



حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و پیامدهای آن

دکتر سید علی حسینی ©

استادیار حسابداری دانشگاه الزهرا (س)، ایران

بهاره شفیق زاده^۲

دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه الزهرا (س)، ایران

(تاریخ دریافت: ۲۳ آذر ۱۳۹۶؛ تاریخ پذیرش: ۲۷ اردیبهشت ۱۳۹۷)

در شرکت‌های سهامی عام به دلیل پیچیدگی نسبی روابط حاکم بین اجزای شرکت، قوانین از اهمیت ویژه‌ای برخوردار هستند. از آنجاییکه معمولاً در اغلب موارد مدیران شرکت‌ها توسط سهامداران عمده تعیین می‌شوند، موضوعی که بیشتر از سایر موارد در زمینه قوانین شرکت‌های سهامی بر آن تأکید می‌شود، حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران به خصوص سرمایه‌گذاران خرد در مقابل مدیران و سهامداران عمده است. سهامداران عمده و مدیران شرکت به دلیل تسلطی که بر منابع شرکت دارند، در صورت حمایت ضعیف از سرمایه‌گذاران خرد، به روش‌های گوناگون می‌توانند از اختیارات خود سوء استفاده کنند. در این مقاله پس از معرفی حمایت از سرمایه‌گذاران و سیر تکاملی آن، به ضرورت و پیامدهای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران می‌پردازیم. بررسی تأثیر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران بر شاخص‌های اقتصادی در مطالعات مختلفی مورد بررسی قرار گرفته است. این مطالعات نشان می‌دهند هرچه حقوق سرمایه‌گذاران خرد بهتر تضمین شود، میزان سرمایه‌گذاری نیز بهبود یافته و شاخص‌های اقتصادی وضعیت مناسب‌تری خواهند داشت.

واژه‌های کلیدی: سهامداران خرد، حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران، قوانین و مقررات.

¹ hosseinira@yahoo.com

² bahar.shf@gmail.com

مقدمه

شرکت‌های تجاری همانگونه که می‌توانند در راستای کارآفرینی و رشد اقتصادی مفید واقع شوند، می‌توانند به عنوان ابزاری برای سوءاستفاده در جهت منافع شخصی نیز به کار گرفته شوند. از اینرو، همواره یکی از چالش‌های مهم و موضوعات مطرح و یکی از نگرانی‌های خاص سرمایه‌گذاران، سوءاستفاده سهامداران کنترلی در شرکت‌های سهامی عام است. از منظر اقتصادی این واقعیت پذیرفته شده است که حضور سهامداران کنترلی در یک شرکت اگرچه متضمن منافع متعددی می‌باشد، اما در عین حال هزینه‌هایی نیز دربردارد [۴۳]. بنابراین، لازم است که از سرمایه‌گذاران در برابر سوءاستفاده مدیران و سهامداران کنترل‌کننده دارای قدرت، حمایت شود چرا که سهامداران کنترلی و مدیران به عنوان نمایندگان آن‌ها، می‌توانند از قدرت خود برای هدایت ثروت و منافع شرکت به سمت خود، بدون سهم کردن سایر سرمایه‌گذاران، استفاده کنند. طی سال‌های اخیر نیز رویکردهای عملی و نظری به‌طور فزاینده‌ای بر مسأله سوءاستفاده از دارایی‌های شرکت در راستای کسب منفعت شخصی متمرکز بوده‌اند [۱۷]. این، در حالی است که وجود مقررات کافی در زمینه حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و تأمین خواسته آنان یعنی شفافیت و مسئولیت‌پذیری از جانب مدیران شرکت‌ها و سهامداران کنترلی منجر به افزایش سهم بازار سرمایه در نظام تأمین مالی می‌شود [۲۳] و در بلندمدت در کنار بانک‌ها که اکنون اصلی‌ترین منبع تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی هستند، بازار سرمایه نیز خواهد توانست نقش پررنگ‌تری در نظام تأمین مالی بر عهده گیرد. همچنین حضور تعداد بیشتری از سرمایه‌گذاران خرد و حقیقی بر کارایی و نقدشوندگی بازار سرمایه تأثیر مثبتی دارد. این حضور با کارکردی نظارتی، پاسخگویی بیشتر مدیران را در پی خواهد داشت و بر قابلیت اعتماد به بازار سرمایه می‌افزاید. به عبارت دیگر، حمایت اثربخش از سرمایه‌گذاران عاملی ضروری برای توسعه و بهبود بازار سرمایه است. زیرا علاوه بر اینکه وجود مجموعه‌ای از قوانین منجر به نظم بخشیدن به بازار می‌شود، می‌بایست انطباق مؤثری بین قوانین و مقررات حقوقی حاکم بر شرکت‌ها و بازار سرمایه وجود داشته باشد [۲۸].

از طرف دیگر، با حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران، سلب مالکیت از سهامداران اقلیت محدود می‌شود و سرمایه‌گذاری بیشتری در اوراق بهادار انجام شده و تمرکز مالکیت کاهش می‌یابد. درحالی‌که هر کجا قوانین قادر به جلوگیری از معاملات درون گروهی نباشد، تمرکز مالکیت بالاتر است چرا که دارا بودن اکثریت منافع تنها راه پیشگیری از مغبون شدن است [۲۰].

