرمایه‌گذاران در مقابله معاملات معارض اداره‌کنندگان شرکت است که از آن با عنوان "شاخص حمایت از سهامداران خرد" یاد می‌شود (Djankov et al, 2008).

به عنوان نخستین مرحله در تهیه شاخص حمایت از سهامداران خرد، مبادلات بین دو شرکت فرضی در نظر گرفته شده است که یکی از این شرکت‌ها به عنوان خریدار و دیگری به عنوان فروشنده در این معامله حضور دارند. این روابط در نمودار (۱) نمایش داده شده است. همچنین فرض شده است (الف) که کنترل هر دو شرکت فروشنده و خریدار را در اختیار دارد، به ترتیب صاحب ۹۰٪ و ۶۰٪ از سهام این دو شرکت است. از سوی دیگر فرض شده است (الف) رئیس هیئت مدیره شرکت خریدار بوده و دو عضو از پنج عضو هیئت مدیره شرکت نیز توسط وی انتخاب شده‌اند. علاوه بر این پسر وی مدیرعامل<sup>۱۷</sup> شرکت خریدار است. شرکت فروشنده تولید کننده و توزیع کننده مواد غذایی است. بسیاری از فروشگاه‌های زنجیره‌ای این شرکت، به دلایل گوناگون تعطیل شده‌اند و در نتیجه بسیاری از ماشین‌آلاتی که این شرکت برای توزیع و حمل و نقل



مواد غذایی از آن استفاده می‌کرده، بدون استفاده مانده است. (الف) به شرکت خریدار پیشنهاد می‌دهد در مقابل واگذاری ۱۰٪ از دارایی شرکت، این ماشین‌آلات را خریداری نماید. تمامی اقدامات لازم برای انجام این معامله انجام شده است. در رابطه با تأیید این معامله توسط شرکت خریدار، با توجه به حق رأیی که (الف) در این شرکت دارد به راحتی می‌تواند آرا را در جهت تأیید این معامله به دست آورد. (الف) در هر دو طرف این معامله حضور دارد و چنان‌چه خریدار قیمتی بیش از قیمت عادلانه برای این معامله پرداخت نماید، او سود خواهد کرد. در فرض ما، به موجب این معامله ۱۰۰ دلار از شرکت خریدار به شرکت فروشنده منتقل می‌شود. این انتقال باعث خواهد شد ارزش دارایی شخص (الف) در شرکت خریدار به میزان ۶۰ دلار کاهش پیدا کند اما ارزش دارایی وی در شرکت فروشنده ۹۰ دلار افزایش پیدا خواهد کرد. اگرچه این معامله بر اساس اصول پذیرفته شده تجارت انجام گرفته است و معامله‌ای واقعی است، اما با انجام آن منافع عده‌ای از سهامداران تضییع خواهد شد.



به منظور جمع‌آوری اطلاعات در مورد نحوه قانون‌گذاری در مقابله با معامله با اشخاص وابسته مدیران، یانکوف و همکاران اقدام به تهیه پرسش‌نامه‌هایی آزمایشی کرده و آن را در اختیار ۹ مؤسسه عضو لکس ماندی<sup>۱۸</sup> قرار دادند. بعد از دریافت این پرسشنامه‌های آزمایشی و بازنگری در آنها، پرسشنامه‌های جدید به تمامی مؤسسه‌های حقوقی عضو ارسال شد. در این پرسش‌نامه توضیحات مفصلی راجع به معامله دو شرکت فوق، ارائه شده و از ایشان خواسته شد نظرات حداقلی قانون کشور خود را در مورد مسائل زیر بیان کنند:

۱. بر اساس قانون تأیید اینگونه معاملات بر عهده چه افرادی نهاده شده است؟
۲. بر اساس قانون چه مواردی باید در مورد این معامله به اطلاع هیئت مدیره یا هیئت نظار، سهامداران، تنظیم‌گران اوراق بهادار برسد؟
۳. وظایف مدیران، اعضای هیئت مدیره و سهامداران دارای حق کنترل بر طبق قانون چیست؟
۴. اعتبار معاملات را چگونه می‌توان به چالش کشید؟
۵. چنانچه خریدار از انجام معامله ضرر کند، قانون چگونه می‌تواند از او حمایت به عمل آورد؟
۶. برای بهره‌مند شدن از حمایت‌های قانونی، در هر مورد چه مواردی باید اثبات شود؟
۷. در صورت عدم انجام وظایف مصرح قانونی، حسب مورد چه کسی باید به عنوان مسئول پاسخگو بوده و در صورت لزوم مورد اتهام قرار گیرد؟
۸. سهولت تعقیب قضایی افراد مسئول به صورت مستقیم و غیرمستقیم تا چه اندازه است؟
۹. میزان دسترسی به اطلاعات و حق اکتشاف اطلاعات مورد نیاز تا چه اندازه توسط قانون مورد حمایت قرار گرفته است؟

۱۰. مجازات‌ها و جرائم پیش‌بینی شده در قانون برای جلوگیری از انجام معاملات متعارض با حقوق سهام‌داران چگونه است؟

قوانین و مقرراتی که برای پاسخ به این سوالات مورد استفاده قرار گرفته، عبارتند از:

- ا. قانون شرکت‌ها؛
- ب. قانون مدنی و تجارت؛
- ج. رویه قضایی؛
- د. آیین‌نامه و مقررات مربوط به بازار اوراق بهادار؛
- ه. قوانین پذیرش در بازار اوراق بهادار؛
- و. قانون آیین دادرسی مدنی؛
- ز. قانون جزا.

