



Securities & Exchange Organization, Research, Development & Islamic Studies (RDIS)
Journal of Securities and Exchange, Winter 2022, V. 14, No.56, pp. 347-371

Developing a Conceptual Model to Supervise Stock Exchange Issuers: Adopting a Supportive Approach to Investors¹

Faranak Mafakherinia², Jafar Jamali³, Ali saeidi⁴

Received: 2021/08/14

Approved: 2021/10/30

Research Paper

Abstract

Supervision has an important role in reducing systematic risks in the capital market. Supervision and certainty for investors are among the most important areas for strengthening and developing the capital market. Transparency and certainty in respecting the investors' rights by the issuers are the concerns of those investing in different securities, including stocks and various types of Islamic securities (Sukuk). The greater the trust among the individuals in a society is, the more the desire for investment will be, and in return, the issuers' financial capabilities to launch investment projects as well as working capital financing will increase. Thus, the capital market will succeed in financing as its main mission. The purpose of this study is to develop a conceptual model to supervise stock exchange issuers on protecting investors' rights. The statistical population of this study covers all Iranian stock exchange issuers that 114 companies were selected randomly as statistical samples. Data were collected using a questionnaire. The structural equation model and the opinions of experts and professors were used to assess the construct validity and content validity, respectively. The validity of the model was measured by Amos software, and Chi-square test was used to determine the effect of the components of supervising the stock exchange issuers on protecting investors' rights. These components are corporate governance, audit quality, disclosure and transparency, confidential information monitoring, training activities, and financial literacy. The results showed that all components have a significant relationship with investors' rights protection except for financial literacy.

Keywords: Stock Exchange, Supervision of Stock Exchange Issuers, Investor Rights Protection, Confidential Information, Disclosure and Transparency.

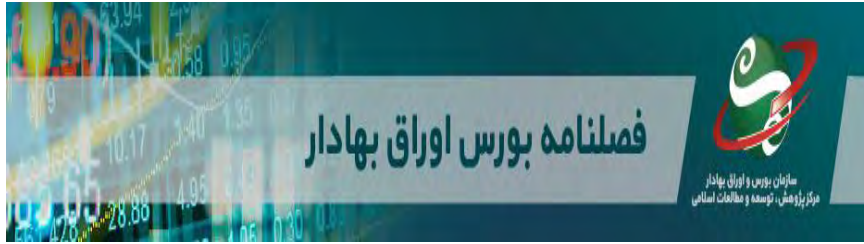
JEL Classification: G23, G30

1. DOI :10.22034/JSE.2021.11441.1601

2. Ph.D. Student, Department of Financial Law, Faculty of Financial Management, Science and Research Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (faranak.maf@gmail.com).

3. Assistant Professor, Department of Law, Electronic Campus Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (Corresponding Author), (jafar.jamali@gmail.com).

4. Associate Professor, Department of Accounting, North Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (ali_saeedi@yahoo.com).



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهاردهم، شماره ۵۶، زمستان ۱۴۰۰، صص ۳۷۱-۳۴۷

تدوین الگوی مفهومی نظارت بر ناشران بورس اوراق بهادار با رویکرد حمایت از حقوق سرمایه گذاران^۱

فرانک مفاخری نیا^۲، جعفر جمالی^۳، علی سعیدی^۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۵/۲۳

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۸/۰۸

مقاله پژوهشی

چکیده

نقش نظارت در کاهش ریسک‌های سیستماتیک در بازار سرمایه دارای اهمیت است. سرمایه گذاران در انواع اوراق بهادار شامل سهام و انواع اوراق بهادار اسلامی (صکوک) به شفافیت و اطمینان از رعایت حقوق سرمایه گذاران از سوی ناشران توجه دارند. هر چه این اعتماد در بین آحاد جامعه گسترش یابد، تمایل به سرمایه گذاری افزایش می یابد. هدف از این پژوهش، تدوین الگوی مفهومی نظارت بر ناشران بورس اوراق بهادار و حمایت از حقوق سرمایه گذاران است. جامعه آماری این پژوهش کلیه ناشران بورس اوراق بهادار ایران را شامل می شود که تعداد ۱۱۴ شرکت، به شیوه تصادفی ساده به عنوان نمونه‌ی آماری انتخاب شده است. داده‌های پژوهش با کمک ابزار پرسشنامه گردآوری شده است. برای سنجش روایی سازه از الگوی معادلات ساختاری و برای سنجش روایی محتوایی ابزار از نظرات استادان و صاحب نظران آگاه به موضوع استفاده شده است. برای تعیین اعتبار الگو از نرم افزار Amos و برای تعیین میزان تأثیر مؤلفه‌های نظارت بر ناشران بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه گذاران از آزمون کای دو بهره گرفته شده است. مؤلفه‌های نظارت بر ناشران بورس اوراق بهادار شامل: حاکمیت شرکتی، کیفیت حسابرسی، افشاء و شفافیت، نظارت بر اطلاعات نهانی، فعالیت‌های آموزشی و سواد مالی است. نتایج نشان می دهد که مؤلفه‌های نظارت بر ناشران بورسی، به غیر از سواد مالی رابطه معنی داری با حمایت از حقوق سرمایه گذاران دارد.

واژه‌های کلیدی: بورس اوراق بهادار، نظارت بر ناشران بورسی، حمایت از حقوق سرمایه گذاران، اطلاعات نهانی، افشاء و شفافیت.

طبقه‌بندی موضوعی: G23, G28, K22, N25

DOI: 10.22034/JSE.2021.11441.1601

۱. دانشجوی دکتری، گروه حقوق مالی، دانشکده مدیریت مالی، واحد علوم و تحقیقات تهران، دانشگاه آزاد اسلامی، ایران. (faranak.maf@gmail.com).

۲. استادیار، گروه حقوق، واحد الکترونیکی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول). (jafar.jamali@gmail.com).

۳. دانشیار، گروه حسابداری، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (ali_saeedi@yahoo.com).

مقدمه

نظارت در بازار سرمایه ایران یکی از موضوع‌های چالش‌برانگیزی بوده که از زمان تدوین قانون بازار اوراق بهادار و تأسیس سازمان بورس و اوراق بهادار، مطرح بوده است. نظارت در بازار سرمایه، پاسخگویی به مطالبات عمومی است و هر اندازه این نظارت‌ها دقیق‌تر باشد، بازار سرمایه بازار سالم‌تری خواهد بود و در نقطه مقابل، هر اندازه این نظارت‌ها کاهش پیدا کند، احتمال خارج شدن بازار از سلامت افزایش پیدا می‌کند. بنابراین فرآیند نظارت و مصادیق آن در بازارهای مالی در حال توسعه است که به صورت پیوسته، عنوان‌های جدیدی به آن افزوده می‌شود تا بر میزان استانداردها افزوده شود.

بدین ترتیب، بعضی اوقات روان بودن بازار یک روی سکه و روی دیگر آن نظارت بر بازار است، اما در این میان گروهی قائل به این هستند که برای روان‌تر کردن رویدادها در بازار سرمایه باید از سطح نظارت‌ها کاسته شود، ولی نباید فراموش شود کاهش سطح نظارت می‌تواند به رشد ریسک سیستماتیک کشیده شده و احتمال ورشکستگی، بی‌ثباتی در کل اقتصاد و ایجاد هزینه‌های گزاف، در ساختار کلی بازار مالی افزایش پیدا کند.

مبنای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازارهای اوراق بهادار، اطلاعاتی است که از سوی بورس‌ها، ناشران اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس و واسطه‌های فعال در این بازارها منتشر می‌شود. بهره‌گیری از این اطلاعات و به بیانی، تصمیم‌گیری صحیح در بازار اوراق بهادار زمانی امکان‌پذیر است که اطلاعات یادشده به موقع، مربوط، کامل و فهم‌پذیر باشند. از سوی دیگر، نوع و چگونگی دستیابی به اطلاعات دارای اهمیت است. چنانچه انتقال اطلاعات بین افراد نابرابر و نامتقارن باشد، می‌تواند نتایج متفاوتی را برای یک موضوع واحد، سبب شود (خدمای پور و قدیری، ۱۳۸۹).