همچنین یکی از ویژگی‌های مهم برنامه‌های آزادسازی اقتصادی در چند دهه اخیر، خصوصی‌سازی شرکت‌های تحت مالکیت دولت بوده است. چرا که در بنگاه‌های دولتی، تضاد منافع بین عموم مردم به عنوان مالکان و سیاست‌گذاران به عنوان مدیران اجرا می‌گردد. در این بنگاه‌ها سیاستمداران، کنترل را به دست دارند و اصلی‌ترین دغدغه‌شان حصول اهداف سیاسی است که لزوماً با هدف حداکثر سازی منافع سرمایه‌گذاران همگرا نیست [۱۰]. اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی و واگذاری شرکت‌های دولتی به بخش خصوصی از طریق بورس اوراق بهادار موجب شده است از بین راه‌های مختلف برای سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری در سهام پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از جمله انتخاب‌های

اول افراد سرمایه‌گذار باشد. خصوصی‌سازی و افزایش انگیزه سرمایه‌گذاران در سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها از یک سو و اعطای سهام عدالت به افراد که با هدف بهینه کردن توزیع درآمد در کشور و مشارکت دادن همه مردم در اداره امور اقتصادی کشور انجام می‌شود، از سوی دیگر زمینه‌ساز سرمایه‌گذاری همه آحاد مردم ایران در بازار سرمایه کشور است. بنابراین می‌توان به موضوع حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران در سطح ملی نگریست.

از دیدگاه نهادگرایان جدید، حفاظت از حقوق مالکیت از طریق کاهش ناطمینانی، کاهش در هزینه مبادله، کاهش حجم غیررسمی و از طریق بازارهای مالی منجر به تشویق سرمایه‌گذاری خواهد شد. در نتیجه، اصلاح در ساختار نهادها موجب ترغیب سرمایه‌گذاری و استفاده کارا از سرمایه‌گذاری‌ها شده و رشد و توسعه کشورها را به دنبال خواهد داشت [۹].

از منظر سرمایه‌گذاری خارجی نیز رویکرد حقوقی به راهبری گروهی بنگاه، تفاوت در قوانین مرتبط با امر راهبری گروهی بنگاه و استقرار نظام قانونی مناسب را می‌توان از عوامل توضیح‌دهنده این مسأله دانست که چرا شرکت‌ها در یک کشور در زمینه جذب سرمایه از شرکت‌های کشورهای دیگر موفق‌ترند. با توجه به اینکه سرمایه‌گذاران و سهامداران بیشتر در شرکت‌های کشورهای سرمایه‌گذاری می‌کنند که حقوق مالکیتی آنها در آن کشورها بیشتر مورد حمایت قانونی قرار گرفته باشد، مسأله حمایت از سرمایه‌گذاران در کشورهای مختلف به‌عنوان مسأله‌ای اساسی مورد توجه قرار گرفته است [۱].

ارزیابی حمایت از سرمایه‌گذاران خرد در محاسبه شاخص‌های معتبر جهانی نیز برای نشان دادن جایگاه کشورها و رتبه‌بندی آنها از این منظر است؛ این ارزیابی از یک سو برای سرمایه‌گذاران به عنوان راهنما و معیار سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود و از سوی دیگر مدیران و سیاست‌گذاران کشورها را به تلاش برای بهبود شرایط سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی ترغیب می‌کند. بازار سرمایه می‌تواند با توسعه تأمین مالی، گسترش سرمایه‌گذاری در بازار اولیه و ثانویه، بهبود شفافیت و نقدشوندگی بازار و افزایش موقعیت‌های کسب سود منصفانه برای تمامی مشارکت‌کنندگان بازار به بهبود فضای کسب و کار در کشور کمک شایان توجهی کند.

حمایت از سرمایه‌گذاران چیست؟

مطابق مطالعات شیفر و ویشنی [۴۱] و لاپورتا [۳۱] و همکاران [۳۱] حمایت از سرمایه‌گذاران به عنوان یک عامل کلیدی سازمانی مؤثر بر انتخاب سیاست‌های شرکت از قبیل حق رای سهامداران و سیاست‌های نظام مالی تعریف می‌شود. لاپورتا و همکاران [۳۱] نشان دادند که حمایت از حقوق سهامداران شامل موارد زیر می‌شود: سهامداران سود تقسیمی خود را به موقع دریافت کنند، در انتخابات هیأت‌مدیره رأی بدهند، در مجامع سهامداران شرکت کنند، انتشار اوراق بهادار جدید را در شرایط یکسان با سهامداران کنترلی تصویب کنند، علیه مدیران یا اکثریت آنان در خصوص سلب مالکیت

1 Shleifer and Vishny

2 La Porta

مشکوک (از سهامداران) طرح دعوی کنند یا دعوت به جلسه فوق‌العاده از سهامداران نمایند. اگر هیچگونه حمایتی از سهامداران وجود نداشته باشد، افراد درون سازمانی ۱ (سهامداران داخلی) می‌توانند سود شرکت را از طریق دستکاری اعداد حسابداری به سرقت ببرند. به طور مثال، سهامداران داخلی می‌توانند گزارشگری مالی را به اشکال زیر تغییر دهند: ۱) بیش‌نمایی در درآمدها و پنهان کردن شناسایی درآمد (هزینه‌های نامطلوب که منجر به برانگیختن دخالت سهامداران بیرونی می‌شود و ۲) کم‌نمایی درآمدها در سال‌های با عملکرد خوب به منظور ایجاد ذخیره برای دوره‌های آتی، که به طور مؤثری درآمد شرکت را کمتر از عملکرد اقتصادی واقعی آن گزارش می‌دهد [۳۳]. از اینرو، سرمایه‌گذاران باید از تفاوت‌ها در قوانین و اثربخشی فشار سرمایه‌گذاران در سراسر کشور به منظور حمایت از حقوق خود و کسب اطمینان از اینکه بازده سرمایه‌گذاری‌هایشان توسط مدیران و سهامداران کنترلی سلب مالکیت نمی‌شود، آگاه باشند [۳۱].

همچنین شیفور و ولفنسون ۲ [۴۲] حمایت از سرمایه‌گذاران را به عنوان حمایت از سرمایه‌گذاران بیرونی از طریق اجرای قوانین و مقررات تعریف کرده‌اند. منظور از سرمایه‌گذاران بیرونی در تحقیق ایشان، سرمایه‌گذارانی به غیر از مدیران و پرسنل شرکت می‌باشد.

سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (آیسکو^۳) در قالب نشریه‌ای با عنوان اهداف و اصول پایه-ای تنظیم مقررات اوراق بهادار ۴ که در سال ۱۹۹۸ منتشر و در سال ۲۰۰۳ تجدید چاپ نمود، بیان می‌کند که سه هدف عمده تدوین مقررات خوب بازار اوراق بهادار عبارتند از:

۱- حمایت از سرمایه‌گذار،

۲- اطمینان بخشی نسبت به منصفانه، کارا و شفاف بودن بازارها،

۳- کاهش ریسک سیستماتیک.

آیسکو در تشریح هدف اول بیان می‌کند که در این متن، حمایت از سرمایه‌گذاران بدین معنی است که "سرمایه‌گذاران باید درمقابل هر گونه اقدام گمراه کننده، دستکاری بازار، تقلب و فریبکاری شامل معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی، انجام معاملات قبل از یا بدون سفارش مشتری و سوءاستفاده از داراییهای مشتریان، حمایت و محافظت شوند". در این رابطه افشای کامل اطلاعات مهمترین عامل در کمک به تصمیم‌گیری بهتر و آگاهانه‌تر سرمایه‌گذاران به شمار می‌رود و آنان را قادر می‌سازد تا با برآورد دقیق‌تری از ریسک و بازده بالقوه سرمایه‌گذاری، به نحو بهتری بتوانند از منافع خود حمایت کنند. همچنین رعایت دقیق استانداردهای حسابداری و حسابرسی به عنوان یکی از ارکان مهم افشای کامل اطلاعات توصیه می‌شود. از دیگر مواد ضروری در این رابطه، لزوم اخذ مجوز از نهادهای ذیربط برای تمامی ارائه‌دهندگان خدمات مشاوره سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری‌ها، رعایت دقیق الزامات حد کفایت

1 Insiders

2 Shleifer and Wolfenson

3 The International Organization of Securities Commissions (IOSCO)

4 Objectives and Principles of Securities Regulation

سرمایه در نهادهای مالی و واسطه‌گران و رعایت سایر استانداردهای موجود از سوی این نهادها، پیش‌بینی و به‌کارگیری سیستم مناسب نظارت و بازرسی بازار و نهادهای آن و بالاخره رعایت کلیه قوانین و مقررات مرتبط با ارکان و معامله‌گران بازار و پیشگیری از قانون‌شکنی و قانون‌گریزی را می‌توان نام برد. به‌علاوه، در صورت عدم رعایت قوانین، استانداردها و تعهدات از سوی هر شخص حقیقی یا حقوقی، باید به نحوی ضرر و زیان وارده بر سرمایه‌گذاران مورد ارزیابی و جبران قرار گیرد و سرمایه‌گذاران در چنین مواردی باید دسترسی کامل و آسان به یک دادگاه و مرجع بی‌طرف و سازوکار عادلانه داشته باشند [۲۲].

از طرف دیگر، مطابق مطالعه جعفری سرشت [۲] هدف عمده اصل حمایت سرمایه‌گذار، که رسالت خطیر قانون‌گذاران و وظیفه اصلی نهادهای ناظر بازارهای سرمایه به شمار می‌رود؛ حمایت از سرمایه‌گذاران در مقابل ریسک‌های سرمایه‌گذاری مربوط به بازار اوراق بهادار و اطمینان از جریان عملیات منظم، قاعده‌مند و قابل اتکاء در بازار اوراق بهادار است. به عبارت دیگر، برنامه‌های حمایت از سرمایه‌گذاران برای اطمینان بخشی نسبت به این موضوع به‌کار برده می‌شوند که سرمایه‌گذاران از اصول عملیات و فرآیند کسب‌وکار در بازارهای مالی و به همان اندازه از ریسک‌های مربوط به فعالیت‌های سرمایه‌گذاری آگاهی کافی دارند. بنابراین، اطمینان از قابلیت و توانایی نهادهای سرمایه‌گذاری در انجام وظایف خود و انجام عملیات منطبق با اصول منظم و قابل اتکاء بازار اوراق بهادار، در چارچوب طرح حمایت از سرمایه‌گذار قرار می‌گیرد.

سیر تکاملی حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران:

جنسن و مک‌لینگ ۱ [۲۴] بیان کردند که پرداخت بازدهی طرح‌های سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذاران نباید به عنوان مسأله قطعی تلقی شود، چرا که مدیران شرکت ممکن است از این منابع در راستای منافع خود استفاده کنند. آن‌ها بر نقش قراردادهای در تأمین مطالبات مالی سرمایه‌گذاران تأکید کردند؛ به این ترتیب که قراردادهای به نحوی شکل می‌گیرند که حافظ حقوق سرمایه‌گذاران باشند. در این دیدگاه، حقوقی که اوراق بهادار متفاوت به همراه دارند، متفاوت است. سهامداران این حق را دارند که در راستای حفظ منافعشان در انتخاب هیأت‌مدیره مشارکت کنند، درحالی‌که اعتباردهندگان این قدرت را دارند که اگر شرکت نتواند پرداخت‌های معین را به موقع انجام دهد، وثیقه را به تملک خود درآورند. در همین راستا هارت ۲ [۲۱] بر لزوم توجه به قدرت سرمایه‌گذاران بیرونی نسبت به سرمایه‌گذاران درونی (سهامداران کنترلی) تأکید کرد. او بیان کرد سرمایه‌گذاران تنها به این دلیل سود دریافت می‌کنند که قدرت دریافت آن را دارند. این قدرت ممکن است به اشکال متفاوتی نمایان شود، که شامل قدرت تغییر مدیران، قدرت اجبار مدیران برای تقسیم سود، توانایی متوقف کردن طرح یا نقشه‌ای که به سهامداران کنترلی به قیمت زیان سرمایه‌گذاران بیرونی (سهامداران اقلیت) منفعت می‌رسانند، توانایی شکایت از

