

تحلیل و بررسی نقش حمایت از حقوق سهامداران در گسترش بازار سهام در منتخبی از کشورهای در حال توسعه*

اکبر کمیجانی*

حبیب سهیلی احمدی^۲

تاریخ پذیرش: ۹۱/۶/۳

تاریخ دریافت: ۹۱/۳/۲۶

چکیده

بازار سهام به عنوان یکی از اجزای اصلی بازار مالی نقش مهمی در تجهیز پس‌اندازها و تأمین مالی بنگاه‌ها دارد. شناخت بیشتر عوامل مؤثر بر گسترش این بازار ضمن اینکه قدرت تحلیل پژوهشگران را افزایش می‌دهد، می‌تواند راهنمای مناسبی برای سیاست‌گذاران باشد. در این مطالعه با استفاده از شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران که توسط بانک جهانی محاسبه می‌شود و با بکارگیری داده‌های ۴۶ کشور در حال توسعه در دوره ۲۰۱۰-۲۰۰۶ به بررسی تجربی این فرضیه اقدام شده است که آیا میزان حمایت قانونی از سهامداران، با در نظر گرفتن سایر عوامل مهم مؤثر بر گسترش بازار سهام، نقش معنی‌داری در گسترش بازار سهام در این کشورها داشته است یا خیر. نتایج تخمین مدل اقتصادسنجی دلالت بر تأیید این فرضیه دارد. یعنی، کشورهایی که حمایت قانونی بالاتری از سهامداران به عمل می‌آورند بازارهای سهام گسترش یافته‌تری دارند.

کلید واژه: حقوق سهامداران، بازار سهام، فضای کسب و کار، کشورهای در حال توسعه

طبقه بندی JEL: G28, K22

* این مقاله برگرفته از پایان‌نامه کارشناسی ارشد تحت عنوان «بررسی شاخص حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران در ایران و تأثیر آن در گسترش بازار سهام در منتخبی از کشورهای در حال توسعه» می‌باشد.

۱- مقدمه

با نزدیک شدن به اواخر قرن بیستم و آغاز قرن بیست و یکم، به تدریج بازنگری‌هایی در مفهوم توسعه مالی و عوامل مؤثر در آن انجام شد. اقتصاددانان به این نتیجه رسیدند که توجه صرف به آزادسازی نرخ بهره دیگر نمی‌تواند توصیه سیاستی کافی و تحلیلی مناسب از شرایط رشد بخش مالی باشد و نهادها به عنوان عوامل تعیین کننده در بحث توسعه مالی مطرح شدند. در این میان قوانین حاکم بر بازارهای پول و سرمایه نیز به تدریج در تحلیل‌های اقتصادی وارد شدند.

در بازار سهام به عنوان بخشی که نحوه روابط افراد در آن پیچیدگی نسبتاً زیادی دارد، قوانین حاکم بر این روابط از اهمیت شایانی برخوردار است و پیامدهای ویژه‌ای به دنبال دارد. اگرچه حقوق‌دانان و قانون‌گذاران در کشورهای توسعه یافته، از قرن نوزدهم میلادی و به هنگام شکل‌گیری قوانین نوین تجارت در این کشورها، توجه ویژه‌ای به این موضوع داشته‌اند اما اقتصاددانان، تنها از اواسط دهه ۱۹۹۰ بود که به شکل جدی به بررسی اهمیت مسأله حمایت از حقوق سهامداران پرداختند. اقتصاددانان در طول دو دهه اخیر ضمن تبیین نقش حمایت از حقوق سهامداران در گسترش بازار سهام، تلاش کرده‌اند با طراحی شاخص‌هایی به کمی‌سازی قوانین مربوط به حمایت از سهامداران پردازند، تا به شکل تجربی نیز به بررسی این رابطه پردازند. اما هیچ یک از مطالعاتی که تاکنون در خصوص رابطه بین حمایت قانونی از سهامداران و گسترش بازار سهام انجام شده‌اند بر روی این رابطه در کشورهای در حال توسعه تمرکز نداشته‌اند؛ یکی از دلایل این موضوع این بوده است که در سالیان گذشته شاخصی که به طور منظم برای دامنه وسیعی از کشورهای در حال توسعه محاسبه شود وجود نداشته است. اما در سالیان اخیر شاخصی توسط بانک جهانی محاسبه می‌شود که امکان بررسی این رابطه را در این مطالعه فراهم می‌کند. این

شاخص تحت عنوان «شاخص حمایت از سرمایه گذاران»^۱ از سال ۲۰۰۶ به طور سالیانه توسط این نهاد در قالب گزارش های «انجام کسب و کار»^۲ منتشر می شود. شاخص حمایت از سرمایه گذاران به بررسی حقوق سهامداران اقلیت در شرکت های سهامی عام^۳ و میزان حمایت های قانونی و اجرایی از این حقوق می پردازد.

پژوهش حاضر ضمن معرفی سیر تکاملی مسئله حمایت از حقوق سهامداران و اهمیت این موضوع به عنوان عاملی تأثیرگذار در گسترش بازار سهام و بهبود تأمین مالی بنگاه ها، به مرور مطالعات تجربی انجام شده در حوزه رابطه حمایت از حقوق سهامداران و گسترش بازار سهام نیز خواهد پرداخت. پس از آن با استفاده از شاخص تهیه شده توسط بانک جهانی و داده های ۴۶ کشور در حال توسعه، در دوره زمانی ۲۰۱۰-۲۰۰۶ و با استفاده از روش داده های پانل به بررسی رابطه حمایت از حقوق سهامداران و گسترش بازار سهام اقدام خواهد شد.