تعیین ارزش شرکت، از جمله عوامل مهم در فرآیند سرمایه‌گذاری است. ارزش هر شرکت، با توجه به ارزش سهام آن قابل تعیین است. از این رو سرمایه‌گذاران با توجه به ارزش شرکت‌ها، اولویت خود را برای سرمایه‌گذاری مشخص می‌کنند (سینایی و دیگران ۱۳۹۰). از سوی دیگر مطالعات نشان داده است که سهام شناور آزاد شرکت‌ها با فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری که به ایجاد ارزش می‌انجامد نیز رابطه دارد. به گونه‌ای که با افزایش سهام شناور آزاد و قابلیت نقدشوندگی سهام، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد بهبود می‌یابند و شرکت‌های با سهام شناور آزاد بالاتر، از فرصت‌های رشد و ارزش بالاتری نیز برخوردارند (کریمی و همت فر، ۱۳۹۴).

انجام نظارت‌های مناسب توسط سهامداران، رفتار فرصت‌طلبانه و سودجویانه مدیران را محدودتر می‌کند، بنابراین کیفیت و قابلیت پشتیبانی گزارشگری مالی بهبود خواهد یافت، در نتیجه زمینه اعتماد بیشتر سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه فراهم می‌شود (پرگولا^۱، ۲۰۰۶). از جمله این ویژگی‌ها می‌توان به تمرکز مالکیت، وجود سهامدار دارای حق کنترل بر شرکت، مالکیت دولت، مالکیت سهامداران خارجی، وجود سهام ممتاز در ساختار سرمایه شرکت، برگزاری جلسه مجمع عمومی و ... اشاره کرد (صفرزاده ۱۳۹۲). مطابق پژوهش‌های شیفر و ویشنی^۲ (۱۹۹۷) و لاپورتا و دیگران^۳ (۲۰۰۰) حمایت از سرمایه‌گذاران، عامل کلیدی سازمانی مؤثر بر انتخاب سیاست‌های شرکت از قبیل حق رأی سهامداران و سیاست‌های نظام مالی بیان می‌شود. اگر حمایتی از سهامداران وجود نداشته باشد، افراد درون‌سازمانی^۴ می‌توانند سود شرکت را از طریق دست‌کاری اعداد حسابداری برابند (لئوز و همکاران^۵، ۲۰۰۳).

به باور پژوهش‌های انجام‌شده، نظارت سازمان بورس اوراق بهادار بر ناشران بورسی، موجب حمایت از حقوق سهامداران می‌شود، اما مطالعه‌ای که به صورت علمی این ارتباط را به صورت کاربردی نشان دهد در سطح کشور به میزان کافی انجام نشده و این به‌عنوان یک مسئله بیان شده است. این پژوهش می‌خواهد به پرسش‌های زیر پاسخ دهد:

- آیا مؤلفه‌های نظارت بر ناشران بورس اوراق بهادار بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد؟
- مؤلفه‌های نظارت بر ناشران بورسی چگونه بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد؟

مروری بر پیشینه پژوهش

لطفی و دیگران (۱۳۹۹) به بررسی چارچوب مقرراتی و چگونگی پیاده‌سازی اصل «رفتار عادلانه و منصفانه با صاحبان سهام از سوی ناشران» در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و نتایج حاکی از آن است که در پیاده‌سازی قوانین و مقررات موجود در حوزه حقوق

1. Pergola
2. Shleifer & Vishny
3. LaPorta et al
4. Insiders
5. Leuz et al

اساسی سهامداران در همه بخش‌ها، به جز تخصیص سود تقسیمی مجمع، پیاده‌سازی قوانین و مقررات تأیید شد. اما در بخش گزارش دهی دارندگان اطلاعات نهانی، مشکل جدی وجود داشته است.

شفیع‌زاده و حسینی (۱۳۹۸) به تبیین مدلی برای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران با تأکید بر سازه‌های حسابداری پرداختند و نتایج حاکی از آن است که شناسایی مؤلفه‌های حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران، سلامت اقتصادی جامعه و اعتماد عمومی را افزایش می‌دهد و به تحقق عدالت اقتصادی، تخصیص بهینه منابع، پیشگیری از فساد و سوءاستفاده‌های مالی، ارتقای شفافیت اطلاعاتی بازار سرمایه، توسعه بازار سرمایه، ایجاد بازار فعال، رقابت در اقتصاد، توسعه اقتصادی و پیشرفت صنعتی کمک می‌کند.

پرساکیس و اتری‌دیس^۱ (۲۰۱۶) در مطالعه بر روی کیفیت حسابداری، حمایت از سرمایه‌گذاران و مدیریت سود در دوران بحران مالی ۲۰۰۸ پرداختند. نتایج نشان می‌دهد: اول اینکه، تمامی معیارهای کیفیت حسابداری شرکت‌ها به‌طور مثبت و معناداری با عوامل نهادی محافظه سرمایه‌گذاران در ارتباط است. دوم، کیفیت حسابداری در دوران بحران مالی نسبت به دوره‌های دیگر پایین‌تر است. سوم، کیفیت حسابداری برای شرکت‌هایی با حمایت سرمایه‌گذاران بالا و قوانین محکم‌تر، قوی‌تر است.

حمیدیان و تقی‌زاده (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان، کیفیت حسابداری، حمایت از سرمایه‌گذاران و مدیریت سود در دوران بحران مالی، بیان کردند که بین دوران بحران مالی و حمایت از سرمایه‌گذاران با کیفیت حسابداری شرکت رابطه وجود دارد. ضمن اینکه، حمایت از سرمایه‌گذاران این ارتباط را تراز می‌کند. علاوه بر این، بین حمایت از سرمایه‌گذاران و کیفیت حسابداری با کیفیت سود شرکت رابطه وجود دارد. بیشتر اینکه، حمایت از سرمایه‌گذاران اثر تعدیلی بر این ارتباط نیز دارد.

دریائی و شهرابی (۱۳۹۷) به بررسی نقش تعدیل‌گر مالکیت دولتی بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت پرداختند و نتایج پژوهش بیانگر تأثیر معنادار مالکیت دولتی بر مدیریت سود واقعی شرکت‌ها و تأثیر مثبت معنادار مدیریت سود واقعی بر عملکرد آینده شرکت‌ها است.

1. Persakis, & Iatridisa

اسعدی و ایمان طلب (۱۳۹۷) به بررسی رابطه سهام شناور آزاد با بازدهی، نقد شوندگی و ارزش شرکت‌ها پرداختند و نتایج نشان داد که رابطه بین سهام شناور آزاد و بازدهی سهام مثبت و معنادار است.

رابطه مثبت و معنادار سهام شناور آزاد با نقد شوندگی سهام تأیید شد. همچنین با وجود معنادار نبودن مقدار آماره بازده دارایی‌ها، معناداری کل مدل رگرسیونی تأیید شد و نتیجه اینکه رابطه مثبت و معناداری بین سهام شناور آزاد با ارزش شرکت‌ها وجود دارد.

لاله ماژین و دیگران (۱۳۹۶) به تأثیر مالکیت دولتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و نتایج پژوهش بیانگر وجود رابطه مستقیم و معنادار بین مالکیت دولتی و عملکرد شرکت است.

صفرزاده (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر رعایت حقوق سهامداران بر کیفیت سود پرداخت، ویژگی‌های مورد مطالعه برای حقوق سهامداران در این پژوهش شامل: تمرکز مالکیت، وجود سهامدار دارای حق کنترل بر شرکت، سهامداری یا مالکیت دولت، معامله با اشخاص وابسته و وجود دعاوی قانونی علیه شرکت هستند. در حضور متغیرهای کنترلی همچون اندازه شرکت، اهرم مالی، جریان‌های نقدی عملیاتی و انتظارات رشد سودآوری آتی، پژوهشگر دریافت که شاخص معرفی شده برای حقوق سهامداران با معیارهای پایداری سود، هموارسازی سود و محافظه‌کاری سود، ارتباط منفی معنادار و با معیار به موقع بودن سود، ارتباط مثبت معنادار داشته، اما با معیارهای کیفیت ارقام تعهدی، قابلیت پیش‌بینی سود و ارتباط ارزشی سود ارتباط معناداری ندارد. علاوه بر این با جداسازی شاخص حقوق سهامداران به اجزای تشکیل‌دهنده، توان روشن‌سازی مدل‌ها، از نوسان‌پذیری بیشتری برخوردار خواهد بود.

