



Securities & Exchange Organization, Research, Development & Islamic Studies (RDIS)
Journal of Securities and Exchange, Fall 2022, V. 15, No.59, pp. 333-358

Developing a Model for Supporting Micro-Investors in the Iranian Capital Market (With Emphasis on Financial Institutions)¹

**Hossein Khakpour², Arash Naderyan³, Hosein Didehkhan⁴,
Ali Khozain⁵**

Received: 2022/03/30
Accepted: 2022/09/13

Research Paper

Abstract

The purpose of this study is to develop a model for supporting micro-investors in the Iranian capital market with emphasis on financial institutions. The faculty of the university and the people working in the capital market supervisory pillars, by using the research method of grounded theorizing and analyzing the data obtained from the interview, the effective factors on protecting the rights of investors have been studied. Also, using open, central and selective coding, concepts, categories, characteristics and dimensions of categories were extracted and the mentioned categories were classified into causal conditions, strategies, intervening conditions, contextual conditions and finally consequences. The obtained model was approved after refinement by presenting to five faculty members, four of whom had not previously participated in the interview. The results of this study showed that factors such as financial support, legal support, media support, educational support, cultural support, information transparency support, investor accountability support, regulatory support, reporting transparency support, quality support Accounting and corporate governance can build trust in the capital market and encourage small investors to operate in the capital market.

Key Words: Legal Protection of Micro-Investors, Strategies for Protection of Micro-Investors, Corporate Governance.

JEL Classification: G34, G23, E22.

1. DOI: 10.22034/JSE.2021.11726.1810

2. Department of Accounting, Aliabad Katoul Branch, Islamic Azad University, Aliabad Katoul, Iran.

3. Department of Accounting, Aliabad Katoul Branch, Islamic Azad University, Aliabad Katoul, Iran.
(Corresponding Author).

4. Department of Financial Engineering, Aliabad Katoul Branch, Islamic Azad University, Aliabad Katoul, Iran.

5. Department of Accounting, Aliabad Katoul Branch, Islamic Azad University, Aliabad katoul, Iran.



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

فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال پانزدهم، شماره ۵۹، پاییز ۱۴۰۱، صص ۳۵۸-۳۳۳

تدوین مدل حمایت از سرمایه گذاران خرد در بازار سرمایه ایران (با تاکید بر نهادهای مالی)^۱

حسین خاکپور^۲، آرش نادریان^۳، حسین دیده خانی^۴، علی خوزین^۵

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۱/۱۰

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۶/۲۲

مقاله پژوهشی

چکیده

هدف این پژوهش تدوین مدل حمایت از سرمایه گذاران خرد در بازار سرمایه ایران با تاکید بر نهادهای مالی است در این پژوهش با استفاده از روش نمونه گیری نظری و سپس نمونه گیری گلوله برقی، از طریق مصاحبه با خبرگان و اشخاص صاحب نظر از جمله اعضای هیئت علمی دانشگاه و افراد شاغل در ارکان نظارتی بازار سرمایه، با به کارگیری روش پژوهش نظریه پردازی زمینه بنیان و تحلیل داده های حاصل از مصاحبه، عوامل مؤثر بر حمایت از حقوق سرمایه گذاران بررسی شده است. همچنین با استفاده از کدگذاری باز، محوری و انتخابی، مفاهیم، مقوله ها، مشخصات و ابعاد مقوله ها استخراج شدند و مقوله های یاد شده به شرایط علی، راهبردها، شرایط مداخله گر، شرایط زمینه ای و سرانجام پیامدها طبقه بندی شدند. مدل به دست آمده، با ارائه به پنج نفر از اعضای هیئت علمی که چهار نفر از آنها پیشتر در مصاحبه شرکت نداشتند، پس از پالایش به تأیید رسید. نتایج این مطالعه نشان داد که عواملی مانند حمایت مالی، حمایت قانونی، حمایت رسانه ای، حمایت آموزشی، حمایت فرهنگی، حمایت از شفاف سازی اطلاعات، حمایت به پاسخ دهی سرمایه گذاران، حمایت نظارتی، حمایت از شفافیت در گزارشگری، حمایت از کیفیت حسابداری و حاکمیت شرکتی می توانند زمینه ساز اعتماد بیشتر به بازار سرمایه شوند و سرمایه گذاران خرد را به فعالیت در بازار سرمایه ترغیب کند.

واژه های کلیدی: حمایت قانونی از سرمایه گذاران خرد، راهبردهای حمایت از سرمایه گذاران خرد، حاکمیت شرکتی.