این گروه تحقیق پاسخ‌های ارسال شده از سوی حقوق‌دانان عضو مؤسسه بین‌المللی لکس ماندی را به منظور بررسی انطباق آن‌ها با قوانین و مقرراتی که به پیوست این پاسخ‌ها ارائه شد، مورد ارزیابی و بررسی قرار دادند. در نهایت جهت بررسی صحت تفسیری که از پاسخ‌های این حقوق‌دانان صورت گرفت و اطمینان از این که کدگذاری این اطلاعات در تمامی کشورها قابل استفاده است، این گروه اقدام به ارسال اطلاعات تهیه شده از این پاسخ‌نامه‌ها و ارسال آن به حقوق‌دانان کشورهای مختلف و در نهایت برگزاری کنفرانسی با حضور این حقوق‌دانان، کرد.

#### ۴. معرفی اجزای شاخص حمایت از سهام‌داران خرد

این گروه تحقیق با جمع‌بندی نظرات رسیده به این نتیجه رسیدند که راهکارهای متفاوتی در مقابله با معاملات معارض مدیران وجود دارد. یکی از راه‌ها این است که رفتارهای مناسب افراد درگیر در این موضوع توسط قانون مورد حمایت قرار گیرد.

(کنترل خصوصی) رویکرد دیگر وضع مجازات از جمله جریمه و زندان در مورد انجام‌دهندگان این معاملات است.

#### ۴-۱. کنترل خصوصی

کنترل خصوصی بر انجام معامله با اشخاص وابسته مدیران، نخستین قدمی است که قانون می‌تواند برای مقابله با این‌گونه معاملات بردارد. کنترل خصوصی از طریق لزوم تأیید معاملات پیش از انجام آن، حدود مسئولیت مدیران در صورت انجام این نوع از معاملات و سهولت اقدام قضایی سهامداران خرد علیه مدیران اعمال می‌شود. در صورتی که کنترل خصوصی پیش از انجام معامله قابلیت اعمال داشته باشد، کنترل خصوصی پیشینی<sup>۱۹</sup> و در صورت اعمال کنترل پس از انجام معامله کنترل خصوصی پسینی<sup>۲۰</sup> نامیده می‌شود (Dyck and Zingales 2004, Shleifer and Vishny, 1986).

#### ۴-۲. کنترل عمومی

راهکار دیگر، وضع قوانین و مقرراتی مانند محدودیت، جریمه و حتی زندان برای سهامداران دارای حق کنترل و کسانی که این معاملات را تأیید کرده‌اند، برای جلوگیری از وقوع این معاملات است. اطلاعات مربوط به مجازات‌های قانونی در نظر گرفته شده برای جلوگیری از انجام این معاملات در دو سناریو جمع‌آوری شده است. نخست، محدودیت‌هایی قانونی برای (الف) و کلیه افراد تأیید کننده معامله در صورتی که کلیه افشاسازی‌ها و موافقت‌نامه‌ها اخذ شده باشد، می‌باشد. در این شرایط محکومیت‌های جزایی بر اساس قصد مجرمانه جهت تحصیل مال نامشروع، تعیین می‌شود. دوم، تشدید مجازات در صورتی است که معامله بدون رعایت موازین قانونی مورد تأیید قرار گرفته باشد (Djankov et al. 2008).

در جدول زیر اجزای تشکیل‌دهنده شاخص حمایت از سهامداران خرد در قابل معامله با اشخاص وابسته مدیران، که مبنای تهیه شاخص حمایت از سهامداران بانک جهانی قرار گرفته، ارائه شده است.

جدول (۲): معرفی اجزای تشکیل دهنده شاخص حمایت از سهام‌داران خرد

الف- شاخص الزام به افشاء

الف- ۱. خلاصه‌ای از شاخص کنترل و پیشگیری از طریق افشای اطلاعات	
عنوان شاخص	توضیحات
کنترل و پیشگیری خصوصی از معامله با اشخاص وابسته مدیران	شاخص کنترل و پیشگیری خصوصی از معامله با اشخاص وابسته مدیران. متوسط شاخص‌های تأیید معامله توسط سهام‌داران غیرذینفع و برنامه از پیش تعیین شده برای افشای اطلاعات.
اجزای اساسی شاخص	اجزای اساسی: ۱- تأیید توسط سهام داران غیر ذینفع، ۲- افشا توسط خریدار، ۳- افشا توسط (الف)، ۴- نظارت مستقل
الف- ۲. اجزای تشکیل دهنده شاخص و شیوه نمره‌دهی	
اجزای تشکیل دهنده	توضیحات
تأیید معاملات توسط سهام داران غیرذینفع	اگر لازم باشد معاملات از سوی سهام‌داران غیرذینفع تأیید شود نمره ۱ و در غیراین صورت نمره ۰ خواهد داشت.
افشای اطلاعات توسط خریدار	افشاسازی که باید توسط خریدار و پیش از انجام معامله انجام شود. عدد این شاخص بین ۰ تا ۱ خواهد بود. به موجب افشاسازی هرکدام از موارد زیر ۱/۳ نمره تعلق خواهد گرفت: ۱- (الف) مالک ۶۰٪ سهام شرکت خریدار است، ۲- (الف) مالک ۹۰٪ از شرکت فروشنده است، ۳- افشای همه اسناد و سه مورد زیر: الف-توصیف دارایی‌ها، ب- نوع و میزان عوضین معامله، ج- توضیح کامل قیمت.
افشای اطلاعات توسط (الف)	افشاسازی که باید توسط (الف) و پیش از انجام معامله انجام شود. عدد این شاخص بین ۰ تا ۱ خواهد بود. اگر قانون هیچ‌گونه افشاسازی را پیش‌بینی نکرده باشد، عدد این شاخص صفر خواهد بود. چنانچه تنها بیان امکان ضرر معامله به حال سهام‌داران الزامی باشد، عدد شاخص ۱/۲ خواهد بود. چنانچه (الف) ملزم به افشای تمام اطلاعات مربوط به معامله باشد، برابر ۱ خواهد بود.
نظارت مستقل	عدد این شاخص، اگر قبل از انجام معامله نظارت مثبت بر معامله پیش‌بینی شده باشد (بوسیله متخصص مسائل مالی یا حسابدار مستقل)، مساوی ۱ و در غیراین صورت مساوی ۰ خواهد بود.
کنترل و پیشگیری خصوصی از طریق افشای اطلاعات	متوسط زیرچهار شاخص پیش گفته