کاشانی پور و دیگران (۱۳۹۶) به بررسی تأثیر مکانیسم‌های راهبری شرکتی بر تأخیر گزارشگری مالی میان‌دوره‌ای: مطالعه مورد بورس اوراق بهادار پرداختند و نتایج این پژوهش حاکی از آن است که در دوره پژوهش مکانیسم‌های راهبری شرکتی بر تأخیر در گزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، تأثیری ندارند. تنها متغیری که بر دیرکرد گزارشگری این شرکت‌ها تأثیر داشته، متغیر کنترلی اندازه شرکت بوده که این اثر منفی است.

رازالی و آرشاد^۱ (۲۰۱۴) به پژوهشی با عنوان افشاء ساختار حاکمیت شرکتی و احتمال گزارشگری متقلبانه پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که حاکمیت شرکتی قوی تر احتمال کاهش تقلب در صورت‌های مالی را کاهش می‌دهد، همچنین نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که با افزایش کارایی حاکمیت شرکتی میزان اعتبار صورت‌های مالی افزایش می‌یابد.

قدرتی و فیضی (۱۳۹۴) به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر میزان مدیریت سود در بازار بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و نتایج نهایی آزمون‌های آن‌ها حاکی از عدم تأثیرگذاری نسبت سرمایه‌گذاران نهادی، نسبت مدیران غیرموظف در ترکیب هیئت‌مدیره، وجود مدیرعامل شرکت به‌عنوان رئیس یا نایب‌رئیس هیئت‌مدیره و وجود حسابرسی داخلی بر میزان مدیریت سود، است.

ابراهیمی و دیگران (۱۳۹۶) در مقاله‌ای تحت عنوان تأثیر کیفیت حسابرسی و رعایت حقوق سهامداران بر احتمال گزارشگری متقلبانه، به این نتیجه رسید که با افزایش کیفیت حسابرسی احتمال تقلب و میزان مدیریت سود کاهش می‌یابد، همچنین نتایج پژوهش بیانگر رابطه منفی و معناداری بین رعایت حقوق سهامداران و احتمال گزارشگری متقلبانه است.

جیراساکولدش و دیگران^۲ (۲۰۱۱) مطالعه‌ای در زمینه افشای مالی، حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و رفتار بازار سهام انجام دادند. نتایج نشان داد که تفاوت معناداری بین کشورهای با شفافیت زیاد یا کم وجود ندارد. با این حال، به نظر می‌رسد کشورهای با افشای زیاد، در بازار سهام نوسان‌های کمتری دارند. همچنین بازده غیرعادی (مثبت یا منفی) در کشورهای با شفافیت کم محتمل‌تر است.

شفیع‌زاده و دیگران (۱۳۹۷) در مقاله‌ای تحت عنوان، نقش گزارشگری مالی، شفافیت و راهبری شرکتی در حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران به این نتیجه رسیدند که در حوزه گزارشگری مالی و قابلیت اتکا، صورت‌های مالی و اثربخش بودن اطلاعات و در حوزه راهبری شرکتی، ترکیب سهامداران و رعایت مکانیسم‌های راهبری شرکتی به‌صورت محتوایی، از مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران هستند. بنابراین، تقویت محتوای گزارش‌ها و نحوه افشای اطلاعات، تقویت قوانین و مقررات راهبری شرکتی، تقویت و ناگزیری در رعایت معاملات با اشخاص وابسته و بهبود مکانیسم‌های پاسخگویی به سرمایه‌گذاران موجب افزایش حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران می‌شود.

1. Razali & Arshad

2. Jirasakuldech et al

نجفی فراشاه و دیگران (۱۳۹۶) در مقاله‌ای تحت عنوان، طراحی قواعد مطلوبیت‌زا برای شفافیت شرکتهای ناشران پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، به این نتیجه رسیدند که استفاده از رویکرد تشویقی و مطلوبیت‌زایی در کنار رویکرد تنبیهی می‌تواند باعث پیشرفت کمی و کیفی شفافیت بازار سرمایه شود.

خلیلی عراقی و بهروزی زاد (۱۳۸۸) در مقاله‌ای به بررسی اثرات شفافیت اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه‌گذار در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و انجام آزمون‌های آماری نشان داد که شفافیت اطلاعات مالی، همبستگی مثبت معناداری با رفتار سرمایه‌گذار دارد و می‌توان با بهبود شفافیت اطلاعات مالی، موجب افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران نسبت به بورس شده و زمینه لازم برای افزایش سرمایه‌گذاری آنان در بورس را فراهم کرد.

قالمق و دیگران (۱۳۹۵) در مقاله‌ای به تأثیر سواد مالی بر تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها، حاکی از این است که بین میزان سواد مالی سرمایه‌گذاران و تورش‌های رفتاری آن‌ها رابطه معناداری در جهت مثبت وجود دارد.

اسلامی و کریم‌خانی (۱۳۹۵) در مقاله‌ای تحت عنوان، سواد مالی، زمینه‌های سیاسی اقتصادی پیدایش و جایگاه آن در اقتصاد بازار، به‌اشکافی و فهم ابعاد مختلف سواد مالی پرداختند و تلاش کردند زمینه‌های سیاسی و اقتصادی منجر به پیدایش این مفهوم تبیین شده و ارتباط آن را با سایر زمینه‌های نظری مانند نئولیبرالیسم، اقتصاد بازار، بازار کارا و غیره توضیح داده‌اند.

جمالی و دیگران (۱۳۹۴) در مقاله‌ای تحت عنوان بازشناسی اطلاعات نهانی و قلمروی آن در نظام حقوقی ایران بیان کردند که وجه افتراق اطلاعات نهانی مهم در افشا نشدن اطلاعات نهانی است و در خصوص تمایز با اطلاعات درونی می‌توان به دامنه‌ی اطلاعاتی اشاره کرد که اخبار کارساز بر قیمت و تصمیم سرمایه‌گذاران را دربر می‌گیرد. از آنجایی که اثر شایعه‌ها بر قیمت و تصمیم سرمایه‌گذاران امری محتمل و سرچشمه اطلاعات نهانی علم است، این اطلاعات نهانی با شایعه‌ها و احتمال‌ها، دو مقوله‌ی جدا محسوب می‌شوند.

آند^۱ (۲۰۱۰) به بررسی مقررات اوراق بهادار در ریسک سیستماتیک پرداخت و نتایج بیانگر آن است که آشکارشدن کامل اطلاعات می‌تواند از ریسک سیستماتیک جلوگیری کند.

ادبیات و چارچوب نظری پژوهش

بعد از بحران مالی ۲۰۰۸ سطح نظارت و قوانین نظارتی در همه اقتصادها توسعه پیدا کرد، زیرا سیاست‌گذاران به این نتیجه رسیدند که یکی از علل بحران، کاهش همین نظارت‌ها و مقررات زدایی‌ها بوده است. به همین خاطر در کشورهای توسعه یافته افزایش نظارت‌ها، به‌عنوان یکی از خواسته‌های عمومی و سرمایه‌گذاران تبدیل شد و نهادهای ناظر به دنبال این هستند که سطح نظارت و کیفیت نظارت را توسعه بدهند. در بین کشورها، تعداد اندکی مانند کانادا، استرالیا و سنگاپور کمترین اثرات را از بحران مالی دیدند و بعد از آن، نهادهای بین‌المللی به این نتیجه رسیدند که سطح توسعه یافتگی اقتصاد به تنهایی به مقاوم شدن در مقابل بحران کمک نمی‌کند، بلکه کیفیت نظارت بر بازارهای مالی است که در این کشورها کارساز بوده است.

قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ و قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید مصوب ۱۳۸۸ در راستای ایجاد و استقرار یک ساختار نظام‌مند، شفاف، منصفانه و کارا، وظایف و اختیاراتی را به سازمان بورس و اوراق بهادار واگذار کرده تا بر فعالان این بازار نظارت کرده و فعالیت‌های اشخاص تحت نظارت خویش را رصد و کنترل کند.

این اشخاص بیشتر شامل ناشران اوراق بهادار و نهادهای مالی می‌شود که در چارچوب سیاست پیشگیرانه، ضرورت دارد قبل از هرگونه اقدام حقوقی توسط سازمان، با آشنایی و تسلط کامل بر قوانین و مقررات حوزه فعالیت خویش مانع وقوع هرگونه تخلف از قوانین و مقررات شوند.

مطابق مقررات مربوط به آشکارشدن اطلاعات، کلیه ناشران ثبت‌شده نزد سازمان یا پذیرفته‌شده در بورس یا فرابورس ناگزیر به ارائه اطلاعات لازم به فعالان بازار سرمایه هستند، به‌نحوی که کلیه اشخاص جامعه، در وضعیتی یکسان نسبت به آگاهی از اطلاعات مربوط به ناشر اوراق بهادار یا معاملات و تصمیمات وی، قرار گیرند.

سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار^۱ در نشریه‌ای با عنوان «اهداف و اصول پایه‌ای تنظیم مقررات اوراق بهادار»^۲ که در سال ۱۹۹۸ منتشر و در ۲۰۰۳ دوباره چاپ شد، بیان می‌کند که سه هدف عمده تدوین مقررات خوب بازار اوراق بهادار عبارت‌اند از: الف) حمایت از سرمایه‌گذار؛ ب) اطمینان بخشی به منصف، کارا و شفاف بودن بازارها؛ ج) کاهش ریسک سیستماتیک.

1. The International Organization of Securities Commissions (IOSCO)
2. Objectives and Principles of Securities Regulation

آیسکو در نشان دادن هدف اول بیان می‌کند که حمایت از سرمایه‌گذاران به این معناست که «سرمایه‌گذاران باید در مقابل هرگونه اقدام گمراه‌کننده، دست‌کاری بازار، تقلب و فریبکاری شامل معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی انجام معاملات قبل سفارش 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 توانمند می‌سازد که 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 به‌عنوان یکی از پایه‌های مهم افشای کامل اطلاعات پیشنهاد می‌شود. از موارد ضروری دیگر در این رابطه، 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 رعایت نکردن قوانین، استانداردها و تعهدها از سوی هر شخص حقیقی یا حقوقی، باید به نحوی زیان وارده بر سرمایه‌گذاران ارزیابی و جبران شود و سرمایه‌گذاران در چنین مواردی باید به دادگاه یا مرجع بی‌طرف و سازوکار عادلانه دسترسی کامل و آسان داشته باشند (IOSCO, 2009).

از طرف دیگر، هدف عمده اصل حمایت از سرمایه‌گذار که رسالت بزرگ 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 اتکاپذیر در بازار اوراق بهادار است. به‌بیان‌دیگر، برنامه‌های حمایت از سرمایه‌گذاران برای اطمینان بخشی به این موضوع به کار برده می‌شوند که سرمایه‌گذاران از اصول عملیات و فرایند کسب‌وکار در بازارهای مالی و به همان اندازه از ریسک‌های مربوط به فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، آگاهی کافی دارند. بنابراین، اطمینان از توانایی نهادهای سرمایه‌گذاری در انجام وظایف خود و انجام عملیات سازگار با اصول منظم و اتکاپذیر بازار اوراق بهادار، در چارچوب طرح حمایت از سرمایه‌گذار قرار می‌گیرد (جعفری سرشت، ۱۳۸۸).

با توجه به پیشینه بررسی شده طراحی چارچوبی برای بررسی ارتباط بین متغیرهای پژوهش با حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران اهمیت خاصی دارد. این متغیرها عبارت‌اند از:

افشا و شفافیت: افشا عبارت است از انتشار اطلاعات مهم و تأثیرگذار بر بازار. شفافیت را می‌توان سادگی و سهولت تحلیل معنادار فعالیت‌های شرکت و بنیادهای اقتصادی آن توسط فرد خارج از شرکت تعریف کرد. شفافیت، شاخص توان مدیریت در ارائه اطلاعات ضروری به شکل صحیح،

روشن، به موقع و در دسترس است، به خصوص اطلاعات حساسی شده که هم به شکل گزارش‌ها عمومی و هم از طریق انعکاس در رسانه‌های گروهی و سایر روش‌ها منتشر شده باشد. به عبارتی شفافیت منعکس‌کننده این مطلب است که آیا سرمایه‌گذاران تصویری واقعی از آنچه به راستی در داخل شرکت روی می‌دهد دارند یا خیر؟ بنابراین افشا و شفافیت درهم تنیده هستند.

کیفیت حساسی: کیفیت حساسی، ارزیابی و استنباط بازار از احتمال توانایی حسابرسان در کشف تحریف‌های بااهمیت در صورت‌های مالی و یا سیستم حسابداری صاحب کار و گزارش تحریف‌های بااهمیت کشف شده است.

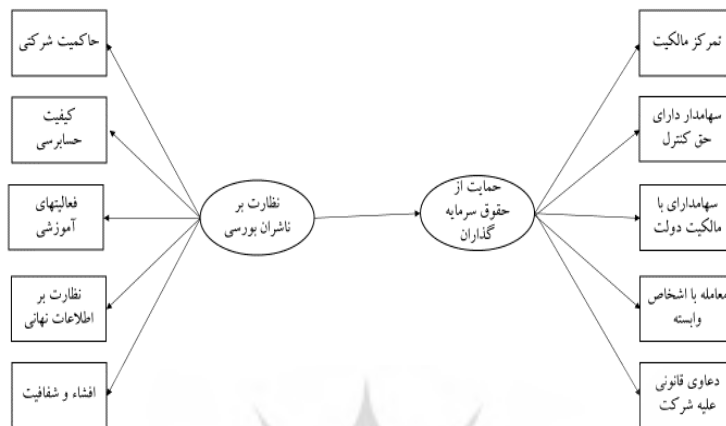
سواد مالی: توانایی یک فرد در استفاده از دانش و مهارتش برای مدیریت اثربخش منابع مالی خود به منظور امنیت مالی در طول عمر است. امروزه به صورت جهانی پذیرفته شده که سواد مالی یک جزء مهم در ثبات و توسعه مالی و اقتصادی است.

حاکمیت شرکتی: شامل مجموعه‌ای از روابط بین مدیریت شرکت، هیئت‌مدیره، سهامداران و ذی‌نفعان دیگر است. علاوه بر آن، ساختاری ارائه می‌کند که از طریق آن، اهداف شرکت، ابزار دستیابی به آن، اهداف و نظارت بر عملکرد شرکت تعیین می‌شود.

فعالیت‌های آموزشی: به موجب ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار، سازمان مکلف به گرفتن تدابیر لازم برای پیشگیری از وقوع تخلفات در بازار و گرفتن تدابیر ضروری و انجام اقدام‌های لازم به منظور حمایت از حقوق و منافع سرمایه‌گذاران در بازار اوراق بهادار است. پس باید اقدام‌های آموزشی در جهت انجام این مهم صورت پذیرد. گروه‌های هدف این آموزش‌ها بسیار گسترده بوده و تمام فعالان بازار و مجریان قانون را شامل می‌شود. سرمایه‌گذار آموزش‌دیده کم‌تر گرفتار شایعات می‌شود و توسط اطلاعات نهانی گمراه نمی‌شود. همچنین فعالان بازار که چنانچه از عواقب اداری، مدنی و کیفری این گونه اعمال آگاه باشند، گرفتار آن‌ها نخواهند شد. پیچیدگی‌های مربوط به معاملات بازار و همچنین دعاوی مرتبط با جرائم آن نیز ضرورت دارد که قاضیان دادگاه‌ها و دادرها آموزش‌های جامعی در این خصوص دریافت دارند تا شاهد صدور آراء متناسب از سوی آنان باشیم (www.Seo.ir).