۲- مبانی نظری

۱-۲) سیر تکاملی موضوع حمایت از حقوق سرمایه گذاران جنسن و مکلینگ^۴ (۱۹۷۶) بیان کردند که پرداخت بازدهی طرح های سرمایه گذاری به سرمایه گذاران نباید به عنوان مساله قطعی تلقی شود و مدیران شرکت ممکن است از این منابع در راستای منافع خودشان استفاده کنند. آنها بر نقش قراردادها در تامین مطالبات مالی سرمایه گذاران تأکید کردند، به این ترتیب که قراردادها به نحوی شکل می گیرند که حافظ حقوق سرمایه گذاران باشند. در این دیدگاه، حقوقی که اوراق بهادار متفاوت به

^۱. Protecting investors index

^۲. Doing Business

^۳. Publicly traded company

^۴. Jensen and Meckling

همراه دارند متفاوت است، سهامداران این حق را دارند که در راستای حفظ منافعشان در انتخاب هیأت مدیره مشارکت کنند در حالی که اعتباردهندگان این قدرت را دارند که اگر شرکت نتواند پرداخت‌های معین را انجام دهد وثیقه را مالک شوند. در همین راستا هارت^۱ (۱۹۹۵) بر لزوم توجه به قدرت سرمایه‌گذاران بیرونی نسبت به درونی‌ها^۲ تاکید کرد، او بیان کرد که سرمایه‌گذاران تنها به این دلیل سود دریافت می‌کنند که قدرت دریافت آن را دارند. این قدرت ممکن است به اشکال متفاوتی نمایان شود، قدرت تغییر مدیران، قدرت اجبار مدیران برای تقسیم سود، توانایی متوقف کردن طرح یا نقشه‌ای که به درونی‌ها به قیمت زیان بیرونی‌ها منفعت می‌رساند، توانایی شکایت از مدیران و دریافت جریمه یا توانایی انحلال شرکت (زیر نظر دادگاه) و دریافت عواید فروش. سلسله مطالعاتی که از اواسط دهه ۱۹۹۰ توسط LLSV (چهار محقق به نام‌های لاپورتا^۳، لویز^۴ و شلایفر^۵ از دانشگاه هاروارد و ویشنی^۶ از دانشگاه شیکاگو) شروع شد سرآغاز فصلی جدید در موضوع حقوق سرمایه‌گذاران به ویژه حقوق سهامداران بود. LLSV (۱۹۹۶) 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 تعیین کننده حقوق دارندگان اوراق بهادار است.

^۱. Hart

^۲. در سرتاسر متن منظور از درونی‌ها (insiders)، مدیران به علاوه سهامداران کنترلی می‌باشند و بیرونی‌ها (outsiders)، اعتباردهندگان یا سهامداران جدا از این افراد می‌باشند.

^۳. Laporta

^۴. Lopez

^۵. Shleifer

^۶. Vishny

تأکید بر کیفیت قوانین و قواعد حمایت از سرمایه گذاران 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 می کنند یا قرض می گیرند و سرمایه گذاران خبره و ماهر صورت می پذیرد و مادامی که این قراردادها اجرا می شوند بازار مالی به قانونگذاری احتیاج ندارد (جنسین و مکلینگ ۱۹۷۶). اما LLSV (۱۹۹۹) بیان می کنند که این دیدگاه سنتی بر این فرض استوار است که دادگاهها قراردادهای پیچیده را به اجرا می گذارند در حالی که در بسیاری از کشورها این موضوع حتمی نیست. در حقیقت دادگاهها اغلب در حل مناقشات پیچیده یا ناتوانند یا تمایلی به حل این مناقشات ندارند یا بسیار کند عمل می کنند، تحت فشارهای سیاسی قرار دارند و حتی فاسدند. بنابراین در شرایطی که نظام قضایی در اجرای قراردادهای خصوصی بسیار پرهزینه عمل می کنند احتمال دارد که شکل های دیگر حمایت از حقوق سرمایه گذاران نظیر قوانین با پشتوانه نظام قضایی و دولت کارا تر عمل کنند.

۲-۲) اهمیت بررسی حقوق سهامداران

LLSV در ۱۹۹۹ بیان کردند که به نظر می رسد حمایت از سهامداران یک موضوع حیاتی است، چون در بسیاری از کشورها سوء استفاده از سهامداران خرد توسط سهامداران عمده امری رایج است. سوء استفاده می تواند شکل های متفاوتی به خود بگیرد، در برخی کشورها که حمایت از سهامداران بسیار ضعیف است درونی ها به راحتی سهم بیشتری از سود را کسب می کنند، در برخی کشورهای دیگر که وضعیت حمایت از سهامداران اندکی بهتر است درونی ها محصول یا دارایی های شرکت را به شرکت دیگری که خود مالک آن هستند پایین تر از قیمت های بازار می فروشند، چنین معاملاتی هر چند ظاهری

تقریباً قانونی دارند اما نتیجه آن برای سایر سهامداران دقیقاً مثل دزدی زیانبار است. در موارد دیگر سوء استفاده‌ها کاملاً قانونی هستند، مواردی مثل انتصاب خویشاوندان ناشایسته در مناصب شرکت یا پرداخت‌های بیش از حد به کارکنان. به طور کلی ایده اصلی مطرح در اینجا در خصوص سوء استفاده همان «مساله نمایندگی»^۱ است که توسط جنسین و مک‌لینگ (۱۹۷۶) مطرح شد، به این معنی که جدایی مالکیت از کنترل موجب به وجود آمدن تضاد منافع در داخل شرکت می‌شود. در غیاب انگیزه‌های مناسب یا نظارت مناسب، مدیران (یا سهامداران کنترلی) از کنترل خود بر منابع شرکت به نفع خود و به زیان سهامداران غیر کنترلی استفاده می‌کنند.