**ب- شاخص مسئولیت مدیران پس از انجام معامله و اقدامات سهامداران خرد**

ب-۱. خلاصه‌ای از شاخص مسئولیت مدیران پس از انجام معامله و اقدامات سهامداران	
عنوان شاخص	توضیحات
مسئولیت مدیران پس از انجام معامله و اقدامات سهامداران	شاخص مسئولیت مدیران پس از انجام معامله و اقدامات سهامداران، شامل متوسط افشاسازی دوره‌ای اطلاعات و سهولت اثبات خطاهای انجام گرفته است. این شاخص نیز عددی بین ۰ تا ۱ است.
اجزای اساسی کنترل واقعی بخش خصوصی	اولین اجزای اساسی این شاخص عبارتند از: ۱- هر یک از عناصر شاخص افشاسازی اطلاعات در گزارش‌دهی سالیانه، ۲- مورد تعقیب قرار گرفتن، ۳- فسخ و ابطال، ۴- سهولت مسئول قرار دادن (الف) در مورد انجام معامله معارض با حق سهامداران، ۵- سهولت مسئول قرار دادن اعضای تأییدکننده معامله، ۶- دسترسی به مدارک و اطلاعات.
ب-۲. اجزای تشکیل دهنده شاخص و شیوه نمره‌دهی	
اجزای تشکیل دهنده	توضیحات
افشای دوره یا اطلاعات	موارد لازم برای افشا در افشاسازی‌های دوره‌ای ( گزارش‌های سالانه). این عدد بین ۰ تا ۱ خواهد بود. به ازای افشای هر کدام از موارد زیر ۱/۵ نمره تعلق می‌گیرد: ۱- (الف) مالک ۶۰٪ از سهام شرکت خریدار است، ۲- (الف) مالک ۹۰٪ از سهام شرکت فروشنده است، ۳- سهام تحت تملک (الف) به گونه‌ای سودمند توسط وی نگهداری می‌شود ( سهام از طریق حساب وکالتی، امانتی یا از طریق شرکت یا بانک کارگزاری نگهداری می‌شود). ۴- سهام به صورت غیرمستقیم توسط (الف) اداره می‌شود (برای مثال از طریق یک شرکت فرعی یا هلدینگ)، ۵- تمامی اطلاعات لازم در مورد معامله یا سه موردی که در پی می‌آید: الف- توصیف کامل دارایی‌های، ب- نوع و مقدار عوضین معامله، ج- توضیح کامل در مورد قیمت.
ایستادن در مقام اتهام	اگر حداقل ۱۰٪ از دارندگان سهام بتوانند (الف) یا مسئولین تأیید معامله یا هردو را به علت ضرریکه به واسطه انجام معامله به شرکت وارد شده است تحت تعقیب قرار دهند، نمره ۱ و در غیراین صورت نمره صفر تعلق خواهد گرفت.
ابطال، فسخ	سهولت ابطال و فسخ معامله. عدد این شاخص بین ۰ تا ۱ است. چنانچه فسخ معامله تنها در صورت اثبات سوءنیت معامله کنندگان، عدم نفع در انجام معامله و یا به علت عدم تجانس معامله قابل فسخ باشد، نمره صفر به این

تأثیر حمایت از حقوق مالکیت سهام‌داران خرد بر ارزش بازار سرمایه کشورهای منتخب... ۱۷۳

<p>شاخص تعلق خواهد گرفت. در صورتی که معامله به دلیل مضر بودن قابل فسخ باشد، نمره ۰/۵ به این شاخص تعلق می‌گیرد. در صورتی که معامله به دلیل ناعادلانه بودن و یا مغایرت منافع قابل فسخ باشد به این شاخص نمره ۱ تعلق خواهد گرفت.</p>	
<p>این شاخص عددی بین ۰ تا ۱ خواهد داشت. در صورتی که مدیر به موجب انجام اینگونه معاملات مسئول واقع نشود یا اینکه تنها در صورت اثبات سوءنیت، قصد مجرمانه و یا اهمال فاحش مسئول شناخته شود، این شاخص نمره ۰ خواهد داشت. در صورتی مدیر ذینفع در معامله در صورت اهمال و بی‌دقتی مسئول شناخته شود یا بر تصمیم گروه تأییدکننده معامله تأثیرگذار بوده باشد، عدد این شاخص ۰/۵ خواهد بود. عدد این شاخص در صورتی که مدیر ذینفع در این معامله در صورت ناعادلانه بودن یا مضر بودن مسئول شناخته شوند، مساوی ۱ خواهد بود.</p>	<p>سهولت مؤاخذه (الف) به دلیل انجام معامله</p>
<p>این شاخص عددی بین ۰ تا ۱ خواهد داشت. در صورتی که اعضای تأیید کننده معامله به موجب انجام این گونه معاملات مسئول واقع نشوند یا این که تنها در صورت اثبات سوءنیت، قصد مجرمانه و یا سهل‌انگاری فاحش مسئول شناخته شود، این شاخص نمره ۰ خواهد داشت. در صورتی اعضای تأیید کننده معامله در صورت اهمال و بی‌دقتی مسئول شناخته شود، عدد این شاخص ۰/۵ خواهد بود. عدد این شاخص در صورتی که اعضای تأییدکننده معامله در صورت ناعادلانه بودن یا مضر بودن مسئول شناخته شوند، عدد این شاخص مساوی ۱ خواهد بود.</p>	<p>سهولت مؤاخذه تأییدکنندگان معامله</p>
<p>عدد این شاخص بین ۰ تا ۱ است. ۱/۴ از نمره این شاخص در صورت وجود هر یک از موارد زیر تعلق می‌گیرد: ۱- سهامداری که حداقل ۱۰٪ از سهام شرکت را در اختیار دارد می‌تواند از دادگاه درخواست نمایندگی برای بررسی اقدامات خریدار به شرکت بازرسی بفرستد. ۲- خواهان بتواند از خواننده بخواهد هرگونه سندی را که برای اثبات ادعایش لازم باشد به دادگاه ارائه نماید، ۳- خواهان بتواند بدون اینکه نیاز باشد دادگاه سؤال‌هایش را مورد تأیید قرار دهد، هر سؤالی از خواننده بپرسد، ۴- خواهان بتواند بدون اینکه نیاز به تأیید سؤال‌هایش از سوی دادگاه باشد، هرگونه سؤال از اشخاص ثالث بپرسد. ۱/۸ نمره به هر کدام از موارد زیر تعلق خواهد گرفت: ۱- خواهان بتواند خواننده را مورد استنطاق قرار دهد اما این امر نیاز به تأیید قبلی دادگاه داشته</p>	<p>سهولت دسترسی به مدارک</p>