نظارت بر اطلاعات نهانی: هرگونه اطلاعات افشاء نشده برای عموم که به‌طور مستقیم و یا غیرمستقیم به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر آن مربوط می‌شود و در صورت انتشار، بر قیمت و یا تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله اوراق بهادار مربوط تأثیر می‌گذارد (ماده ۱، بند ۳۲) قانون بازار اوراق بهادار).

از این رو در مطالعه حاضر با بهره‌گیری از نظریات صاحب‌نظرانی مانند صفرزاده (۱۳۹۲) و شفیع‌زاده و دیگران (۱۳۹۷) الگوی مفهومی پژوهش به صورت زیر طراحی شده است.



نمودار ۱. الگوی مفهومی پژوهش

پرسش‌های پژوهش

- پرسش اول: آیا افشاء و شفافیت شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد؟
- پرسش دوم: آیا فعالیت‌های آموزشی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد؟
- پرسش سوم: آیا نظارت بر اطلاعات نهانی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد؟
- پرسش چهارم: آیا سواد مالی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد؟
- پرسش پنجم: آیا حاکمیت شرکتی، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد؟
- پرسش ششم: آیا کیفیت حسابرسی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد؟

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش برحسب هدف کاربردی و بر اساس شیوه‌ی گردآوری داده‌ها، توصیفی و از نوع پیمایشی است. جامعه آماری این پژوهش دربرگیرنده کلیه شرکت‌های ناشر در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش نمونه‌ای به حجم ۱۱۴ شرکت ناشر در بورس اوراق بهادار بر اساس معیارهای زیر انتخاب شده است:

- ✓ شرکت قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و نام آن تا پایان سال ۱۳۹۸ از فهرست شرکت‌های یادشده حذف نشده باشد.
 - ✓ به منظور افزایش توان هم‌سنجی و همسان‌سازی شرایط شرکت‌های انتخاب، سال مالی شرکت‌ها باید به پایان اسفندماه هر سال منتهی شود.
 - ✓ شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها برای محاسبه متغیرهای اولیه صورت‌های مالی ناقص بوده‌اند از نمونه حذف شده‌اند.
 - ✓ شرکت‌ها نباید توقف فعالیت داشته و دوره فعالیت خود را تغییر داده باشند.
- جمع‌آوری اطلاعات موردنیاز از دو روش کتابخانه‌ای و میدانی انجام شد. از روش کتابخانه‌ای برای تدوین مبانی نظری و پیشینه پژوهش و از روش میدانی، با کمک ابزار پرسش‌نامه داده‌های اولیه مربوط به نمونه آماری گردآوری شد. برای سنجش مؤلفه‌های نظارت بر ناشران بورسی از پرسشنامه استفاده شده است که برای روایی سازه از الگوی معادلات ساختاری و برای سنجش روایی محتوایی ابزار از نظرات استادان و صاحب‌نظران آگاه به موضوع استفاده شده است. همچنین پایایی ابزار پرسش‌نامه با استفاده از ضریب آلفای کرونباخ بدست آمد. ضرایب آلفای کرونباخ محاسبه شده برای متغیرهای پژوهش در جدول ۱ ارائه می‌شود.

جدول ۱. ضرایب آلفای کرونباخ محاسبه شده متغیرهای پژوهش

آلفای کرونباخ	همبستگی کل متغیرها	واریانس مقیاس	میانگین مقیاس
۰/۷۹۲	۰/۶۲۲	۱۶/۲۶	۱۴/۷۳
۰/۶۹۱	۰/۶۵۵	۱۵/۴۰	۱۴/۴۸
۰/۶۹۶	۰/۶۰۴	۱۵/۳۲	۱۴/۸۵
۰/۸۱۰	۰/۵۰۰	۱۶/۳۹	۱۶/۳۵
۰/۷۰۲	۰/۶۰۲	۱۵/۲۲	۱۵/۰۶
۰/۷۱۱	۰/۵۵۵	۱۴/۹۹	۱۵/۰۶

منبع: یافته‌های پژوهش

بر اساس جدول ۱ ملاحظه می‌شود ضریب آلفای کرونا با ۰/۷ خواهد بود که بیانگر پایایی بالای ابزار پرسش‌نامه است. همچنین به پیروی از پژوهش صفرزاده (۱۳۹۲)، برای اندازه‌گیری حمایت از سرمایه‌گذاران به هر کدام از ابعاد امتیاز صفر و یک (با توجه به تعریف عملیاتی انجام‌شده) اختصاص یافته و از جمع زدن این امتیازها نمره مربوط به هر شرکت در هر سال محاسبه می‌شود.

مؤلفه‌های مرتبط با حقوق سرمایه‌گذاران در ایران به شرح جدول ۲ است:

جدول ۲. مؤلفه‌های مرتبط با حمایت از سرمایه‌گذاران در ایران

نام مؤلفه	تعریف عملیاتی
تمرکز مالکیت	ابتدا میانگین درصد سهام شاور آزاد شرکت‌های نمونه در هر سال محاسبه می‌شود. در صورتی که درصد سهام شاور آزاد یک شرکت از میانگین بیشتر باشد، به آن شرکت عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک اختصاص می‌یابد.
وجود سرمایه‌گذاران دارای حق کنترل	در صورت عدم وجود سهامدار دارای حق رأی کنترل، به آن شرکت عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک اختصاص می‌یابد.
میزان سهامداری یا مالکیت دولت	ابتدا میانگین درصد مالکیت دولت در شرکت‌های نمونه برای هر سال محاسبه می‌شود. در صورتی که درصد مزبور برای یک شرکت از میانگین کمتر باشد، به آن شرکت عدد صفر و در غیر این صورت به آن شرکت عدد یک اختصاص می‌یابد.
معامله با اشخاص وابسته	ابتدا میانگین نسبت مبلغ معاملات بین شرکت و اشخاص وابسته به مبلغ فروش برای کلیه شرکت‌های نمونه در هر سال محاسبه می‌شود. در صورتی که این نسبت برای یک شرکت از عدد میانگین بیشتر باشد به آن شرکت عدد صفر و در غیر این صورت به آن شرکت عدد یک اختصاص می‌یابد.
وجود دعاوی قانونی علیه شرکت	در صورت وجود دعاوی قانونی علیه شرکت در ۳ سال گذشته، به آن شرکت عدد صفر و در غیر این صورت به آن شرکت عدد یک اختصاص می‌یابد.

یافته‌های پژوهش

تحلیل توصیفی داده‌ها اولین گام در تحلیل آماری، تعیین مشخصات خلاصه‌شده داده‌ها و محاسبه شاخص‌های توصیفی است. هدف از این تحلیل، شناخت روابط درونی متغیرها و نشان دادن رفتار آزمودنی‌هاست تا مقدمات تحلیل آماری فراهم‌شده و خصوصیات توصیفی برای تحلیل بیشتر آشکار شود. جدول ۳ نشان‌دهنده اندازه شاخص‌های آمار توصیفی برحسب مؤلفه‌های حقوق سرمایه‌گذاران است. که بیشترین میانگین مربوط به وجود دعاوی قانونی علیه شرکت با ۰/۶۳ است.

جدول ۳. اندازه شاخص‌های آمار توصیفی بر حسب مؤلفه‌های حقوق سرمایه‌گذاران

انحراف معیار	میانگین	شاخص آمار توصیفی نام مؤلفه
۰/۵۰۲	۰/۵۲	تمرکز مالکیت
۰/۴۹۷	۰/۵۷	وجود سهامدار دارای حق کنترل
۰/۴۹۸	۰/۴۴	میزان سهامداری با مالکیت دولت
۰/۴۸۹	۰/۶۱	معامله با اشخاص وابسته
۰/۴۸۵	۰/۶۳	وجود دعاوی قانونی علیه شرکت
۱/۴۳۹۲۴	۲/۷۷۱۹	شاخص کل حقوق سرمایه‌گذاران

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول ۴ نشان‌دهنده اندازه شاخص‌های آماری توصیفی بر حسب مؤلفه‌های نظارت بر ناشران بورسی است که بیشترین میانگین مربوط به نظارت بر اطلاعات نهانی است.