1 Jensen and Meckling

2 Hart

مدیران و دریافت جریمه یا توانایی انحلال شرکت و دریافت عواید فروش می‌شود. مجموعه مطالعاتی که از اواسط دهه ۱۹۹۰ توسط چهار محقق به نام لاپورتا، لوپزا و شیفر از دانشگاه هاروارد و ویشنی از دانشگاه شیکاگو شروع شد سرآغاز فصلی جدید در موضوع حقوق سرمایه‌گذاران به ویژه حقوق سهامداران بود. آن‌ها [۳۰] بیان کردند این دیدگاه که اوراق بهادار گوناگون به طور ذاتی حقوق متفاوتی دارند دیدگاه ناکاملی است. این دیدگاه این حقیقت را نادیده می‌گیرد که این حقوق به قواعد قانونی جایی که این اوراق در آنجا انتشار یافته‌اند، بستگی دارد. سهامداران در کشورهای متفاوت حقوق متفاوتی دارند، بنابراین کیفیت قوانین و نحوه اجرای آن‌ها از مهمترین عوامل تعیین‌کننده حقوق دارندگان اوراق بهادار است [۶].

تأکید بر کیفیت قوانین و قواعد حمایت از سرمایه‌گذاران بیرونی و کیفیت اجرای آن‌ها در تقابل آشکار با دیدگاه سنتی در انعقاد قراردادهای مالی است. بر مبنای این دیدگاه بسیاری از قوانین بازارهای مالی غیرضروری است، زیرا قراردادهای مالی بین افراد ماهری که اوراق بهادار را منتشر می‌کنند یا قرض می‌گیرند و سرمایه‌گذاران خبره و ماهر صورت می‌پذیرد و مادامی که این قراردادها اجرا می‌شوند بازار مالی نیازی به قانون‌گذاری ندارد [۲۴]. لاپورتا و همکاران [۳۰] بیان می‌کنند که این دیدگاه سنتی بر این فرض استوار است که دادگاه‌ها قراردادهای پیچیده را به اجرا می‌گذارند درحالی‌که در بسیاری از کشورها این موضوع قطعی نیست. در حقیقت دادگاه‌ها اغلب در مناقشات پیچیده یا ناتوانند یا تمایلی به حل این مناقشات ندارند و یا بسیار کند عمل می‌کنند یا تحت فشارهای سیاسی قرار دارند و یا حتی فاسدند. بنابراین در شرایطی که نظام قضایی در اجرای قراردادهای خصوصی بسیار پرهزینه عمل می‌کنند احتمال دارد که شکل‌های دیگر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران کارا تر عمل کنند [۶].

پیامدهای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران

حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران از دیدگاه اجتماعی:

سرمایه‌گذاری نقش تعیین‌کننده‌ای در رشد، توسعه و ایستایی عدالت اجتماعی دارد و از الزامات رشد و توسعه اقتصادی در سطح کلان می‌باشد. بازار بورس اوراق بهادار، بازاری متشکل و خودانتظام است که به طور موازی با اقتصاد کشورها و در جهت رشد و ارتقای اقتصادی حرکت می‌کند. وجود بازارهای کارا و شفاف، به رشد و تحقق عدالت اجتماعی و اقتصادی می‌انجامد [۴].

تجربه نهادهای مالی بین‌المللی، کشورها و بازارهای مالی مختلف در سطح جهان به ویژه در مراکز توسعه یافته نشان می‌دهد که حمایت‌های قانونی و حقوقی از سرمایه‌گذاران، از ضرورت‌های اولیه یک بازار سرمایه بشمار می‌رود. از آنجایی‌که در یک سیستم سرمایه‌داری، بازارهای اوراق بهادار نخستین محملی هستند که بدان وسیله سرمایه‌ها تأمین می‌شوند و برای نیازهای مختلف سرمایه‌گذاری پرقاب، تخصیص می‌یابند؛ در نتیجه از دیدگاه اجتماعی کمال مطلوب این است که این بازارها عملکرد درستی

داشته باشند. بدیهی است که وجود مسئله گزینش نامناسب^۱ خلاف جهت عملیات درست بازار اوراق بهادار عمل می‌نماید زیرا افراد درون‌سازمانی منافع شخصی خود را تأمین می‌نمایند [۴۰].

تأثیر حمایت از سرمایه‌گذاران 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 موردنیاز 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 ۲)، تعداد شرکت‌های حاضر در بازار (وسعت بازار ۳) و رتبه اعتباری شرکت‌ها در زمان ورود به بازار اندازه‌گیری کرد. برای سهامداران حمایت قانونی نه تنها شامل حقوقی می‌شود که در قانون تصریح شده است، بلکه نحوه اجرایی آن‌ها را نیز دربرمی‌گیرد. در تأیید این پیش‌بینی‌ها لاپورتا و همکاران [۲۹] اثبات کردند که کشورهایی که از سهامداران خرد حمایت بهتری را اعمال می‌کنند، دارای بازار اوراق بهادار با ارزش بیشتر و بزرگتر، تعداد اوراق بهادار سرانه بیشتر و نرخ بالاتر عرضه اولیه سهام هستند.

براساس نتایج تحقیقات و مطالعات محققانی چون میکلاچی^۴ [۳۹] بازار سرمایه با استفاده از سرمایه آگاهانه و به چرخش درآوردن آن منجر به بهبود فضای کسب‌وکار، از طریق مجال دادن به کارآفرینی، اشتغال‌زایی، نوآوری و رشد اقتصادی خواهد شد. سرمایه آگاهانه اصطلاحی است که برای معرفی مجموعه مهارت، اعتبار و آبروی حرفه‌ای و ثروت بکار می‌رود. در پایش فعالیت‌های کارآفرینانه، که به وسیله عرضه‌های عمومی سهام، تأمین مالی می‌شوند، در واقع سرمایه آگاهانه ایجاد می‌شود [۷].