باشد. ۲- خواهان بتواند اشخاص ثالث را مورد استنطاق قرار دهد اما این امر نیاز به تأیید قبلی دادگاه داشته باشد.	
سهولت اثبات خطا	متوسط شش شاخص پیش گفته

مأخذ: Djankov et al. 2008

### ج- شاخص اقدام قضایی علیه مدیران و سهولت آن

ج-۱. خلاصه‌ای از شاخص اقدام قضایی علیه مدیران و سهولت آن	
عنوان شاخص	توضیحات
شاخص اقدامات قضایی علیه مدیران و سهولت آن	شاخص اقدام قضایی علیه مدیران و مجازات‌های قانونی در نظر گرفته شده برای ایشان، در صورتی که تمام مراحل تأیید معامله و تمام افشاسازی‌های لازم انجام شده باشد
اجزای تشکیل دهنده شاخص	این شاخص از ۰ تا ۱ درجه بندی می‌شود: ۱. جریمه برای افراد تأیید کننده معامله، ۲. محکومیت به زندان برای تأییدکنندگان معامله، ۳. جریمه برای (الف)، ۴. محکومیت زندان برای (الف)، ۵. زندان برای (الف) در صورت عدم افشای اطلاعات لازم از سوی وی.
ج-۲. اجزای تشکیل دهنده شاخص و شیوه نمره‌دهی	
اجزای تشکیل دهنده	توضیحات
جرایم مالی برای افراد تأییدکننده معاملات	در صورتی که بتوان افراد تأیید کننده معاملات را جریمه کرد عدد ۱ و در غیراین صورت عدد ۰ به این شاخص تعلق می‌گیرد.
زندان برای افراد تأییدکننده معاملات	حداکثر مدت زندان برای افراد تأیید کننده معامله در صورتی که تمام افشاگری‌ها و مراحل موافقت با انجام معامله به پایان رسیده باشد.
جریمه مالی برای (الف)	در صورتی که بتوان (الف) را برای انجام معامله بعد از انجام تمامی مراحل مورد نیاز برای تأیید معامله، جریمه کرد عدد این شاخص مساوی ۱ و در غیراین صورت مساوی ۰ خواهد بود.
زندان برای (الف)	حداکثر مدت زندان برای (الف) در صورتی که تمام موارد افشاسازی و مراحل تأیید معامله به انجام رسیده باشد.
زندان برای (الف) در صورت عدم افشای اطلاعات لازم	حداکثر زمان زندان برای (الف) در صورتی که مدیرعامل -پسر (الف)- معامله را بدون تأیید توسط هیئت مدیره یا مجمع سهامداران، به انجام برساند و اینکه



ازسوی وی	نه (الف) و نه مدیرعامل به ضررهایی که ممکن است این معامله برای سهامداران داشته باشد اشاره نکند.
شاخص اقدام قضایی علیه مدیران و سهولت آن	متوسط پنج شاخص پیش گفته

Djankov et al. 2008

### ۵. معرفی مدل و برآور آن

شاخص حمایت از سهامداران خرد که توسط بانک جهانی و بر مبنای تحقیق انجام شده توسط یانکوف و همکاران در سال ۲۰۰۸ تهیه می‌شود، سه مؤلفه برای سنجش وضعیت حمایت حقوقی کشورها از سهامداران در نظر گرفته شده است. این مؤلفه‌ها عبارتند از:

- الزام به افشا و اظهار؛
- حدود مسئولیت مدیران؛
- سهولت اقدام قضایی علیه مدیران.

امتیازات مربوط به این مؤلفه‌ها از طریق نتایج حاصل از پرسش‌هایی که همه ساله با همکاری کشورهای مشارکت کننده در تحقیق بانک جهانی محاسبه می‌شود. تعداد این کشورها در سال ۲۰۱۳، ۱۸۵ کشور بوده است. سؤال اصلی که این تحقیق بررسی این مسأله است که آیا میزان حمایت از حقوق سهامداران خرد بر اندازه بازار سرمایه تأثیرگذار است یا خیر؟ مدل انتخابی برای پاسخ به این پرسش مورد استفاده قرار گرفته است، به صورت زیر است:

$$MCPT = \alpha + \beta_1 (DI) + \beta_2 (DLI) + \beta_3 (SS) + \beta_4 \ln (gdp/pop) + \beta_5 (PT) + \beta_6 (EC) + \beta_7 \ln (Firms / POP) + \varepsilon$$

در حقیقت متغیرهای توضیحی مدل عبارتند از اجزای تشکیل دهنده شاخص حمایت از حقوق سهامداران خرد و متغیر وابسته مدل عبارت است از اندازه بازار سرمایه کشورهای منتخب.

منابع اطلاعاتی و تعریف هر یک از متغیرهای وابسته و توضیحی مدل مورد نظر در جدول ( خلاصه شده است).