جدول ۴. اندازه شاخص‌های آمار توصیفی بر حسب مؤلفه‌های نظارت بر ناشران بورسی

انحراف معیار	میانگین	شاخص آمار توصیفی نام مؤلفه
۰/۴۵۵۸۷	۲/۸۴۵۰	سواد مالی
۰/۳۴۰۴۲	۳/۱۳۸۳	حاکمیت شرکتی
۰/۶۶۱۶۰	۳/۰۷۸۳	افشاء و شفافیت
۰/۶۵۳۵۶	۳/۰۵۰۰	کیفیت حسابرسی
۰/۹۲۴۲۵	۳/۲۵۵۰	نظارت بر اطلاعات نهانی
۰/۷۰۹۴۱	۳/۱۲۸۳	فعالیت‌های آموزشی

منبع: یافته‌های پژوهش

تحلیل یافته‌ها

پرسش اول: آیا افشاء و شفافیت شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد؟

برای تعیین اثر گذاری متغیر افشاء و شفافیت شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران از آزمون کای دو نوع استقلال استفاده شده است. نتایج به‌دست آمده از این آزمون در جدول ۵ ارائه می‌شود.

جدول ۵. نتایج آزمون کای دو در مورد ارتباط بین افشاء و شفافیت شرکت‌های ناشر بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران

متغیر	کای دو	درجه آزادی	سطح معنی‌داری
افشاء و شفافیت	۱۷/۴۸۳	۱	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

چنانچه جدول ۵ نشان می‌دهد، از آنجا که سطح معنی‌داری آزمون برای متغیر افشاء و شفافیت کم‌تر از ۵ درصد است، می‌توان گفت که افشاء و شفافیت شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد.

پرسش دوم: آیا فعالیت‌های آموزشی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد؟

برای تعیین اثر گذاری متغیر فعالیت‌های آموزشی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران از آزمون کای دو نوع استقلال استفاده شده است. نتایج به‌دست آمده از این آزمون در جدول ۶ ارائه می‌شود.

جدول ۶. نتایج آزمون کای دو در مورد ارتباط بین فعالیت‌های آموزشی شرکت‌های ناشر بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران

متغیر	کای دو	درجه آزادی	سطح معنی‌داری
فعالیت‌های آموزشی	۷/۷۵۷	۱	۰/۰۰۵

منبع: یافته‌های پژوهش

چنانچه جدول ۶ نشان می‌دهد، از آنجا که سطح معنی‌داری آزمون برای متغیر فعالیت‌های آموزشی کم‌تر از ۵ درصد است، می‌توان گفت که فعالیت‌های آموزشی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد.

پرسش سوم: آیا نظارت بر اطلاعات نهانی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد؟

برای تعیین اثر گذاری نظارت بر اطلاعات نهانی شرکت های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه گذاران از آزمون کای دو نوع استقلال استفاده شده است. نتایج به دست آمده از این آزمون در جدول ۷ ارائه می شود.

جدول ۷. نتایج آزمون کای دو در مورد ارتباط بین نظارت بر اطلاعات نهانی شرکت های ناشر بر حمایت از حقوق سرمایه گذاران

متغیر	کای دو	درجه آزادی	سطح معنی داری
نظارت بر اطلاعات نهانی	۱۶/۳۹۴	۱	۰/۰۰۰

منبع: یافته های پژوهش

چنانچه جدول ۷ نشان می دهد، از آنجا که سطح معنی داری آزمون برای متغیر نظارت بر اطلاعات نهانی کم تر از ۵ درصد است، می توان گفت که نظارت بر اطلاعات نهانی شرکت های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه گذاران تأثیر می گذارد.

پرسش چهارم: آیا سواد مالی شرکت های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه گذاران تأثیر می گذارد؟

برای تعیین اثر گذاری سواد مالی شرکت های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه گذاران از آزمون کای دو نوع استقلال استفاده شده است. نتایج به دست آمده از این آزمون در جدول ۸ ارائه می شود.

جدول ۸. نتایج آزمون کای دو در مورد ارتباط بین سواد مالی شرکت های ناشر بر حمایت از حقوق سرمایه گذاران

متغیر	کای دو	درجه آزادی	سطح معنی داری
سواد مالی	۲/۳۳۹	۱	۰/۱۲۶

منبع: یافته های پژوهش

چنانچه جدول ۸ نشان می دهد، از آنجا که سطح معنی داری آزمون برای متغیر سواد مالی بیشتر از ۵ درصد است، می توان گفت که سواد مالی شرکت های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه گذاران تأثیر نمی گذارد.

پرسش پنجم: آیا حاکمیت شرکتی، بر حمایت از حقوق سرمایه گذاران تأثیر می گذارد؟

برای تعیین اثرگذاری حاکمیت شرکتی، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران از آزمون کای دو نوع استقلال استفاده شده است. نتایج به‌دست‌آمده از این آزمون در جدول ۹ ارائه می‌شود.

جدول ۹. نتایج آزمون کای دو در مورد ارتباط بین حاکمیت شرکتی بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران

متغیر	کای دو	درجه آزادی	سطح معنی‌داری
حاکمیت شرکتی	۲۴/۰۴۸	۱	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

چنانچه جدول ۹ نشان می‌دهد، از آنجا که سطح معنی‌داری آزمون برای متغیر حاکمیت شرکتی کم‌تر از ۵ درصد است، می‌توان گفت که حاکمیت شرکتی، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد.

پرسش ششم: آیا کیفیت حسابرسی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد؟

برای تعیین اثرگذاری کیفیت حسابرسی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران از آزمون کای دو، نوع استقلال استفاده شده است. نتایج به‌دست‌آمده از این آزمون در جدول ۱۰ ارائه می‌شود.

جدول ۱۰. نتایج آزمون کای دو در مورد ارتباط بین کیفیت حسابرسی شرکت‌های ناشر بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران

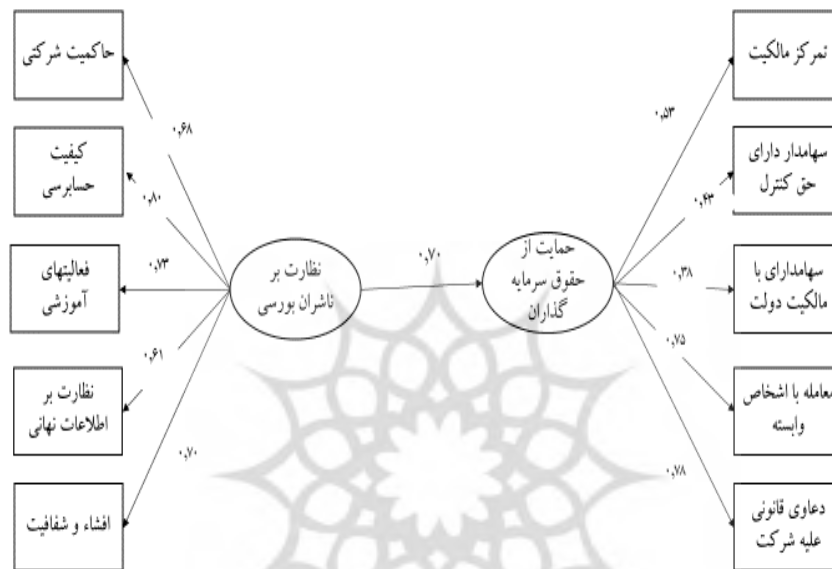
متغیر	کای دو	درجه آزادی	سطح معنی‌داری
کیفیت حسابرسی	۴/۹۶۳	۱	۰/۰۲۶

منبع: یافته‌های پژوهش

چنانچه جدول ۱۰ نشان می‌دهد، از آنجا که سطح معنی‌داری آزمون برای متغیر کیفیت حسابرسی کم‌تر از ۵ درصد است، می‌توان گفت که کیفیت حسابرسی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد.