تحقیقات صورت گرفته در حوزه راهبری شرکتی نیز این ادعا را مطرح کرده‌اند که بین حمایت از حقوق سهامداران خرد، مالکیت افراد داخل شرکت با جریان وجوه و ارزش شرکت رابطه مستقیم وجود دارد. به علاوه، لاپورتا و همکاران [۳۱] بیان می‌کنند که حمایت بهتر از سرمایه‌گذاران خرد با نرخ سود تقسیمی توسط شرکت رابطه مستقیم دارد. گورتون و اشמיד^۵ [۱۸] در تحقیق خود نشان دادند که مالکیت و تسلط بالای سهامداران بزرگ در تصمیم‌گیری‌های شرکت‌های آلمانی با ارزش دارایی‌های این شرکت‌ها رابطه مستقیم دارد.

در تحقیق دیگری که توسط لاپورتا و همکاران [۳۲] انجام گرفت، این نتیجه به دست آمد که در کشورهایی که حمایت آن‌ها از سهامداران خرد ضعیف است، تصمیم‌گیرندگان داخل شرکت تا زمانی که

- 1 Adverse Selections
- 2 Market Capitalization
- 3 Market Breadth
- 4 Claudio Michelacci
- 5 Gorton and Schmid

چشم‌انداز جذب سرمایه‌های خارج شرکت مطلوب است و سهامداران خرد خارج شرکت به تأمین سرمایه موردنیاز شرکت تمایل دارند، اقدام به سوءاستفاده از حقوق این سهامداران خرد می‌کنند. زمانی که افق سرمایه‌گذاری از نظر تصمیم‌گیرندگان داخل شرکت خراب می‌شود، آن‌ها سلب مالکیت حقوق سهامداران را متوقف می‌کنند. اینگونه فعالیت‌ها باعث کاهش شدید قیمت اوراق بهادار به خصوص در کشورهایی که حمایت آن‌ها از سهامداران خرد ضعیف است، خواهد شد.

تأثیر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران بر شاخص‌های اقتصادی:

هر چه حمایت از سرمایه‌گذاران در مقابل معاملات اشخاص وابسته که به شرکت زیان می‌رسانند بیشتر باشد، سطح سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه - که در قالب شاخص‌هایی مانند اندازه بازار، تعداد بیشتر بنگاه‌های داخلی پذیرفته شده، تعداد عرضه‌های اولیه بیشتر و کمتر بودن منافع شخصی کنترل متبلور می‌شود- بیشتر خواهد بود [۱۷].

عوامل متعددی در تعارضات و مشکلات نمایندگی درون یک شرکت نقش دارند که از جمله می‌توان به عدم وجود یک نظام راهبری شرکتی مؤثر و کارا اشاره کرد [۸]. راهبری شرکتی مناسب، مدیریت و کنترل اثر بخش واحدهای تجاری را تسهیل می‌کند و از اینرو قادر به ارائه بازده بهینه برای کلیه ذینفعان می‌باشند [۳]. تحقیقات اخیر، شواهد تجربی را ارائه می‌کنند که استانداردهای راهبری شرکتی با هدف حمایت از سرمایه‌گذاران نتایج اقتصادی مثبتی را هم در سطح ملی و هم در سطح بنگاه نتیجه داده است. راهبری شرکتی نشان‌دهنده ترتیبات نهادی، مکانیزم‌های تصمیم‌گیری و طراحی سازمانی می‌باشد [۳۵]. در این رابطه چند جنبه از راهبری شرکتی مانند ترکیب هیأت‌مدیره و استقلال آن، شفافیت بنگاه و افشا، حقوق سهامداران در رابطه با مدیران و مدیریت از اهمیت بیشتری برخوردار است. کیفیت قوانین و مقررات در این حوزه‌های راهبری شرکتی مسأله نمایندگی بین سهامداران عمده و سهامداران خرد و همچنین بین سهامداران خرد و هیأت‌مدیره و مدیران را کاهش خواهد داد. به طور خاص، حمایت بیشتر از سرمایه‌گذاران با بازار سرمایه بزرگتر [۱۱، ۱۳ و ۱۶]، توزیع کارآتر منابع در سطح بنگاه [۳۸]، ارزش بیشتر بنگاه [۱۵] و عملکرد بهتر بنگاه [۳۴] همراه خواهد بود. علاوه بر این تعداد زیادی از مطالعات پیشنهاد می‌کنند که سرمایه‌گذاران در صورتی که اطمینان کافی از بازگشت سرمایه خود نداشته باشند، نرخ‌های بالاتری را برای سرمایه‌گذاری درخواست می‌کنند [۱۴] که این امر خود، موجب افزایش هزینه سرمایه می‌گردد [۳۷]. در مطالعات دیگر به تأثیر مثبت وجود یک کمیته حسابرسی در شرکت، اطمینان از استقلال هیأت‌مدیره و وجود افراد متعدد به عنوان مدیرعامل بر توزیع منابع در سطح بنگاه و بازدهی طولانی‌مدت بنگاه اشاره شده است [۱۹، ۲۷ و ۳۶].

تأثیر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران بر اقتصاد و سلامت اقتصادی:

حمایت از سهامداران از طریق تأثیر خود بر بازارهای مالی بخش واقعی اقتصاد را نیز تحت تأثیر قرار می‌دهد. بر اساس نظر بک ۱ و همکاران [۱۲]، توسعه بازارهای مالی می‌تواند از سه طریق به تسریع در

رشد اقتصادی کمک می‌کند. اول، این امر پس‌انداز را افزایش می‌دهد؛ دوم، توسعه بازارهای مالی می‌تواند پس‌اندازها را به سمت سرمایه‌گذاری واقعی هدایت کرده و از این طریق باعث افزایش انباشت سرمایه شود؛ سوم، 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 را افزایش خواهد یافت.