طبقه بندی موضوعی: G34, G23, E22

DOI: 10.22034/JSE.2021.11726.1810

۲. گروه حسابداری، واحد علی آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی آباد کتول، ایران.

۳. گروه حسابداری، واحد علی آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی آباد کتول، ایران. (نویسنده مسئول).

۴. گروه مهندسی مالی، واحد علی آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی آباد کتول، ایران.

۵. گروه حسابداری، واحد علی آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی آباد کتول، ایران.

مقدمه

یکی از کارکردهای اصلی بازار سرمایه (سهام) تجمیع و ساماندهی سرمایه‌های کوچک برای اجرای طرح‌های توسعه، اصلاح ساختار مالی یا تامین سرمایه در گردش شرکت‌ها است (حسینی، ۱۳۹۲). در صورتی که در حال حاضر بخش کوچکی از تامین مالی بنگاه‌های ایرانی و طرح‌های اقتصادی از طریق بازار سرمایه انجام می‌شود و مدیران و کارآفرینان برای تامین مالی طرح‌های خود بیش از آنکه به انتشار سهام یا اوراق بدهی روی آورند، از ظرفیت نظام بانکی استفاده می‌کنند (جیو، لیو، ژانگ و ژانگ^۱، ۲۰۲۱). یکی از دلایل این امر آن است که صاحبان سرمایه‌های کوچک اطمینان ندارند که مدیران شرکت‌ها در جهت تامین منافع آنان حرکت می‌کنند و گاهی نقش کوچک‌ترین اجزای زنجیره تامین مالی یعنی «سهامداران خرد» نادیده گرفته می‌شود. سرمایه‌گذاری مهمترین بخش تعیین‌کننده عامل در تولید و رشد اقتصادی است (ندری و حسینی، ۱۳۹۴). جذب سرمایه نیازمند ایجاد فضای امن، اعتماد و حمایت است. از اواسط دهه ۱۹۶۰، حسابداران عوامل مختلفی مانند حقوق مالکیت، نبود فساد، امنیت فردی و اجتماعی و بی‌ثباتی سیاسی، اعتماد به سرمایه‌گذاری، حمایت از سرمایه‌گذاران و مباحث اخلاقی را مطرح کردند (کمیجانی و سهیلی احمدی، ۱۳۹۱). حمایت از سرمایه‌گذاران در بلژیک، آلمان، اتریش و انگلیس قبل از جنگ جهانی اول بسیار ضعیف بود، اما با گذشت زمان به تدریج بهبود یافت. مالیات بر سود سهام تنها در سال ۱۹۲۰ اعمال شد (مورتگات، آنانرتاب و دلوفاب^۲، ۲۰۱۷). بر اساس ماده دو قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب آذرماه ۱۳۸۴ مجلس شورای اسلامی، «در راستای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و با هدف ساماندهی، حفظ و توسعه بازار شفاف، منصفانه و کارای اوراق بهادار و به منظور نظارت بر حسن اجرای این قانون، شورا و سازمان با ترکیب، وظایف و اختیارات مندرج در این قانون تشکیل میشود» به عبارت دیگر، بر اساس ماده تصویب شده، ارکان اصلی بازار سرمایه ایران یعنی شورای عالی بورس و سازمان بورس و اوراق بهادار، در راستای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و ... تشکیل شده است، در دو سال اخیر ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ سرمایه‌گذاران خرد در بورس اوراق بهادار بصورت چشمگیری افزایش یافت که با توجه به رکود اقتصادی بورس در ماه‌های پایانی سال ۱۳۹۹، افت داشته و بسیاری از سرمایه‌گذاران دچار ضرر مالی شدند که