۲-۳) نقش حمایت از سهامداران در گسترش بازار سهام و بهبود فضای کسب و کار

پیش‌بینی اساسی دیدگاه قانونی نسبت به بازارهای مالی این است که حمایت از سرمایه‌گذاران توسعه بازارهای مالی را تشویق می‌کند. هنگامی که سرمایه‌گذاران در مقابل سلب مالکیت و سوء استفاده حمایت می‌شوند حاضرند مقادیر بالاتری برای اوراق بهادار بپردازند زیرا می‌دانند که احتمال بیشتری دارد که سود شرکت به نحو واقعی به دستشان برسد و همین تمایل سرمایه‌گذاران برای پرداخت مبالغ بالاتر برای سهام، انتشار اوراق بهادار را برای کارآفرینان و مؤسسين شرکت نیز جذابتر می‌سازد. براک من و چانگ^۲ (۲۰۰۸) بر نقش حمایت از سرمایه‌گذاران در کاهش عدم تقارن اطلاعات^۳ تأکید کردند، با فرض ثابت بودن سایر شرایط، برای بنگاه‌هایی که در محیطی با حمایت بالاتر از سهامداران فعالیت می‌کنند نامتقارن بودن اطلاعات کمتر است و سهامداران اطلاعات بهتری نسبت به وضعیت شرکت و عملیات آن دارند. بنابراین یک نظام قانونی که از سرمایه‌گذاران در مقابل اطلاعات نامتقارن حمایت کند باعث حداقل شدن هزینه انتخاب

^۱. Agency Problem

^۲. Brockman and Chung

^۳. Asymmetric information

نامساعد برای آنها و در نتیجه افزایش تأمین مالی توسط آنها و افزایش نقدینگی بنگاه‌ها می‌شود. برعکس، در محیطی با حمایت ضعیف از سهامداران یا سرمایه‌گذاران از تأمین مالی منصرف می‌شوند یا برای پوشش دادن ریسک ناشی از نااطمینانی سود بیشتری مطالبه می‌کنند و مبلغ کمتری را برای سهام شرکت می‌پردازند. در گزارش «انجام کسب و کار»^۱ سال ۲۰۰۶ بانک جهانی چنان آمده است که در شرایطی که سرمایه‌گذاران از وجود حمایت قانونی مناسب برای پیگیری و احقاق حقوق خود مطمئن نباشند، ترجیح می‌دهند خودشان به طور مستقیم مدیریت دارایی‌های خود را در اختیار داشته باشند یا سهامدار عمده باشند. چون اگر با سرمایه‌گذاری‌های متنوع، در چند شرکت سهامدار خرد باشند، نمی‌توانند نظارت مستقیم بر تمام دارایی‌های خود داشته باشند، و چون نمی‌توانند در یک زمان به طور مستقیم چند شرکت را اداره کنند از سرمایه‌گذاری‌های متنوع و جدید اجتناب خواهند کرد. از سوی دیگر کارآفرینانی که علیرغم در دست داشتن طرح مناسب برای کسب و کار منابع لازم را در اختیار ندارند در این شرایط انگیزه فعالیت را از دست می‌دهند، زیرا در این شرایط سرمایه‌گذارانی که مالکیت بخش عمده کسب و کار آنها را در اختیار می‌گیرند، به راحتی می‌توانند سود ناشی از کسب و کار را در اختیار بگیرند و کارآفرینان نیز برای دریافت حق خود از حمایت مناسبی برخوردار نیستند، در نتیجه کارآفرینی سرکوب می‌شود و سرمایه‌گذاری کمتری شکل می‌گیرد. بالعکس در شرایطی که از سرمایه‌گذاران حمایت قانونی مناسبی به عمل آید، سرمایه‌گذاران از وجود تنوع دارایی‌ها سود می‌برند و کارآفرینان نیز به نقدینگی دسترسی دارند.

¹. Doing business

۳- شاخص حمایت از سهامداران بانک جهانی

پروژه کسب و کار بانک جهانی به بررسی حقوق سهامداران اقلیت در شرکت‌های سهامی عام^۱ و میزان حمایت‌های قانونی و اجرایی از این حقوق می‌پردازد. تمرکز این شاخص بر معاملات مدیران شرکت با شرکت و به عبارت دیگر معاملاتی است که در آنها منافع مدیران با منافع شرکت در تعارض است (معاملات شخصی) و اینکه سهامداران اقلیت تا چه حد می‌توانند در برابر چنین معاملاتی از حقوق خود دفاع نمایند. شاخص قدرت حمایت از سهامداران^۲ با توجه به سه شاخص زیر به دست می‌آید:

I. شاخص میزان افشاگری^۳ (۰-۱۰)

II. شاخص میزان تعهدات مدیر^۴ (۰-۱۰)

III. شاخص سهولت شکایت توسط سهامداران^۵ (۰-۱۰)

با میانگین گرفتن از نمرات سه بخش شاخص قدرت حمایت از سهامداران به دست می‌آید. این شاخص دامنه‌ای بین صفر تا ۱۰ دارد که نمره بالاتر به معنی حمایت بیشتر از سهامداران است. کشورهایی که معاملات شرکت با افراد مرتبط با شرکت را ملزم به افشاگری‌های بیشتری کرده‌اند (شاخص میزان افشاگری بالاتری دارند)، مسئولیت قانونی بیشتری برای مدیران در خصوص این معاملات در نظر گرفته‌اند (شاخص میزان تعهدات بالاتری دارند) و نیز در خلال دادرسی و قبل از آن اطلاعات و اسناد بیشتری در اختیار سهامداران قرار می‌دهند (شاخص سهولت شکایت توسط سهامداران بالاتری دارند)، قدرت بیشتری در حمایت از سهامداران دارند و در رده بالاتری قرار می‌گیرند.

¹. Publicly traded company

². Strength of investor protection index

³. Extent of disclosure index

⁴. Extent of director liability index

⁵. Ease of shareholder suit index

۴- وضعیت ایران در شاخص حمایت از سهامداران و میزان گسترش بازار سهام بر مبنای گزارش سال ۲۰۱۲ بانک جهانی، ایران از نظر حمایت از سهامداران در بین ۱۸۳ کشور مورد بررسی با کسب نمره ۳ از ۱۰، در رتبه ۱۶۶ قرار دارد. همچنین بازار سهام در ایران حتی نسبت به سایر کشورهای در حال توسعه نیز گسترش مناسبی نداشته است. در جدول (۱) جهت مقایسه، میزان شاخص حمایت از سهامداران و جایگاه کشورها در رده بندی بانک جهانی در خصوص حمایت از سهامداران در سال ۲۰۱۲ و میزان ارزش بازار سهام نسبت به GDP در سال ۲۰۰۹ (به دلیل در دسترس نبودن داده های ۲۰۱۰ برای همه کشورها) برای چند کشور حاضر در نمونه مورد بررسی مطالعه و ایران آورده شده است.