**جدول (۳): معرفی متغیرهای مورد استفاده در مدل**

منبع	تعریف	متغیر
پایگاه داده‌های بانک جهانی: <a href="http://data.worldbank.org">http://data.worldbank.org</a>	اندازه (حجم) بازار سرمایه که عبارت است از نسبت ارزش سهام کلیه شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار یک کشور به GDP آن کشور <sup>۲۱</sup>	MCPT
طرح doing business بانک جهانی: <a href="http://www.doingbusiness.org">www.doingbusiness.org</a>	شاخص افشاسازی مدیران <sup>۲۲</sup>	DI
طرح doing business بانک جهانی: <a href="http://www.doingbusiness.org">www.doingbusiness.org</a>	شاخص مسئولیت مدیران <sup>۲۳</sup>	DLI
طرح doing business بانک جهانی: <a href="http://www.doingbusiness.org">www.doingbusiness.org</a>	شاخص سهولت اقدام قضایی علیه مدیران <sup>۲۴</sup>	SS

جدول نیز متغیرهای کنترل مورد استفاده در مدل را به همراه مقالاتی که این متغیرها از آن‌ها استخراج شده و منابع آماری نشان می‌دهد.

**جدول (۴): متغیرهای کنترل**

مبنای استفاده از متغیر کنترل	توضیحات	متغیر کنترل
Djankov et al. ) (2008)	لگاریتم سرانه تولید ناخالص داخلی (بر حسب دلار آمریکا) در سال ۲۰۰۳ منبع: شاخص‌های توسعه جهانی در <a href="http://data.worldbank.org">http://data.worldbank.org</a>	Ln (GDP/POP)

López de Silanes ) (et al. 2003	لگاریتم مدت زمان رویه قضایی برای وصول کردن یک چک برگشتی <a href="http://www.doingbusiness.org/data">http://www.doingbusiness.org/data</a>	زمان لازم برای وصول کردن یک چک برگشتی (EC)
Djankov et al. ) (2008	وضعیت پرداخت مالیات شرکت‌ها که میزان قانونمندی در پرداخت مالیات را نشان می‌دهد <a href="http://www.doingbusiness.org/data">http://www.doingbusiness.org/data</a>	وضعیت پرداخت مالیات
Djankov et al. ) (2008	تعداد بنگاه‌ها به کل جمعیت یک کشور را نشان می‌دهد <a href="http://data.worldbank.org">http://data.worldbank.org</a>	Ln (Firms /POP)

#### ۶. کشورهای منتخب و الگوی انتخاب آن‌ها

تقسیم‌بندی بانک جهانی برای مقایسه کشورهای به گونه‌ای که شامل ایران نیز بشود معمولاً یا بر اساس منطقه جغرافیایی و یا بر اساس سطح درآمد است.

در این تحقیق مقایسه میان کشورها با استفاده از تقسیم‌بندی بانک جهانی بر اساس درآمد صورت گرفته است و کشورهای برگزیده شده‌اند که درآمد سرانه آن‌ها به درآمد سرانه ایران نزدیک است. استدلال این انتخاب این است که کشورهای که درآمدهای آن‌ها نزدیک به یکدیگر است از نظر ساختار اقتصادی نیز با یکدیگر مشابهت بیشتری دارند، بنابراین می‌توان توصیه‌های سیاستی که از رفتار مجموع این کشورها بدست می‌آید را برای فرد فرد آن‌ها نیز مورد استفاده قرار داد.

با توجه به اینکه ایران در تقسیم‌بندی سال ۲۰۱۳ پایگاه داده‌های بانک جهانی، در بین کشورهای با درآمد بالاتر از متوسط (یا درآمد متوسط رو به بالا) تقسیم‌بندی شده است، بنابراین در آزمون مدل از اطلاعات این کشورها استفاده شده است. ذکر این توضیح لازم است که اگرچه کشورهای دارای درآمد بالاتر از متوسط مجموعاً ۴۴ کشور هستند، اما به دلیل محدودیت‌های آماری، اطلاعات ۲۷ کشور از این مجموعه برای سال‌های ۲۰۰۶-۲۰۱۲ مورد استفاده قرار گرفته است.

جدول ذیل اسامی این کشورها را نمایش می دهد.

**جدول (۵): کشورهای با درآمد بالاتر از متوسط مورد استفاده در تخمین**

اکوادور	پرو	قزاقستان
جمهوری اسلامی ایران	تایلند	لبنان
آفریقای جنوبی	ترکیه	نامیبیا
آرژانتین	تونس	ونزوئلا
اردن	چین	مالزی
برزیل	رومانی	مقدونیه
بوتسوانا	صربستان	مکزیک
بلغارستان	کلمبیا	موریس
پاناما	کاستاریکا	مونتنگرو

مأخذ: <http://data.worldbank.org/incomelevel/UMC>

**۶-۱. برآورد مدل**

در این تحقیق به منظور تحلیل تأثیر حمایت از سهامداران بر حجم بازار سرمایه کشورهای منتخب، از روش اقتصادسنجی به شیوه داده‌های ترکیبی (پانل) استفاده می‌کنیم. این روش تخمین، ترکیبی از سری زمانی و داده‌های مقطعی است. «داده‌های ترکیبی»<sup>۲۵</sup> امکان استفاده از تحلیل اقتصادسنجی با داده‌های مقطعی را در طول زمان فراهم می‌سازد.

برای تعیین اینکه این مدل رگرسیونی با جزء خطا دارای آثار ثابت و یا آثار تصادفی هستند می‌بایست آزمون‌های مناسب صورت پذیرد. به همین منظور در این مطالعه از دو آزمون هاسمن<sup>۲۶</sup> و آزمون آثار ثابت استفاده شده است.