تدوین الگوی مفهومی نظارت بر ناشران بورس اوراق بهادار با رویکرد حمایت از سرمایه‌گذاران

برای تعیین ارتباط بین مؤلفه‌های نظارت بر ناشران بورسی بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و چگونگی تأثیر، از روش تحلیل مسیر با استفاده از نرم‌افزار AMOS بهره گرفته شده است. نتایج به دست آمده در نمودار ۲ نشان داده می‌شود.



نمودار ۲. خروجی نرم‌افزار AMOS جهت تعیین ارتباط متغیرهای پژوهش

بر اساس الگوی نظارت بر ناشران بورسی بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران در سطح 0.70 درصد تأثیر دارد. نظارت بر اطلاعات نهانی بیشترین تأثیر را (0.61 درصد)، نسبت به سایر عوامل، بر نظارت بر ناشران بورسی را دارد. همچنین تمرکز مالکیت (0.53 درصد) بیشترین تأثیر را بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران را دارد. در نهایت اینکه جدول 11 و 12 اعتبار الگو را نشان می‌دهند. از آنجاکه مقدار الگوی تعریف شده بر اساس جدول شاخص برازش اصلاح شده (NFI) بالای 0.70 درصد و نزدیک به یک است و بر اساس جدول میانگین مجذورات خطای برآورد (RMSEA) نزدیک به صفر و از 0.1 به پایین است، از این رو اعتبار الگو تأیید می‌شود.

جدول ۱۱. برازش مقایسه‌ای

نوع الگو	CFI	TLI Rho2	IFI Delta2	RFI Rho1	NFI Delta1
الگوی تعریف شده	۰,۸۰۱	۰,۷۰۴	۰,۸۰۴	۰,۸۲۰	۰,۷۳۲
الگوی ایستا	۱,۰۰۰		۱,۰۰۰		
الگوی وابسته	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول ۱۲. میانگین مجدد خطاهای الگو

الگو	PCLOSE	HI90	LO90	RMSEA
الگوی تعریف شده	۰,۱۱۵	۰,۰۷۲	۰,۰۴۲	۰,۰۶۱
الگوی وابسته	۰,۰۰۰	۰,۱۳۵	۰,۱۱۱	۰,۱۲۳

منبع: یافته‌های پژوهش

نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادها

در این پژوهش نتایج نشان‌دهنده آن است که مؤلفه کیفیت حسابرسی رابطه معنی‌داری با حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران دارد که یافته‌های این پژوهش با مطالعات پرساکیس و اتریدیس (۲۰۱۶) و حمیدیان و تقی زاده (۱۳۹۷) و ابراهیمی و دیگران (۱۳۹۶) که با افزایش کیفیت حسابرسی احتمال تقلب و میزان مدیریت سود کاهش می‌یابد و رابطه منفی و معناداری بین رعایت حقوق سهامداران و احتمال گزارشگری متقلبانه است، هم‌خوانی دارد. مؤلفه حاکمیت شرکتی نیز رابطه معنی‌داری با حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران دارد که با پژوهش‌های رازالی و آرشاد (۲۰۱۴) سازگار است. مؤلفه افشاء و شفافیت رابطه معنی‌داری با حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران دارد که با پژوهش‌های شفیع‌زاده و دیگران (۱۳۹۷) و جیراساکولدش و دیگران (۲۰۱۱) و همچنین با پژوهش‌های خلیلی عراقی و بهروزی زاد (۱۳۸۸) که به بررسی اثرات شفافیت اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه‌گذار در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و بیان کردند که بهبود شفافیت اطلاعات مالی، موجب افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران نسبت به بورس شده و زمینه لازم برای افزایش سرمایه‌گذاری آنان در بورس را فراهم کرد، هم‌خوانی دارد. مؤلفه نظارت بر اطلاعات نهانی رابطه معنی‌داری با حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران دارد که با یافته‌های جمالی و دیگران (۱۳۹۴) سازگار است.

همچنین از دیگر یافته‌های این پژوهش این است که مؤلفه فعالیت‌های آموزشی ناشران بورسی اوراق بهادار رابطه معنی‌داری با حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران دارد که با بررسی‌های انجام‌شده تاکنون پژوهشی در این زمینه از سوی پژوهشگران صورت نگرفته است، اما از آنجا که سطح معنی‌داری آزمون برای متغیر سواد مالی بیشتر از ۵ درصد است (۰٫۱۲۶)، می‌توان گفت که سواد مالی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر نمی‌گذارد. پژوهش‌های قالمق و دیگران (۱۳۹۵) که بیان کردند، بین میزان سواد مالی سرمایه‌گذاران و تورش‌های رفتاری آن‌ها رابطه معناداری در جهت مثبت وجود دارد، هم‌خوانی ندارد.

از دیگر یافته‌های این پژوهش تدوین الگوی مفهومی نظارت بر ناشران بورسی اوراق بهادار بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران است که برای تعیین مؤلفه‌های حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران از مطالعات صفر زاده (۱۳۹۲) استفاده شده است که ویژگی‌های مورد مطالعه برای حقوق سهامداران در این پژوهش شامل: تمرکز مالکیت، وجود سهامدار دارای حق کنترل بر شرکت، سهامداری یا مالکیت دولت، معامله با اشخاص وابسته و وجود دعاوی قانونی علیه شرکت هستند و با یافته‌های اسعدی و ایمان طلب (۱۳۹۷)، دریائی و شهرابی (۱۳۹۷) و لاله ماژین و دیگران (۱۳۹۶) که معتقدند رابطه مستقیم و معنادار بین مالکیت دولتی و عملکرد شرکت است، هم‌خوانی دارد.

نخستین محدودیت این پژوهش، نبود مقالات ایرانی و خارجی و مطالعه‌ای که به صورت علمی ارتباط بین نظارت سازمان بورس اوراق بهادار بر نهادهای مالی را بررسی کنند، است. همچنین شیوع بیماری کووید ۱۹ در زمان جمع‌آوری اطلاعات حضوری و محدودیتی که در ارتباط حضوری با بعضی از ناشران بورسی ایجاد کرد.

پیشنهادهای پژوهش

سازمان بورس اوراق بهادار تهران، قوانین و مقرراتی را رواج دهد که تا حد امکان شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار در طول سال‌های متمادی به افشای شاخص‌های حمایت از سرمایه‌گذاران پردازند.

از آنجا که سواد مالی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر نمی‌گذارد، بنابراین، سازمان بورس اوراق بهادار تهران نیز نسبت به میزان

آگاهی و دانش شرکت‌های ناشر از مفاهیم مالی، ارزیابی دقیق و درستی برداشت کند و در صورت نبود سطح کافی سواد مالی، برنامه‌های آموزشی لازم برای ارتقای سطح سواد مالی را طراحی و اجرا کند.

پیشنهاد به پژوهشگران آینده

- پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آینده همین عنوان در سایر نهادهای مالی بررسی شود.
- با توجه به اهمیت حاکمیت شرکتی، پیشنهاد می‌شود پژوهشی با عنوان «اثرات اجرایی شدن نظارت بر حاکمیت شرکتی، بر رفتار و میزان رضایت سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران» انجام شود.
- پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آینده به بررسی رابطه میزان کفایت نظارت بر ناشران بورس و میزان رضایت سرمایه‌گذاران پرداخته شود.
- پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آینده تأثیر سواد مالی بر تورش‌های رفتاری در جامعه مدیران شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار تهران بررسی شود.
- در نهایت، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آینده به بررسی همین عنوان در دوره‌های مختلف ریاست جمهوری پرداخته شود تا بتوان اثرات سیاسی و اقتصادی را بر این روابط آشکار ساخت.