جدول ۱. مقایسه وضعیت حمایت از سهامداران و گسترش بازار سهام در ایران و چند کشور در حال توسعه

کشور	شاخص حمایت از سهامداران (۰-۱۰)	رتبه در حمایت از سهامداران	ارزش بازار سهام نسبت به GDP
مالزی	۸/۷	۴	۱۳۲/۵۵
عربستان	۷	۱۷	۸۵/۵۳
هند	۶	۴۶	۸۵/۴۱
ترکیه	۵/۷	۶۵	۳۶/۷۳
برزیل	۵/۳	۷۹	۷۳/۲۱
قطر	۵	۹۷	۸۹/۳۶
امارات	۴/۳	۱۲۲	۴۷/۶۰
ایران	۳	۱۶۶	۱۹/۱۲

منبع: بانک جهانی

همانطور که در جدول (۱) مشاهده می‌شود، ایران نسبت به سایر کشورهای در حال توسعه نیز وضعیت مناسبی چه از لحاظ میزان حمایت از سهامداران و چه از لحاظ گسترش بازار سهام ندارد. در صورتی که تأثیر مثبت حمایت قانونی از سهامداران بر گسترش بازار سهام در کشورهای در حال توسعه تأیید شود، بررسی وضعیت کشورمان در بخش‌های متفاوت شاخص حمایت از سهامداران، ارائه راه‌حل‌هایی برای بهبود آن و برنامه‌ریزی برای اصلاحات ضروری می‌نماید.

۵- پیشینه پژوهش

مطالعه لاپورتا و همکاران (۱۹۹۷) سرآغاز مطالعاتی است که به بررسی تأثیر حمایت از حقوق سهامداران بر گسترش بازار سهام پرداختند. آنها با استفاده از شاخص «حقوق ضد هیأت مدیره»^۱ که خود طراحی کرده بودند و داده‌های ۱۰ شرکت بزرگ سهامی عام در ۴۹ کشور منتخب به این نتیجه رسیدند که در کشورهای مورد بررسی حمایت از سهامداران نقش معنی‌داری در گسترش بازار سهام داشته است. پس از آنها پاگانو و ولپین^۲ (۲۰۰۵) نیز با استفاده از همان شاخص و داده‌های ۴۷ کشور منتخب در دوره ۲۰۰۲-۱۹۹۳ رابطه مثبت بین حمایت از سهامداران و گسترش بازار سهام را تأیید کردند، اما بیان کردند که این رابطه پس از وقوع بحران مالی شرق آسیا در سال ۱۹۹۷ نسبت به قبل تضعیف شده است. دیانکوف^۳ و همکاران (۲۰۰۵) با استفاده از شاخصی که خود طراحی کرده بودند به بررسی اثر حمایت از سهامداران در گسترش بازار سهام در یک نمونه ۷۲ کشوری در دوره ۲۰۰۳-۱۹۹۹ پرداختند و به این نتیجه رسیدند که حمایت قانونی از سهامداران در

^۱. Anti director rights index

^۲. Pagano and Volpin

^۳. Djankov

مقابل معاملات شخصی مدیران منجر به گسترش بازار سهام می‌شود. کای لی^۱ (۲۰۰۷) نیز با استفاده از شاخص «ضد هیأت مدیره» و داده‌های ۳۳ کشور در دوره ۱۹۹۷-۱۹۷۸ به این نتیجه رسید که حمایت قانونی از سهامداران نیز در کنار سایر عوامل کلان اقتصادی نقش بسزایی در گسترش بازار سهام دارد. آرمور^۲ و همکاران (۲۰۰۸) با تأکید بر تغییرات قوانین در دوره ۲۰۰۵-۱۹۹۵ در ۲۰ کشور به این نتیجه رسیدند که این تغییرات تأثیر معنی‌داری در گسترش بازار سهام در این کشورها در طول این دوره نداشته است. سارکار و سینگ^۳ (۲۰۰۹) با بررسی داده‌های سری زمانی ۴ کشور آلمان، فرانسه، انگلستان و آمریکا در دوره ۲۰۰۵-۱۹۷۰ و استفاده از شاخص حمایت از سهامداران «لل و سیمز»^۴ به این نتیجه رسیدند که افزایش حمایت از سهامداران تأثیر بلندمدتی بر روی گسترش بازار سهام در این کشورها نداشته است. در مجموع می‌توان گفت، مطالعاتی که به بررسی رابطه حمایت از سهامداران با گسترش بازار سهام پرداخته‌اند، اغلب مطالعات مقطعی عرضی یا پانل در نمونه‌های وسیع کشورها بوده و به رابطه مثبتی بین میزان حمایت از سهامداران و شاخص‌های نشان دهنده گسترش بازار سهام دست یافته‌اند. اما گروهی از مطالعاتی که با استفاده از داده‌های سری زمانی مربوط به چند کشور محدود انجام شده‌اند، با دیده تردید به این رابطه نگریسته‌اند. شاید برخی از این تفاوت نتیجه‌ها را بتوان با استناد به این موضوع که شاخص‌های مورد استفاده این مطالعات با یکدیگر تفاوت دارد توضیح داد، اما بدون تردید مقداری از تفاوت نتیجه‌گیری ناشی از این موضوع است که تأثیر تفاوت متغیرهای نهادی بین کشورها را به دلیل تغییرات زیاد آنها در نمونه‌های وسیع، در مطالعات مقطعی عرضی و پانل دیتا بهتر می‌توان شناسایی کرد تا در مطالعات سری زمانی.