### ۶-۱-۱. آزمون آثار ثابت<sup>۲۷</sup>

این آزمون برای مقایسه مدل رگرسیونی جزء خطای دو طرفه با آثار ثابت و مدل رگرسیونی داده‌های ترکیبی بدون در نظر گرفتن آثار فرد و زمان<sup>۲۸</sup> بکار گرفته می‌شود. (Baltagi 2008) بر همین اساس فرضیه صفر این آزمون به صورت زیر خواهد بود:

$$H_0 = \mu_1 = \dots = \mu_{N-1} = 0 \quad , \quad \lambda_1 = \dots = \lambda_{T-1} = 0$$

با توجه به نتایج بدست آمده، فرضیه  $H_0$  رد نشده و اثرات ثابت برای این مدل پذیرفته نمی‌شود. آزمون آثار ثابت در واقع یک آزمون مقید است، بنابراین از آزمون قید در مدل استفاده می‌کنیم برای این کار باید آماره F مربوطه را محاسبه کنیم. آماره F مطابق با رابطه زیر محاسبه می‌شود.

$$F = \frac{R_f^2 - R_p^2/n - 1}{1 - R_f^2/nt - k}$$

که در آن  $R_p^2$  و  $R_f^2$  ضریب تعیین تخمین اثرات ثابت و روش ترکیبی می‌باشد.  $n$ ،  $t$  و  $k$  نیز تعداد مقاطع (کشورها)، دوره زمانی و تعداد پارامترهای تخمین زده شده در روش اثرات ثابت می‌باشند. نتایج آزمون در جدول (۶) می‌باشد.

جدول (۶): نتایج آزمون لیمر (اثرات ثابت)

۱/۹	مقدار آماره F
۶, ۱۶۵	درجه آزادی
۰/۰۷	ارزش احتمال

با توجه به اینکه مقدار آماره ۱/۹ شده است و مقدار ارزش احتمال برابر با ۰/۰۷ شده است که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد بنابراین این در سطح ۹۵٪ اطمینان فرض صفر رد نشده و روش تخمین ترکیبی پذیرفته می‌شود.

## ۲-۶. نتایج مدل

با توجه به نتایج برآورد، ضریب لگاریتم تولید ناخالص ملی سرانه برابر با منهای  $0/004$  - است که این ضریب با توجه به اینکه ارزش احتمال  $0/05$  برآورد شده است در سطح  $95\%$  معنادار نیست. ضریب متغیر دیگر یعنی لگاریتم تعداد شرکت به جمعیت برابر با  $0/009$  - برآورد شده است که با توجه به ارزش احتمال  $28\%$  معنادار نیست. ضرایب متغیرهای توضیحی مدل یعنی شاخص‌های افشاسازی، حدود مسئولیت مدیران و سهولت اقدام قضایی علیه مدیران نیز به ترتیب  $6/85$ ،  $8/44$  و  $3/55$  برآورد شده است که این ضرایب به در سطح اطمینان  $95\%$  معنادار است. ضرایب مربوط به سایر متغیرها یعنی پرداخت مالیات و مدت زمان وصول چک‌های برگشتی نیز معنادار برآورد نشده است. این نتایج در جدول ذیل ارائه شده است.

جدول (۷): نتایج مدل

متغیر	مقدار ضریب	ارزش احتمال
ضریب ثابت	-۳۹	۰/۰۸
Log (GDP)	-۰/۰۰۴	۰/۰۵
Log (com/p)	-۰/۰۰۹	۰/۲۸
DL	۶/۵۸	۰/۰۰
DLI	۸/۴۴	۰/۰۰
SS	۳/۵۵	۰/۰۳
PT	۰/۲	۰/۳۴
EC	۰/۰۸	۰/۸۴

## ۳-۶. تفسیر نتایج

نتایج بدست آمده در مورد ضرایبی که معناداری آنها قابل پذیرش است را می‌توان اینگونه تفسیر کرد که افزایش شاخص الزام به افشاء و اظهار معامله با اشخاص وابسته مدیران به اندازه یک واحد می‌تواند سبب افزایش  $6/85$  واحدی اندازه بازار سرمایه

شود. از سوی دیگر، چنانچه حدود مسئولیت مدیران در مقابل سهامداران خرد به اندازه یک واحد افزایش پیدا کند، تأثیر ۸/۴۴ واحدی بر اندازه بازار سرمایه را شاهد خواهیم بود. همین نتیجه‌گیری در مورد سهولت اقدام قضایی علیه مدیران نیز قابل تسری است؛ با این تفاوت که یک واحد افزایش در حمایت‌های قانونی از سهامداران برای اقدام قضایی علیه مدیران، سبب افزایش ۳/۵۵ واحدی اندازه بازار سرمایه خواهد شد. نکته‌ای که لازم به ذکر است، معنادار نبودن ضرایب مربوط به متغیرهای کنترل است. این نتیجه را می‌توان با این استدلال توجیه کرد که جامعه کشورهای مورد انتخاب، فرضیات تحقیق را تأمین نکرده است.

### جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

حمایت از حقوق مالکیت سهامداران خرد در مقابل سوء استفاده مدیران داخل شرکت، بر انگیزه سرمایه‌گذاری ایشان تأثیرگذار است. بررسی تأثیر حمایت حقوقی از سهامداران خرد بر شاخص‌های اقتصادی در مطالعات مختلفی مورد بررسی قرار گرفته است. این مطالعات گواه این امر است که هرچه حقوق مالکیت سهامداران خرد بهتر تضمین شود، میزان سرمایه‌گذاری نیز بهبود یافته و شاخص‌های اقتصادی وضعیت مناسب‌تری را تجربه خواهند کرد.

از جمله شاخص‌هایی که وضعیت حمایت از حقوق مالکیت سرمایه‌گذاران را اندازه‌گیری می‌کند شاخص حمایت از سهام‌داران است که همه‌ساله توسط بانک جهانی و در پروژه سهولت کسب‌وکار محاسبه می‌شود. هدف از تهیه این شاخص مقایسه وضعیت کسب‌وکار کشورهای مختلف و ارائه توصیه‌هایی برای اصلاحات نهادی به منظور بهبود وضعیت کسب‌وکار کشورها است. شاخص حمایت از سهامداران که در واقع حمایت‌های قانونی از حقوق سهامداران خرد در مقابل سوء استفاده‌های مدیران داخل شرکت را اندازه‌گیری می‌کند، شامل سه مؤلفه است. این مؤلفه‌ها عبارتند از:

○ الزام به افشا و اظهار؛

- حدود مسئولیت مدیران؛
- سهولت اقدام قضایی از سوی سهامداران.