منابع

- ابراهیمی، سید کاظم؛ بهرامی نسب، علی؛ باغیان، جواد (۱۳۹۶)، تأثیر کیفیت حسابرسی و رعایت حقوق سهامداران بر احتمال گزارشگری متقلبانه، دانش حسابرسی، سال هفدهم شماره ۶۹ زمستان ۹۶
- اسعدی، عبدالرضا؛ ایمان طلب، هدی (۱۳۹۷)، رابطه سهام شناور آزاد با بازدهی، نقد شونددگی و ارزش شرکت‌ها، فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره سی و هفتم، زمستان ۱۳۹۷
- اسلامی بیدگلی، سعید؛ کریم خانی، میثم (۱۳۹۵) سواد مالی؛ زمینه‌های سیاسی - اقتصادی پیدایش و جایگاه آن در اقتصاد بازار، تحقیقات مالی، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران صص ۲۷۴-۲۵۱
- جعفری سرشت، داود (۱۳۸۸). حمایت از سرمایه‌گذاران اوراق بهادار. مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار
- جمالی، جعفر؛ آقا میری، سمیه سادات؛ عابدینی سعدآباد، فرهاد؛ سلیمان دهکردی، الهام (۱۳۹۴) بازشناسی اطلاعات نهانی و قلمروی آن در نظام حقوقی ایران، دانشنامه حقوق و سیاست، شماره ۲۵ پاییز ۱۳۹۴
- حمیدیان، محسن؛ تقی زاده، نفیسه (۱۳۹۷) کیفیت حسابرسی، حمایت از سرمایه‌گذاران و مدیریت سود در دوران بحران مالی، دانش حسابرسی، سال هجدهم، شماره ۷۱، تابستان ۹۷
- خدای پور، احمد؛ قدیری، محمد (۱۳۸۹). بررسی رابطه میان اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران، پیشرفتهای حسابداری دانشگاه شیراز، صص ۲۹-۱
- خلیلی عراقی، مریم؛ بهروزی زاد، صمد (۱۳۸۸) بررسی اثرات شفافیت اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه‌گذار در بورس اوراق بهادار تهران، مجله مطالعات مالی شماره اول بهار ۱۳۸۸
- دریائی، عباسعلی؛ شهرابی، فاطمه (۱۳۹۷)، نقش تعدیل گر مالکیت دولتی بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت، پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، سال هفتم شماره ۱۲، بهار و تابستان ۱۳۹۷
- سینایی، حسنعلی، سلگی، محمد و محمدی، کامران. (۱۳۹۰)، تأثیر فرصت‌های رشد بر رابطه بین ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش شرکت، پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۴، صص ۸۷-۱۰۲

شفیع‌زاده، بهاره؛ حسینی، سید علی؛ رحمانی، علی؛ سلطانی، محمد (۱۳۹۷)، نقش گزارشگری مالی، شفافیت و راهبری شرکتی در حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران، فصلنامه بورس اوراق بهادار شماره ۴۲ تابستان ۹۷ سال یازدهم، صص ۷۴-۹۵

صفر زاده، محمد حسین (۱۳۹۲)، تأثیر رعایت حقوق سهامداران بر کیفیت سود پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال سوم، شماره ۹، ۱۳۹۲، صص ۱۴۷-۱۷۲
 قالمق، کریم؛ یعقوب‌نژاد، احمد؛ فلاح شمس، میر فیض (۱۳۹۵)، تأثیر سواد مالی بر تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران، چشم انداز مدیریت مالی شماره ۱۶- زمستان ۱۳۹۵ صص ۷۵-۹۴

قدرتی، حسن؛ فیضی، سعید (۱۳۹۴)، به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر میزان مدیریت سود در بازار بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابرسی، سال چهاردهم شماره ۵۸ بهار ۹۴

کاشانی پور، محمد؛ راعی عزآبادی، محمد ابراهیم؛ ارشادی، محمود (۱۳۹۶)، تأثیر مکانیسم‌های راهبری شرکتی بر تأخیر گزارشگری مالی میان‌دوره‌ای: مطالعه مورد بورس اوراق بهادار، فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی، سال پنجم شماره ۱۷ بهار ۱۳۹۶ صص ۱۹۴-۱۶۹

کریمی، احمد و همت فر، محمود. (۱۳۹۴)، «بررسی ارتباط بین سهام‌شناور آزاد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، دومین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و علوم انسانی، دب. .

لاله‌ماژین، مریم؛ زلفی، حسن؛ بیات، مرتضی؛ سبحانی، علی (۱۳۹۶)، تأثیر مالکیت دولتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال نهم، شماره ۳۶، زمستان ۱۳۹۶ صفحه ۱۵۱-۱۷۰

لطفی، علی؛ کاشانی پور، محمد؛ عبده تبریزی، حسین؛ سوادکوهی فر، سام (۱۳۹۹)، به بررسی چارچوب مقرراتی و چگونگی پیاده‌سازی اصل «رفتار عادلانه و منصفانه با صاحبان سهام از سوی ناشران» در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، ۱۳۹۹، دوره ۲۲، شماره ۱، صص ۴۴-۶۸

نجفی‌فرشاه، سید علی محمد؛ آذرفر، امیر؛ حسن‌زاده سروستانی، حسین (۱۳۹۶)، طراحی قواعد مطلوبیت‌زا برای شفافیت شرکتی ناشران پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، چشم انداز مدیریت مالی شماره ۲۰ زمستان ۱۳۹۶ صص ۹۵-۷۱

- Anita I. Anand (2010), IS SYSTEMIC RISK RELEVANT TO SECURITIES REGULATION? University of Chicago working paper, 2010
- Fernandese N, (2007), "EC: Board compensation and firm performance: The role of independent" board members"Journal of multinational financial anagement
- Fernandes, D. Lynch J.G (2013), the Efect of Financial Literacy and Financial Education on Downstream Financial Behaviors. Available at: www.nefe.org
- Jirasakuldech, B. Dudney, D. M. Zorn, T. S. & Geppert J. M. (2011). Financial Disclosure, Investor Protection and Stock Market Behavior: An International Compariso. Review of Quantitative Finance & Accounting, 37(2): 181-205.
- IOSCO. (2009). Principles on point of sale disclosure. International Organization of Securities Commissions. Madrid: IOSCO
- LaPorta, R. Lopez, F. Shleifer, A. & Vishny, R.W. (2000). Investor Protection and Corporate Governance. Journal of Financial Economics, 58(1), 3-27.
- 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.
- Leuz, Christian, and Felix Oberholzer-Gee, (2006), "Political Relationships, Global Financing, andCorporate Transparency: Evidence from Indonesia", Journal of Financial Economics 81(2), PP. 411–39.
- Leuz, C. Nanda, D. & Wysocki, P. (2003). Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison. Journal of Financial Economics, 69, 505-527.
- Pergola, T. (2006). Management Entrenchment, Corporate Governance, and Earnings Quality. Unpublished PhD Dissertation, Nova Southwestern University, School of Business and Entrepreneurship.
- Pergola, T. Joseph, G. and Jenzarli, A. (2009). Effects of Corporate Governance and Board Equity Ownership on Earnings Quality, Academy of Accounting and Financial Studies Journal, Vol. 13 (4), pp. 87-114.
- Persakis, A, Iatridisa, G. 2016. "Audit quality, investor protection and earnings managementduring the financial crisis of 2008: An international perspective". Journal of International Financial Markets, Institutions & Money, PP 73–101.

Razali, W.A. A. W. and Arshad, R. (2014). Disclosure of corporate governance structure and the likelihood of fraudulent financial reporting, *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 145 (2014) 243 – 253

Shleifer, Andrei, and Robert W Vishny (1986), "Large Shareholders and Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, pp. 461-488.

COPYRIGHTS



© 2022 Securities and Exchange Organization, Tehran, Iran. This license lets others remix, tweak, and build upon your work non-commercially, and although their new works must also acknowledge you and be non-commercial, they don't have to license their derivative works on the same terms.