یکی از کارکردهای بازارهای مالی، تخصیص بهینه منابع است و در ادبیات اقتصاد مالی گفته می‌شود که شفافیت و تقارن اطلاعاتی از پیش‌نیازهای رسیدن به چنین تخصیصی است. اطلاعات شفاف و یکسان موجب می‌شود که سوءاستفاده از اطلاعات از بین برود و کسی به دلیل داشتن اطلاعات بیشتر سود اضافه کسب نکند. همچنین، یک فرآیند اثربخش از تخصیص سرمایه زمانی اتفاق می‌افتد که سلامت اقتصادی وجود داشته باشد؛ که در آن صورت بهره‌وری افزایش می‌یابد، نوآوری رشد می‌کند و بازارهای کارا و شفاف برای معامله اوراق بهادار و کسب سود ظهور می‌یابند [۲۵].

تحقیقات دیگر نیز رابطه بین وضعیت بازارهای مالی و رشد اقتصادی تأیید می‌کنند. به عنوان مثال، می‌توان به تحقیق کینگ و لوین [۲۶] اشاره کرد. آن‌ها مدل جدیدی را معرفی کردند که نشان می‌دهد کشورهای با بازار سرمایه اولیه بزرگتری دارند، از رشد بالاتری در آینده برخوردار خواهند بود.

ضمانت اجرایی حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران:

تجربه نهادهای مالی بین‌المللی، کشورها و بازارهای مالی مختلف در سطح جهان به‌ویژه در مراکز توسعه یافته نشان می‌دهد که حمایت‌های قانونی و حقوقی از سرمایه‌گذاران از ضرورت‌های اولیه یک بازار سرمایه به شمار می‌رود. آمار و ارقام و بررسی سوابق سهامداران، حتی در اقتصادهای توسعه یافته، بیانگر این است که اکثر آنها از دانش مالی و سرمایه‌گذاری لازم برخوردار نیستند و اغلب توانایی دسترسی به داده‌های مورد نیاز و تجزیه و تحلیل و بکارگیری اطلاعات مالی در تصمیمات خود را ندارند. همچنین در بازارهای سرمایه، حتی در تکامل یافته‌ترین آنها، ناکارآمدی، عدم تقارن اطلاعاتی، سوءاستفاده و مشکلات دیگر کم و بیش به چشم می‌خورد و در چنین فضایی نمی‌توان انتظار داشت حقوق سرمایه‌گذاران، به‌ویژه سرمایه‌گذاران جزء، از سوی عناصر و عوامل بازار از جمله کارگزاران، مشاوران مالی، شرکت‌های تأمین سرمایه و سایر نهادها و گردانندگان بازار به خوبی و به طور کامل و منصفانه رعایت گردد.

با عنایت به این موارد و مسایل مشابه دیگر، قانون‌گذاران و مقامات ناظر بازار سرمایه در سطح جهان و در کشورهای مختلف وظیفه خود می‌دانند که در راستای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و حفظ قوام، شفافیت و کارایی بازار نسبت به وضع قوانین و مقررات موردنیاز و در صورت لزوم، اصلاح و تکمیل آنها اقدام نمایند [۲].

سیستم‌های اقتصادی پیشرفته سرمایه‌داری در سراسر دنیا دارای سازوکارهای گوناگونی هستند تا بتوانند فعالیت‌های درست بازارهای اوراق بهادار را تقویت نمایند. یکی از راه‌ها این است که در بازار جریمه قائل شوند. به طور مثال کمیسیون بورس اونتاریو در کانادا و کمیسیون بورس و اوراق بهادار در ایلات متحده آمریکا قوانینی را به همین منظور تصویب و اعمال می‌کنند [۴۰].

در ایران نیز، مطابق قانون بازار اوراق بهادار یکی از وظایف سازمان بورس و اوراق بهادار، اتخاذ تدابیر ضروری و انجام اقدامات لازم به منظور حمایت از حقوق و منافع سرمایه‌گذاران در بازار اوراق بهادار می‌باشد [۵]. به همین منظور سازمان بورس و اوراق بهادار با تصویب قوانینی همچون قانون بازار و قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در راستای تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی و دستورالعمل‌های مرتبط، وظایف شرکت‌های ثبت شده و پذیرفته شده نزد سازمان را مشخص کرده و آن‌ها را مکلف می‌نماید تا در راستای اجرای این مهم، گام بردارند. به عبارت دیگر، با تعیین معیارها و نظارت مستمر بر عملکرد شرکت‌ها و همچنین مشخص کردن تنبیهات و جرایم تخلفی از مقررات، اجرای قوانین را تضمین می‌نماید.

نتیجه‌گیری:

اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی و واگذاری شرکت‌های دولتی به بخش خصوصی از طریق بورس موجب گردیده تا از میان راه‌های مختلف برای سرمایه‌گذاری، خرید سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از جمله انتخاب‌های اول افراد سرمایه‌گذار باشد. اما یکی از سؤالات مطرح این است که آیا سرمایه‌گذاران می‌توانند اطمینان داشته باشند که تعرضی به سرمایه‌های آنان صورت نمی‌گیرد؟ برای سرمایه‌گذاران خرد مقرون به صرفه نیست که برای حصول اطمینان از تامین منافعشان وقت و منابع مالی خویش را هزینه کنند، از این رو سایر شیوه‌های کم هزینه‌تر سرمایه‌گذاری را انتخاب می‌کنند. بنابراین، باید زمینه‌ای ایجاد شود تا این گروه اطمینان پیدا کنند که حقوقشان مورد سوءاستفاده قرار نمی‌گیرد. بدیهی است که اگر در داخل کشور در مقایسه با سایر کشورها، حمایت کمتری از سرمایه‌گذاران وجود داشته باشد، موجب کاهش سرمایه‌گذاری خارجی در کشور و حتی فرار سرمایه می‌شود. از طرف دیگر بی‌توجهی به حقوق سرمایه‌گذاران باعث افزایش هزینه جذب سرمایه در شرکت‌ها می‌گردد.