1. Kai Li

2. Armour

3. Sarkar and Singh

4. Lele and Siems

۶- معرفی مدل و متغیرها

از آنجایی که شاخص حمایت از سهامداران بانک جهانی از سال ۲۰۰۶ به طور سالیانه منتشر می‌شود، به دلیل کوتاهی دوره نمی‌توان از مدل‌های سری زمانی برای استخراج نتایج تجربی استفاده کرد، بنابراین در این مطالعه با استفاده از روش داده‌های پانل به بررسی رابطه حمایت از حقوق سهامداران و گسترش بازار سهام اقدام خواهد شد. انتخاب این روش از یک سو به دلیل عدم دسترسی به داده‌های حمایت از سهامداران در بازه زمانی طولانی است که مانع استفاده از مدل‌های سری زمانی می‌شود و از سوی دیگر به دلیل توان روش پانل در شناسایی و اندازه‌گیری بهتر اثراتی است که صرفاً با داده‌های سری زمانی قابل تشخیص نیستند. در این پژوهش از داده‌های ۴۶ کشور^۱ در حال توسعه، در دوره زمانی ۲۰۱۰-۲۰۰۶ استفاده خواهد شد. کشورهای انتخاب شده کشورهای میانی^۲ هستند و یا از کشورهای منطقه خاورمیانه می‌باشند. در ضمن کشورهایی انتخاب شده‌اند که داده‌های مربوط به تمامی متغیرهای مورد استفاده در تخمین معادله حداقل برای یک سال در خصوص آنها در دسترس است تا در غالب مدل پانل نامتوازن^۳ بتوان از آنها استفاده کرد.

فرضیه اصلی این پژوهش عبارت است از این که: «افزایش حمایت قانونی از حقوق سهامداران اقلیت در بازار سهام منجر به گسترش و رشد بازار سهام می‌شود». در این

^۱. کشورهای منتخب عبارتند از: ایران، آرژانتین، آفریقای جنوبی، امارات، اردن، اندونزی، بحرین، بوتسوانا، برزیل، بلغارستان، پرو، رومانی، ترکیه، شیلی، مصر، پاراگوئه، اکراین، فیلیپین، روسیه، غنا، کلمبیا، کاستاریکا، اروگوئه، ونزوئلا، تایلند، صربستان، لتونی، عربستان، مراکش، هند، ویتنام، جامائیکا، قزاقستان، پاکستان، اکوادور، لبنان، لیتوانی، مقدونیه، مالزی، گرجستان، ارمنستان، بولیوی، مکزیک، پاناما، قطر و تونس.

^۲. Upper and lower middle income countries

^۳. Unbalanced panel

بخش برای بررسی تجربی این فرضیه اقدام به طراحی مدل اقتصادسنجی می‌شود. همانطور که در بخش پیشینه پژوهش بیان شد، مهمترین مطالعاتی که با استفاده از روش‌های مقطع عرضی یا پانل دیتا به بررسی میزان تأثیر حمایت از سهامداران بر گسترش بازار سهام در کشورهای مختلف پرداخته‌اند عبارتند از لاپورتا و همکاران (۱۹۹۷)، دیانکوف و همکاران (۲۰۰۵) و آرمور و همکاران (۲۰۰۸). متغیرهای اصلی توضیحی که مطالعات مذکور در مدل اقتصادسنجی خود به کار برده‌اند عبارتند از: ۱- میزان تولید ناخالص داخلی یا میزان تولید ناخالص داخلی سرانه که برای نشان دادن سطح فعالیت‌های اقتصادی در کشور و میزان توسعه اقتصادی به کار رفته است ۲- متغیر نشانگر میزان حمایت از سهامداران ۳- متغیر نشانگر کیفیت اجرای قوانین.

گروه دیگری از مطالعات در ادبیات اقتصادی وجود دارند که به بررسی عوامل تعیین کننده گسترش بازار سهام^۱ پرداخته‌اند بدون آن که توجهی به بحث حمایت از سهامداران داشته باشند. ما در اینجا برای مستحکم تر کردن نتایج تخمین با استفاده از این مطالعات به طراحی مدلی می‌پردازیم که در آن مهمترین متغیرهای ذکر شده در مطالعات مربوط به عوامل تعیین کننده گسترش بازار سهام نیز آورده شده است. در واقع هدف این است که بفهمیم، نتایجی که تاکنون در خصوص تأثیرگذاری حمایت از سهامداران بر گسترش بازار سهام، با استفاده از چند متغیر ذکر شده در بالا به دست آمده‌اند، آیا با لحاظ کردن سایر متغیرهای تأثیر گذار بر گسترش بازار سهام، هنوز هم برقرارند یا خیر. بنابراین مدل به صورت زیر تصریح شده است:

$$MCG_{it} = \beta_0 + \beta_1 GDP_{it} + \beta_2 PRO_{it} + \beta_3 RUL_{it} + \beta_4 INV_{i,t-1} + \beta_5 CRE_{it} + \beta_6 TURN_{i,t-1} + \beta_7 DUM_t + \varepsilon_{it}$$

$$2006 \dots 2010 \quad t = \dots 46, 2, 1 = i$$

¹. Determinants of stock market development

MCG به عنوان متغیر وابسته مدل، نسبت سرمایه بازار سهام به تولید ناخالص داخلی است که نشانگر میزان گسترش بازار سهام در یک کشور نسبت به فعالیت‌های اقتصادی انجام شده در آن کشور می‌باشد. این متغیر بیانگر میزان سرمایه شرکت‌های داخلی ثبت شده در بازار سهام^۱ (که گاه از آن با عنوان ارزش بازار^۲ نیز یاد می‌شود) در یک کشور نسبت به تولید ناخالص داخلی آن کشور است. میزان سرمایه بازار از ضرب قیمت هر سهم در تعداد سهم‌ها به دست می‌آید.

GDP که بیانگر تولید ناخالص داخلی حقیقی (بر حسب دلار آمریکا در سال پایه ۲۰۰۰) است. لاپورتا و همکاران (۱۹۹۷) بیان می‌کنند که شکل‌گیری بازار سرمایه احتمالاً یک فرایند با بازدهی فزاینده نسبت به مقیاس است و بنابراین اقتصادهای بزرگتر احتمالاً باید به نسبت بازارهای سرمایه بزرگتری داشته باشند.