در تهیه این شاخص با طراحی مدل یک شرکت فرضی، از حقوقدانان کشورهای مختلف خواسته شده تا وضعیت مؤلفه‌های فوق را در قوانین و مقررات کشورهای خود بررسی کرده و به آن‌ها امتیاز دهند.

در این تحقیق این فرضیه بررسی شده که آیا شاخص حمایت از سهامداران خرد می‌تواند توضیح‌دهنده تفاوت در اندازه بازار سهام کشورها منتخب باشد یا خیر. در این راستا کشورهای با درآمد بالاتر از متوسط که شباهت ساختاری بیشتری با کشور ایران دارند به عنوان جامعه مورد بررسی انتخاب شده‌اند.

با توجه به نتایج تخمین که از روش داده‌های ترکیبی (پانل) بدست آمد، در سطح ۹۵٪ شاخص حمایت از سهامداران خرد می‌تواند تفاوت‌ها در اندازه بازار کشورها را توضیح دهد. به بیان دیگر، هرچه حمایت حقوقی از سهامداران خرد در مقابل سوءاستفاده مدیران افزایش یابد، تمایل به سرمایه‌گذاری در بازار سهام افزایش پیدا کرده و بنابراین شاهد بازار سرمایه با ارزش‌تر و بزرگتری خواهیم بود.

از این نتایج در بازار سرمایه ایران نیز می‌توان بهره‌برداری کرد. با پذیرش این نکته که یکی از مؤلفه‌های تأثیرگذار در اندازه بازار سرمایه حمایت از حقوق سهامداران است، نظام حقوقی ایران (اعم از قوانین و مقررات) باید به گونه‌ای تغییر کند که حمایت هرچه بیشتر از حقوق سهامداران را در پی داشته باشد. با اتخاذ این رویکرد می‌توان بازار سرمایه جذاب‌تر و با ارزش‌تری را شاهد بود. برای افزایش حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران چند موضوع حائز اهمیت است:

- اول اینکه مدیران شرکت‌ها پذیرش افشای گسترده اطلاعات را داشته باشند و در برابر قوانین مربوطه مقاومت نکنند (اصلاح مواد ۱۲۹، ۱۳۰ و ۲۵۸ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت مصوب ۱۳۴۷).



- دوم اینکه نظام قضایی در ارتقای کارآمدی دادگاه‌ها، تخصصی شدن نظام قضا، و تسهیل دعاوی تجاری، دسترسی به دادگاه‌ها را تسهیل نمایند (اصلاح مواد مرتبط در قانون آیین دادرسی مدنی).
- سوم اینکه قانون تجارت و لایحه اصلاحی آن با توجه به الزامات فوق‌الذکر مورد بازنگری قرار گیرد.

## یادداشت‌ها

---

1. Corporate Governance
2. Market Capitalization
3. Listed Domestic Firms
4. Public Offering
5. Private Benefits of Control

(منافع شخصی کنترل به عنوان منافع اقتصادی ناشی از مالکیت سهام توسط سهامداران عمده تعریف می‌شود).

6. Agency Problem
7. Chief Executive Officer
8. Market Capitalization
9. Market Breadth
10. Initial Public Offering

۱۱ علاوه بر این لاپورتا و همکارانش (۲۰۰۰) این مطلب را بیان می‌کنند که حمایت بهتر از سرمایه‌گذاران خرد با نرخ سود تقسیمی توسط شرکت رابطه مستقیم دارد.

12. Investor Protecting Index
13. Disclosure Index
14. Director Liability
15. Ease of Shareholders Suit

۱۶. برای مطالعه بیشتر در مورد وضعیت نظام حقوقی ایران در حمایت از سرمایه‌گذاران خرد به منبع زیر مراجعه کنید: سلطانی، محمد و اخوان هزاوه، حامده (۱۳۹۲)؛ «تنظیم معامله با اشخاص وابسته و تأثیر آن در بهبود فضای کسب‌وکار با تأکید بر شاخص‌های مد نظر بانک جهانی»؛ ارائه شده در همایش بهبود فضای کسب و کار در ایران.

17. Chief Executive Officer
18. Lex Mundi

19. Ex Ante Private Control of Self- Dealing
20. Ex Post Private Control of Self- Dealing
21. Market Capitalization
22. Disclosure Index
23. Director Index
24. Shareholder Suits
25. Panel Data
26. Hausman Test
27. Testing for Fixed Effects

۲۸. این آزمون با استفاده از تکنیک حداکثر راستنمایی انجام می‌شود. در صورت تأیید فرضیه  $H_0$  از مدل‌های اثرات ثابت و در غیراینصورت، از روش‌های اثرات تصادفی استفاده می‌شود.

#### کتابنامه

داوید، رنه و کامی ژوفره اسپینوزی (۱۳۸۷)، *درآمدی بر حقوق تطبیقی و دو نظام بزرگ حقوقی معاصر*، مترجم: سید حسین صفایی، تهران: مرکز نشر دانشگاهی.

رهبر، فرهاد، فرشید مظفری‌خامنه و شاپور محمدی (۱۳۸۶)، «موانع سرمایه‌گذاری و تأثیر آن بر رشد اقتصادی در ایران»، *تحقیقات اقتصادی*، شماره ۸۱.

یوسفی، محمدقلی (۱۳۸۶)، «حقوق مالکیت عامل کلیدی توسعه اقتصادی»، *اقتصاد و جامعه*، شماره ۱۱.

Balasubramanian, N., Bernard S. Black, Vikramaditya Khanna, and Indian Institute of Management Bangalore. Centre for Corporate Governance and Citizenship (2010), *the Relation Between firm- level Corporate Governance and Market Value: a study of India, IIMB working paper*. Bangalore: Centre for Corporate Governance and Citizenship, Indian Institute of Management Bangalore.