مطالعات نشان می‌دهد برخی اقدامات و تمهیدات برای اعمال راهبری شرکتی مناسب در جهت حفاظت از حقوق سهامداران می‌باشد و به نظر می‌رسد بکارگیری برخی مکانیزم‌های راهبری شرکتی در شرایط کنونی بازار سرمایه ایران موجب حمایت بیشتر از سهامداران خرد شود.

در پیشبرد اهداف راهبری شرکتی عوامل مهمی تاثیرگذار هستند که در این میان نقش هیأت‌مدیره و کارکردهای کمیته‌های اصلی هیأت‌مدیره بارز و غیرقابل انکار می‌باشد. از طرفی، با توجه به اینکه سهامداران عمده نیز به دنبال بیشینه کردن منافع خود هستند، فعالت‌ر شدن سهامداران خرد از طریق آموزش سهامداران و انسجام و هماهنگی آن‌ها می‌تواند فاصله میان منافع سهامداران عمده و خرد را پوشش دهد. با این وجود، سهامداران باید بتوانند در صورت تضييع حقوق خود، از امکان پیگیری موثر

قضایی برخوردار باشند. پیگیری پاره‌ای از این موارد به خصوص مواردی که خسارت وارده ناشی از تخلف از ضوابط اطلاع‌رسانی باشد، در چارچوب قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران انجام می‌شود.

تجربه کشورهای مختلف جهان در رابطه با حمایت از حقوق سهامداران می‌تواند بازار سرمایه ایران را در دستیابی به این مهم یاری نماید. لذا پیشنهاد می‌گردد تا مطالعات امکان‌سنجی صورت پذیرد و مقدمات بهره‌گیری از این ابزارها در بازار سرمایه ایران فراهم شود تا اعتماد مردم جلب شده و فرهنگ سرمایه‌گذاری در شرکت‌های سهامی افزایش یابد و اداره شرکت بر اساس نظر اکثریت با حفظ حقوق اقلیت صورت پذیرد.

فهرست منابع

۱. تقی نتاج، غلامحسین و محمدمهدی مومن‌زاده. (۱۳۹۵). "توسعه بازار سرمایه با حمایت از حقوق سهامداران خرد"، *روزنامه دنیای اقتصاد*، شماره ۳۷۳۷.
۲. جعفری سرشت، داود. (۱۳۸۸). "حمایت از سرمایه‌گذاران اوراق بهادار"، *مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار*.
۳. خدادادی، ولی و رضا تاکر. (۱۳۹۱). "تأثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *تحقیقات حسابداری و حسابرسی، انجمن حسابداری ایران*، شماره ۱۵، صص ۸۸-۱۰۱.
۴. رحمتی، مرتضی. (۱۳۹۴). "عدالت اجتماعی و لزوم تصویب قوانین کاربردی در توسعه بازارهای مالی"، *دومین همایش ملی عدالت، اخلاق، فقه و حقوق*، دانشگاه آزاد اسلامی واحد میبد.
۵. سازمان بورس و اوراق بهادار. (۱۳۸۴). "قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران"، www.seo.ir.
۶. کمیجانی، اکبر و حبیب سهیلی احمدی. (۱۳۹۱). "تحلیل و بررسی نقش حمایت از حقوق سهامداران در گسترش بازار سهام در منتخبی از کشورهای در حال توسعه"، *فصلنامه علمی-پژوهشی مطالعات اقتصادی کاربردی در ایران*، سال اول، شماره ۱، صص ۴۱-۶۲.
۷. صالح‌آبادی، علی. (۱۳۸۸). "نقش بازار سرمایه در بهبود فضای کسب و کار ایران"، *فصلنامه پول و اقتصاد*، شماره ۱.
۸. صدیقی، روح‌الله و رضا پوربهی. (۱۳۹۶). "تبیین برخی عوامل مؤثر بر هزینه‌های نمایندگی با تأکید بر نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش"، *تحقیقات حسابداری و حسابرسی، انجمن حسابداری ایران*، شماره ۳۶، صص ۶۵-۸۰.
۹. صمدی، علی‌حسین و فریبا مهرپور. (۱۳۹۲). "بررسی تأثیر حفاظت از حقوق مالکیت بر سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران"، *فصلنامه علمی پژوهشی مطالعات اقتصادی کاربردی ایران*، سال دوم، شماره ۷، صص ۸۷-۱۱۰.

۱۰. مجتهدزاده، ویدا و حمیده اثنی عشری. (۱۳۹۱). "رابطه کیفیت سود با نظام راهبری شرکتی و اصلاح قوانین و مقررات در شرکت‌های دولتی واگذار شده از طریق خصوصی سازی"، **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۱۵، صص ۴۲-۵۹.