PRO بیانگر میزان حمایت از سهامداران است که با شاخص قدرت حمایت از سهامداران بانک جهانی اندازه گرفته شده است. استفاده از این شاخص از این رو صورت می‌گیرد که تنها شاخصی که در خصوص میزان حمایت از سهامداران در حال حاضر به طور سالیانه و برای دامنه گسترده‌ای از کشورها تهیه می‌شود، شاخص بانک جهانی است. منبع داده‌ها در این خصوص تارنمای گروه کسب و کار بانک جهانی^۳ است.

RUL نشانگر کیفیت اجرا و حاکمیت قانون است. عملکرد بهتر نظام قضایی در اجرای قراردادهای مالی و قوانین شرکت‌ها منجر به کاهش ناطمینانی و افزایش تمایل سرمایه‌گذاران به حضور در بازار سهام می‌شود. بنابراین انتظار داریم رابطه مثبتی بین این متغیر و میزان گسترش بازار سهام برقرار باشد. جهت سنجش میزان یا کیفیت اجرای قوانین

^۱. Market capitalization of listed companies

^۲. Market value

^۳. www.doingbusiness.org

در کشورها از شاخص «حاکمیت قانون»^۱ که توسط بانک جهانی منتشر می‌شود، استفاده شده است.^۲ این شاخص بیانگر میزان احترام عملی است که دولت مردان و شهروندان کشور برای نهادهایی قائلند که با هدف وضع و اجرای قانون و حل اختلاف ایجاد شده است.

INV نشانگر میزان سرمایه‌گذاری است. در مطالعات زیادی بیان شده که میزان سرمایه‌گذاری عاملی مهم در گسترش بازار سهام است. زیرا بازار سهام به عنوان یک واسطه مالی مسیری برای تبدیل پس‌انداز به پروژه‌های سرمایه‌گذاری است و با افزایش پروژه‌های سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها، میزان انتشار سهام توسط آنها نیز افزایش می‌یابد.^۳ برای سنجش سطح سرمایه‌گذاری، از تشکیل سرمایه ثابت ناخالص^۴ نسبت به GDP استفاده شده است.

CRE نسبت اعتبار اعطایی به بخش خصوصی^۵ توسط بانک‌ها به تولید ناخالص داخلی است که به عنوان شاخصی جهت گسترش واسطه‌های مالی^۶ غیر از بازار سهام از آن استفاده شده است. برخی از اقتصاددانان این موضوع را بیان کرده‌اند که هرچند بازار سرمایه و بانک‌ها هر دو نقش واسطه‌های مالی برای تبدیل پس‌انداز به سرمایه‌گذاری را دارند اما بهتر است که این دو بازار به عنوان جانشین یکدیگر نگریسته نشوند بلکه آنها در فرایند توسعه مکمل یکدیگر هستند.^۷

^۱. Rule of law

^۲. www.govindicators.org

^۳. از جمله مطالعاتی که سرمایه‌گذاری را دارای نقشی معنی‌دار در توسعه مالی ذکر کرده‌اند می‌توان به Billmeier and Massa(2009) و Yartey(2008) اشاره کرد.

^۴. Gross fixed capital formation

^۵. Credit to private sector

^۶. Financial intermediary development

^۷. Demirguc and Levine (1996), Garcia and Liu(1999), Ben Naceur et al (2007), Yartey (2008), Cherif and Gazdar(2010)

این موضوع را تایید کرده‌اند که رشد سایر واسطه‌های مالی تأثیر معنی‌داری در گسترش بازار سهام دارد.

TURN بیانگر نسبت گردش^۱ در بازار سهام می‌باشد، این متغیر جهت نشان دادن درجه درجه نقدشوندگی^۲ بازار سهام به کار می‌رود. نسبت گردش از تقسیم کردن ارزش سهام مبادله شده در طول یک سال بر ارزش متوسط بازار (متوسط سرمایه بازار) در آن دوره به دست می‌آید. میزان نقدشوندگی بیانگر سهولت و سرعتی است که یک عامل اقتصادی می‌تواند اوراق بهادارش را بخرد و بفروشد. در یک بازار با نقدشوندگی بالا سرمایه‌گذاران اولیه دسترسی به پس‌انداز خود را در طول زمان پروژه سرمایه‌گذاری از دست نمی‌دهند چون می‌توانند با سهولت و سرعت سهمشان را بفروشند، در واقع بازارهای نقدتر هزینه مبادله^۳ را برای سرمایه‌گذاران کاهش می‌دهند. بنابراین انتظار بر این است که هرچه نقدشوندگی بازار سهام بیشتر باشد پس‌اندازها و سرمایه‌ها بیشتر به سمت این بازار حرکت کنند.^۴

DUM بیانگر متغیر مجازی است که برای سنجش اثر وقوع بحران مالی جهانی بر بازار سهام آورده شده است. پس از وقوع بحران مالی جهانی و در فاصله سال‌های ۲۰۱۰-۲۰۰۸ بازارهای سهام در اغلب کشورها نسبت به سال‌های قبل کاهش قابل توجهی در میزان سرمایه و ارزش خود داشته‌اند، بنابراین انتظار داریم که این متغیر اثر منفی بر روی میزان گسترش بازار سهام داشته باشد.

از آنجایی که افزایش خرید و فروش سهام در یک دوره و رونق بازار هم منجر به افزایش نسبت گردش می‌شود و هم منجر به افزایش ارزش بازار می‌شود، همین‌طور افزایش سرمایه‌گذاری در یک دوره می‌تواند ارتباط دوطرفه‌ای با گسترش بازار سهام

^۱. Turnover ratio

^۲. Liquidity

^۳. Transaction cost

^۴. از جمله مطالعاتی که تأثیر مثبت نقدینگی بازار سهام بر گسترش آن را نتیجه گرفته‌اند می‌توان به (Billmeier and

Massa(2009)، Yartey(2008)، Garcia and Liu(1999)، Cherif and Gazdar(2010) اشاره کرد.