Baltagi, Badi (2008), *Econometric Analysis of Panel Data*: Wiley. com.

Beck, Thorsten, Ross Levine, and Norman Loayza (2000), "Finance and the Sources of Growth." *Journal of Financial Economics* no. 58 (1), pp. 261-300.

Black, Bernard, and Woochan Kim (2012), "the Effect of Board Structure on Firm Value: A Multiple Identification Strategies Approach Using Korean Data." *Journal of Financial Economics* no. 104 (1), pp. 203-226.

Chen, Kevin CW, Zhihong Chen, and KC Wei (2011), "Agency costs of free Cash Flow and the Effect of Shareholder Rights on the Implied Cost of Equity Capital." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* no. 46 (01), pp. 171-207.

- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, and Leora Klapper (1999), *Resolution of Corporate Distress: Evidence from East Asia's Financial Crisis*. vol. 2133: World Bank Publications.
- Cremers, Martijn, and Allen Ferrell (2013), "Thirty Years of Shareholder Rights and Firm Valuation." *Journal of Finance, Forthcoming*.
- Dharmapala, Dhammika, and Vikramaditya Khanna (2013), "Corporate Governance, Enforcement, and Firm Value: Evidence from India." *Journal of Law, Economics, and Organization* no. 29 (5), pp. 1056-1084.
- Djankov, Simeon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer (2008), "The Law and Economics of self- Dealing." *Journal of financial Economics* no. 88 (3), pp. 430-465.
- Dyck, Alexander, and Luigi Zingales (2004), "Private Benefits of Control: An International Comparison." *the Journal of Finance* no. 59 (2), pp. 537-600.
- Gorton, Gary, and Frank A Schmid (2000), "Universal Banking and the Performance of German Firms." *Journal of Financial Economics* no. 58 (1), pp. 29-80.
- Guo, Lixiong, and Ronald W Masulis (2013), "Board Structure and Monitoring: New Evidence from CEO Turnovers." *ECGI-Finance Working Paper* (351).
- King, Robert G, and Ross Levine (1993), "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right." *the quarterly journal of economics*, pp. 717-737.
- La Porta, R, F Lopez-de-Silanes, A Shleifer, and RW Vishny (2003), "Law and Finance." *International Library of Critical Writings in Economics*, no. 156, pp. 435-477.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny (1997), "Legal Determinants of External Capital." *Journal of Finance*, no. 52 (3), pp. 1131-1150.
- Lima, Bruno Faustino, and Antonio Zoratto Sanvicente (2013), "Quality of Corporate Governance and Cost of Equity in Brazil." *Journal of Applied Corporate Finance*, no. 25 (1), pp. 72-80.
- Lo, Agnes WY, Raymond MK Wong, and Michael Firth (2010), "Can Corporate Governance Deter Management from Manipulating Earnings? Evidence from Related- Party Sales Transactions in China." *Journal of Corporate Finance*, no. 16 (2), pp. 225-235.
- López de Silanes, Florencio, Simeon Djankov, Rafael La Porta, and Andrei Shleifer (2003), "Courts." *Quarterly Journal of Economics*, no. 118 (2), pp. 453-517.
- López de Silanes, Florencio, Simon Johnson, Rafael La Porta, and Andrei Shleifer (2000), "Tunneling." *American Economic Review Papers and Proceedings*, No. 90 (2), pp. 22-27.
- McLean, R David, Tianyu Zhang, and Mengxin Zhao (2012), "Why Does the Law Matter? Investor Protection and its Effects on Investment, Finance, and Growth." *The Journal of Finance*, no. 67 (1), pp. 313-350.

- Shleifer, Andrei, and Robert W Vishny (1986), "Large Shareholders and Corporate Control." *the Journal of Political Economy*, pp. 461-488.
- Stigler, George J (1964), "Public Regulation of the Securities Markets" *Journal of Business*, pp. 117-142.
- Zalm, Gerrit, (2006), "the Other Path to Growth: Private Sector Development." *ABCDE*, p. 45.

**The Effect of Protecting Minority Investors on the Capital Market Value in Selected Countries by Using Panel Data Analysis; Corrective Recommendations for Iran's Laws and Regulations**

***Kamran Nadri\****

*Received: 24/02/2015*

***Sayed Mohammad Reza Hosseini\*\****

*Accepted: 15/04/2015*

Corporation as a legal entity is distinct from its founders. This separation enables a business to either flourish or fail separately from the personal assets and interests of its members (whether owners, directors or employees). The advantages of untying a business from its founders are such that the corporation has today become the most common form of commercial entity around the world. But the separation also creates risks.

Without a proper structure and allocation of duties and rights, and without clarity in decision-making processes, corporations can quickly become incapable of generating any wealth. Without adequate safeguards, corporations can become vulnerable to abuse, with insiders using corporate assets for personal gain to the detriment of other stakeholders. If such abuses become widespread in an economy, they can deter investors from participating in any corporation. The quality of the rules and regulations governing corporations is therefore fundamental to functioning markets and wealth-generating economic activity. In this study, we answer the following question: Does improving the protection of minority shareholders affect the value of capital markets in different countries? To answer this question, by using data from the World Bank shareholder protection index, we estimate the effect of protecting minority shareholders on the size of capital market in 27 countries (upper middle income countries, including Iran) for 2006 to 2012. The results show that the legal protection of minority shareholders has positive effect on the capital markets.

***Keywords:*** Corporate Governance, Legal Protection of Minority Shareholders, the Value of Capital Market, Panel Data Method, the Economic Analysis of Law.

***JEL Classification:*** G15, G38, K11, K22, P51

---

\* Associate Professor, Faculty of Islamic Studies and Economics, Imam Sadiq University, nadir@isu.ac.ir

\*\* PhD Candidate in Private Law, Imam Sadiq University, (Corresponding Author), s.mr.hosseiny@gmail.com