11. 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.**
12. Beck, T., R. Levine and N. Loayza. (2000). "Finance and the Sources of Growth". **Journal of Financial Economic**, Vol 58. No.1, pp. 261-300.
13. Brockman, P., Chung, Dennis Y. (2008). "Investor Protection, Adverse Selection, and the Probability of Informed Trading", **Review of Quantitative Finance and Accounting**, Vol. 30, pp. 111-131.
14. 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**, Vol. 46, Issue 1, pp. 171-207.
15. Cremers, Martijn and Allen Ferrell. (2013). "Thirty Years of Shareholder Rights and Firm Valuation", **Journal of Finance, Forthcoming.**
16. Dharmapala, Dhammika, and Vikramaditya Khanna. (2013). "Corporate Governance, Enforcement, and Firm Value: Evidence from India", **Journal of Law, Economics, and Organization**, Vol. 29, No. 5, pp.1056-1084.
17. Djankov, Simeon, Rafael La Porta, Florencion Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer. (2008). "The Law and Economics of Self-Dealing", **Journal of Financial Economics**, Vol 88, Issue 3, pp. 430-465.
18. Gorton, Gary and Frank A Schmid. (2000). "Universal Banking and the Performance of German Firms", **Journal of Financial Economics**, Vol. 58, Issue 1-2, pp. 29-50.
19. Guo, Lixiong and Ronald W Masulis. (2013). "Board Structure and Monitoring: New Evidence from CEO Turnovers", **ECGI-Finance Working Paper.**
20. Haidar, Jamal Ibrahim. (2009). "Investor Protections and Economic Growth", **Economics Letters**, Vol 103, pp.1-4.
21. Hart, O. (1995). "Firms, Contracts, and Financial Structure", Oxford University Press: London.
22. International Organization of Securities Commissions. (2003). "Objectives and Principles of Securities Regulation".
23. Jay, Dahya, Orlin Dimitrov and John McVonnell. (2008). "Dominant Shareholders, Corporate Boards, and Corporate Value: A Cross-Country Analysis", **Journal of Financial Economic**, Vol. 87, pp.73-100.
24. Jensen, M., Meckling, W. (1976). "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure", **Journal of Financial Economics**, Vol 3, pp. 305-360.
25. Kieso, Donald E., Jerry J. Weygandt and Terry D. Warfield. (2009). **Intermediate Accounting**, Volume 1, Wiley, 13th Edition.
26. King, Robert G. and Ross Levine. (1993). "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right", **The quarterly journal of economics**, Vol.108, No.3, pp. 717-737.

27. Knyazeva, A., Knyazeva D. and Masulis R. (2013). "The Supply of Corporate Directors and Board Independence", **Review of Financial Studies**, Vol. 26, Issue 6, pp. 1561-1605.
28. KPMG. (2016). "Evolving Investment Management Regulation", Available at <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/06/evolving-investment-management-regulation.pdf>.
29. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (1997). "Legal determinants of external finance", **Journal of Finance**, Vol. 52, pp. 1131-1150.
30. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R.W. Vishny. (1998). "Law and Finance", **The Journal of Political Economy**, Vol. 106, Issue 6. pp. 1113-1155.
31. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R.W. Vishny. (2000). "Investor Protection and Corporate Governance", **Journal of Financial Economics**, Vol. 58, No.1, pp. 3-27.
32. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny. (2002). "Investor Protection and Corporate Valuation", **Journal of Finance**, Vol. 57, pp. 1147-1170.
33. Leuz, C., D. Nanda and P. Wysocki. (2003). "Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison", **Journal of Financial Economics**, Vol. 69, pp. 505-527.
34. Lima, Bruno Faustino, and Antonio Zoratto Sanvicente .(2013). "Quality of Corporate Governance and Cost of Equity in Brazil", **Journal of Applied Corporate Finance**, Vol. 25, No. 1, pp. 72-80.
35. Liu, Xiang and Chen Zhang. (2016). "Corporate Governance, Social Responsibility Information Disclosure, and Enterprise Value in China", **Journal of Cleaner Production**, Available Online 14 September 2016.
36. 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**, Vol. 16, Issue 2, pp.225-235.
37. Luo, Qi, Hui Li and Biao Zhang. (2015). "Financing Constraints and the Cost of Equity: Evidence on the Moral Hazard of the Controlling Shareholder", **International Review of Economics & Finance**, Vol. 36, pp. 99-106.
38. 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**, Vol. 67, No. 1, pp. 313-350.
39. Michelacci, Claudio. (2000). "Business Creation and the Stock Market", Working Paper for CEMFI, Available at <http://www.doingbusiness.org/MethodologySurveys>.
40. Scott, William R. (2007). **Financial Accounting Theory**. Toronto, Prentice Hall, 5th Edition.
41. Shleifer, A. and R. W. Vishny. (1997). "A Survey of Corporate Governance", **Journal of Finance**, Vol. 52, No. 2, pp. 737-783.
42. Shleifer, A., and D. Wolfenzon. (2002). "Investor protection and equity markets", **Journal of Financial Economics**, Vol. 66, No.1, pp. 3-27.
43. Urriaga, María Gutiérrez and Maria Isabel Sáez Lacave. (2010). "A Carrot and Stick Approach to Discipline Self-Dealing by Controlling Shareholders", ECGI - Law Working Paper No. 138/2010. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1549403>.



Investors Protection and Its Consequences

Seyed Ali Hosseini¹© (Ph.D)

Assistant Professor in Accounting of Alzahra University, Iran.

Bahareh Shafizadeh²

Ph.D. Student in Accounting of Alzahra University, Iran.

(Received: 14 Dec 2017; Accepted: 17 May 2018)

In public corporations, laws are of particular importance because of the relative complexity of the relationship between the components of the company. Since most of the directors of companies are usually determined by major shareholders, the issue that is emphasized more than other issues in the corporate law is to protect the rights of investors, especially minority investors against major executives and shareholders. Major shareholders and directors of the company may, in a variety of ways, abuse their authority, because of the mastery of the resources involved, if weak support is provided to minority investors. In this paper, after introducing the investor protection and its evolution, we consider the necessity and consequences of protecting the rights of investors. The study of the effect of protecting the rights of investors on economic indicators has been studied in various studies. These studies show that the better the rights of minority investors, the amount of investment will be improved and the economic indicators will be more appropriate.

Keywords: Minority Investors, Investors Protection, Rules and Regulations.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
رتال جامع علوم انسانی

¹ hosseinira@yahoo.com © (Corresponding Author)

² bahar.shf@gmail.com