داشته باشد؛ برای اجتناب از تورش درونزایی^۱ در استخراج نتایج ما نیز همچون بیلیمیر و ماسا (۲۰۰۹) از وقفه نسبت گردش و نرخ سرمایه گذاری در مدل استفاده کرده ایم. منبع داده‌های مورد استفاده در تخمین معادله بانک جهانی است.

۷- نتایج تجربی

برای تخمین مدل ابتدا بایستی روش مناسب تخمین شناسایی می‌شد. انتخاب بین روش داده‌های تلفیقی^۲ و پانل دیتا با استفاده از آزمون اثرات ثابت^۳ صورت گرفت که با آماره $F=17/89$ استفاده از روش پانل دیتا تأیید شد. انتخاب بین استفاده از روش اثرات ثابت و تصادفی نیز با استفاده از آزمون هاسمن^۴ صورت گرفت که با آماره کای-دو $7/479$ استفاده از روش اثرات تصادفی تأیید شد.^۵ نتایج این تخمین در جدول (۲) آمده است.

همانطور که در جدول ۲ مشاهده می‌شود، ضریب (β_1) که نشان دهنده تأثیر اندازه اقتصاد بر گسترش بازار سهام است مثبت و از لحاظ آماری معنی دار است. به این معنی که با رشد اندازه یک اقتصاد یا به عبارت دیگر با افزایش تولید ناخالص داخلی، اندازه بازار سهام با نسبت بیشتری افزایش می‌یابد. ضریب (β_2) که نشانگر تأثیر حمایت از سهامداران بر گسترش بازار سهام است نیز از لحاظ آماری مثبت و معنی دار است. با توجه به این که مقدار بالاتر شاخص حمایت از سهامداران به معنی حمایت قوی‌تر از سهامداران است، این نتیجه دلالت بر تأیید (یا عدم رد) فرضیه اصلی مطالعه ما دارد. به این معنی که حمایت قانونی بیشتر از سهامداران به ویژه سهامداران اقلیت در مقابل سوءاستفاده از دارایی‌هایشان

¹. Endogeneity bias

². Pool

³. Fixed effects test

⁴. Hausman test

⁵. لازم به یادآوری است که به دلیل کوتاه بودن دوره زمانی این مطالعه نیازی به بررسی مانایی متغیرها نبود.

توسط مدیران و سهامداران عمده منجر به گسترش بازار سهام می‌شود. از آنجایی که $\beta_2 = 9/542$ به دست آمده است، به این معنی است که در نمونه مورد بررسی ما، با یک واحد بهبود در شاخص حمایت از سهامداران اندازه بازار سهام نسبت به GDP به طور متوسط $9/542$ درصد افزایش می‌یابد.

جدول ۲. نتایج تخمین مدل

ضریب	متغیر توضیحی
$0.00000000544 \times 10^{-9}$ (2/114)**	تولید ناخالص داخلی (β_1)
9/542 (3/583)*	شاخص حمایت از سهامداران (β_2)
16/414 (1/860)***	کیفیت اجرای قوانین (β_3)
0/188 (0/403)	نرخ سرمایه‌گذاری (β_4)
0/706 (4/726)*	اعتبار اعطایی به بخش خصوصی (β_5)
0/043 (0/832)	نسبت گردش در بازار سهام (β_6)
-27/084 (-9/487)*	متغیر مجازی وقوع بحران مالی جهانی (β_7)
0/384	ضریب تعیین (R^2)

اعداد داخل پرانتز نشان دهنده مقادیر آزمون t برای بررسی معناداری ضرایب برآورد شده می‌باشند.

علامت (*) بیانگر معنی داری در سطح یک درصد، (**) معنی داری در سطح ۵ درصد و (***) معنی داری در سطح ۱۰ درصد می‌باشند.

در خصوص سایر متغیرها همانطور که مشخص است کیفیت اجرای قوانین نیز تأثیر مثبت و معنی داری بر گسترش بازار سهام از خود نشان داده است، این نتیجه بیانگر این موضوع است که علاوه بر کیفیت قوانین اجرایی شدن عملی قوانین و عملکرد بهتر قضایی نیز تأثیر مثبتی بر گسترش بازار سهام دارد. رشد سایر واسطه‌های مالی که با شاخص میزان اعتبار اعطایی به بخش خصوصی نشان داده شده است، تأثیر مثبت و معنی داری بر روی گسترش بازار سهام دارد، این نتیجه نشان می‌دهد که در نمونه بررسی این مطالعه، کشورهایی که از بخش بانکی توسعه یافته‌تری برخوردارند بازارهای سهام گسترده‌تری نیز دارند. اما مقدار با وقفه نرخ سرمایه گذاری و میزان نقدشوندگی بازار سهام (که آن را با نسبت گردش در بازار سهام نشان داده‌ایم) تأثیر معنی داری در گسترش بازار سهام در کشورهای مورد بررسی از خود نشان نداده‌اند. شاید بتوان گفت یکی از دلایل این نتیجه وقوع بحران مالی جهانی باشد که باعث شده است برخی از روابط پویایی که در بازار سهام بین سرمایه گذاری و میزان معاملات و ارزش بازار وجود دارد در این دوره تحت تأثیر قرار بگیرد. همانطور که ضریب (β_V) نشان می‌دهد وقوع بحران مالی جهانی تأثیر منفی و معنی داری بر نسبت ارزش بازار سهام به GDP در کشورهای مورد بررسی این مطالعه داشته است. اندازه این ضریب نشان می‌دهد که در کشورهای مورد بررسی ما نسبت ارزش بازار سهام به GDP در سالهای پس از وقوع بحران نسبت به سالهای ۲۰۰۶ و ۲۰۰۷ به طور متوسط ۲۷/۰۸ درصد کاهش داشته است.

۸- جمع بندی و نتیجه گیری

در شرکت‌های سهامی عام به دلیل پیچیدگی نسبی روابط حاکم بین اجزای شرکت، قوانین از اهمیت ویژه‌ای برخوردارند. از آنجایی که در اغلب موارد مدیران شرکت‌ها

توسط سهامداران عمده تعیین می‌شوند موضوعی که بیشتر از بقیه موارد در زمینه قوانین شرکت‌های سهامی بر آن تأکید شده است حمایت از حقوق سهامداران اقلیت در مقابل مدیران و سهامداران عمده می‌باشد. سهامداران عمده و مدیران شرکت به دلیل تسلطی که بر منابع شرکت دارند، در صورت حمایت ضعیف قانونی از سهامداران اقلیت به روش‌های گوناگون می‌توانند از اختیارات خود سوءاستفاده کنند. حمایت صحیح از حقوق سهامداران ضمن این که می‌تواند منجر به افزایش تمایل سرمایه‌گذاران برای حضور در بازار سهام و گسترش این بازار شود و باعث می‌شود سرمایه‌گذاران بتوانند از تنوع دارایی‌ها بهره ببرند، می‌تواند دسترسی بنگاه‌ها به اعتبار را نیز افزایش دهد و با افزایش تأمین مالی بنگاه‌ها منجر به بهبود فضای کسب و کار شود.

مطالعات پیشین صورت گرفته در مورد نقش حمایت قانونی از سهامداران در گسترش بازار سهام، توجه ویژه‌ای به بررسی این رابطه در کشورهای در حال توسعه نداشته‌اند. مطالعه حاضر تلاش کرد به بررسی این موضوع پردازد که آیا در کشورهای در حال توسعه نیز حمایت قانونی از سهامداران، در کنار سایر عوامل مؤثر، نقش معنی‌داری در گسترش بازار سهام دارد یا خیر. به این منظور با استفاده از داده‌های ۴۶ کشور در حال توسعه، در دوره زمانی ۲۰۱۰-۲۰۰۶ و با استفاده از روش داده‌های پانل به بررسی تجربی رابطه افزایش حمایت قانونی از حقوق سهامداران اقلیت و گسترش بازار سهام پرداخته شد. نتایج تجربی این مطالعه حاکی از آن است که حمایت از سهامداران نقش معنی‌داری در گسترش بازار سهام دارد. نتایج تخمین مدل گویای آن است که در نمونه مورد بررسی این مطالعه، با یک واحد افزایش در شاخص حمایت از سهامداران (که دامنه‌ای بین صفر تا ۱۰ دارد) نسبت ارزش بازار سهام به GDP در حدود ۹/۵۴ درصد افزایش می‌یابد. این نتیجه می‌تواند دلالت‌های مهمی برای سیاست‌گذاران در کشورمان داشته باشد. انجام

اصلاحات قانونی در زمینه حمایت از سهامداران در ایران ضمن حفاظت از سهامداران به ویژه سهامداران اقلیت در برابر سوءاستفاده‌های احتمالی، می‌تواند گامی مثبت در جهت رسیدن به بازار سهام توسعه یافته‌تر محسوب شود.

منابع

1. Armour, John; Deakin, Simon; Sarkar, Prabirjit; Siems, Mathias; Singh, Ajit (2008); "***Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis***", World Economy & Finance Research Programme, Working Paper Series, WEF 0041.
2. Ben Naceur, S.; Ghazouani, S.; Omrani, M. (2007); "***The Determinants of Stock Market Development in the MENA Region***", Managerial Finance, 33 (7), pp: 477-489.
3. Billmeier, Andreas; Massa, Isabella (2009); "***What Drives Stock Market Development in Emerging Markets, Institutions, Remittances, or Natural Resources***", Emerging Markets Review 10, pp: 23-35.
4. Brockman, Paul; Chung, Dennis Y. (2008); "***Investor Protection, Adverse Selection, and the Probability of Informed Trading***", Review of Quantitative Finance and Accounting 30, pp: 111-131
5. Cherif, Monther; Gazdar, Kaothar (2010); "***Macroeconomic and Institutional Determinants of Stock Market Development in MENA Region: New Results from a Panel Data Analysis***", International Journal of Banking and Finance, Vol7, pp: 138-159.
6. Demirguç-Kunt, A.; Levine, R. (1996); "***Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts***", World Bank Economic Review 10, pp: 291-321.
7. Djankov, S.; La Porta, R.; Lopez de Silanes, F.; Shleifer, A. (2005); "***The Law and Economics of Self-Dealing***", NBER Working Paper, No. W11883.

8. Doing Business Report (2006); "***Creating Job***", A Copublication of the World Bank and the International Finance Corporation. pp: 84-85.
9. Garcia, V.F.; Liu, L. (1999); "***Macroeconomic Determinants of Stock Market Development***", Journal of Applied Economics 2, pp: 29–59.
10. Jensen, Michael; Meckling, William (1976); "***Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure***", Journal of Financial Economics 3, pp: 305-60.
11. Kai Li (2007); "***The Growth in Equity Market Size and Trading Activity: An International Study***", Journal of Empirical Finance 14, pp: 59–90.
12. La Porta, R.; Lopez-de-Silanes F.; Shleifer, A.; Vishny, R. (1999); "***Investor Protection: Origins, Consequences, Reform***", NBER Working Paper No.7428.
13. La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A.; Vishny, R. (1996); "***Law and Finance***", NBER Working paper No .5661.
14. La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A.; Vishny, R. (1997); "***Legal Determinants of External Finance***", Journal of Finance 52, pp: 1131–1150.
15. Pagano, M.; Volpin, P. (2006); "***Shareholder Protection, Stock Market Development, and Politics***", Journal of the European Economic Association 4, pp: 315-341.
16. Sarkar, Prabirjit; Singh, Ajit (2009); "***Law, Finance and Development Further Analyses of Longitudinal Data***", Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 387.
17. Yartey, C.A. (2008); "***The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different***", IMF Working Paper No. 08/32.
18. Zingales, Luigi (1994); "***The Value of the Voting Right: a Study of the Milan Stock Exchange Experience***", the Review of Financial Studies 7, pp: 125-48.