1. Gao & iao & Zhang & Zhang
2. Moortgat & Annaertab & Deloofab

عوامل متعددی دخیل بودند که جدا از منطقی و غیر منطقی بودن احساس نیاز به حمایت از آنها وجود دارد. در شرایط رکود و ریزش بازار سهام‌داران خرد که با مقررات، مکانیزم و قواعد معاملات بازار، نحوه رفتار معامله‌گران و بازیگران بازار آشنا نیستند، آسیب می‌بینند. حمایت از سهامداران خرد باید در قانونگذاری اعمال شود و در دو فاز اجرایی شود فاز اول: قبل از ورود سرمایه‌گذار به بازار سرمایه و صدور کد معاملاتی، فاز دوم: بعد از ورود سرمایه‌گذار به بازار سرمایه و انجام معاملاتی که متأسفانه در هر دو مورد ضعف حمایتی از انواع مختلفی وجود دارد (بخرد نسب، ژولانژاد و رحمانی، ۱۳۹۹). چنانچه در بدو ورود سهامدار از نظر دانش فنی وابسته با بازار سرمایه، توان مالی و میزان ریسک کنترل شود و به عنوان سرمایه‌گذار وارد بازار سرمایه شود و نه به عنوان معامله‌گر، هم بازار سرمایه از داشتن افراد سهامدار منتفع می‌شود و با افزایش تعداد آنها توسعه و عمق بیشتری می‌یابد و هم فرد سهامدار از بازار سرمایه منتفع خواهد شد (لاونیا و پرادا، ۲۰۱۸). آنچه که به عنوان حمایت از سهامداران خرد در بازار سرمایه ایران رواج یافته، تنها غلط مصطلحی است که باید به تدریج اصلاح شود. چرا که بازار سرمایه ایران، حمایت از سهامداران را تنها جمع کردن صف‌های فروش و جلوگیری از ریزش و افت قیمت سهام شرکتها می‌داند که این نوع حمایت به جز آفت بازار، هیچ پیامد دیگری نخواهد داشت (طالبی و صباحی همراه، ۱۳۹۹). از دلایل اهمیت حمایت از سرمایه‌گذاران خرد می‌توان به افزایش سهم بازار سرمایه در نظام تأمین مالی، افزایش کارایی و نقدشوندگی بازار سرمایه، پاسخگویی بیشتر مدیران و افزایش قابلیت اعتماد به بازار سرمایه، سرمایه‌گذاری بیشتر در اوراق بهادار و کاهش تمرکز مالکیت، ایجاد بستر بهتری برای اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی، جذب سرمایه‌گذاری خارجی حداقل از کشورهای منطقه می‌توان اشاره کرد. حمایت از سرمایه‌گذاران باعث ثبات اقتصادی، افزایش تولید، بازیابی اعتماد، رشد جذب سرمایه، حضور بیشتر سرمایه‌گذار به عنوان خریدار و فروشنده، نقدشوندگی و ثبات بازار سرمایه، افزایش نظارت بر فعالیت ناشران اوراق بهادار و فعالان بازار می‌شود (مورتگات، آنانرتاب و دلوفاب^۲، ۲۰۱۷). با توجه به سند چشم‌انداز بیست‌ساله و همچنین ابلاغ سیاست‌های کلی و اسناد بالادستی با اهدافی همچون بهبود شاخص‌های اقتصادی، اصلاح و تقویت همه‌جانبه نظام مالی کشور، گسترش و تعمیق نظام جامع تأمین مالی و گسترش سهم بازار سرمایه، ضرورت توجه به حقوق سهامداران

1. Lavanya & Prada

2. Moortgat & Annaertab & Deloofab

خرد اهمیت بیشتری می‌یابد و از آنجا که یکی از پیامدهای توسعه بازار سرمایه حضور بیشتر مردم و بخش‌های خصوصی و تعاونی در فضای اقتصادی کشور است، توسعه راهکارهایی به منظور حمایت موثرتر از حقوق سهامداران خرد و ایجاد اعتماد بیشتر برای سرمایه‌گذاران، ضروری به نظر می‌رسد (تقی نتاج، مومن زاده و مومن زاده، ۱۳۹۷).

مبانی نظری پژوهش

یکی از راه‌هایی که می‌تواند به تعمیق و افزایش نقش بازار سرمایه در تأمین مالی منجر شود و جذابیت بیشتری برای ورود سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی به بازار اولیه و ثانویه فراهم آورد، سیاست‌گذاری و اتخاذ رویه‌هایی برای حمایت و صیانت بیشتر از حقوق سهامداران خرد است (سومن^۱، ۲۰۱۶). پراتا^۲ (۱۹۹۸، ۱۹۹۹)، در پژوهش‌های خود به ارتباط مثبت حمایت از سرمایه‌گذاران و رشد اقتصادی اشاره داشت. پژوهشگران حسابداری و حسابرسی اظهار داشتند که کنترل ثقل و تشویق سرمایه‌گذاران به شرکت در بازار اوراق بهادار با کاهش ریسک آنها یک مأموریت قابل دستیابی و احتمالی از سوی مقامات نظارتی است (کتوا^۳، ۲۰۱۲). فعالیت‌های بازار مالی و جلوگیری از کلاهبرداری نیازمند تایید و تصویب قوانین و مقررات محکم و اجرایی است، قوانین و مقررات سخت‌تر و مناسب‌تر برای حمایت از سرمایه‌گذاران خرد یک نقطه امید است. متأسفانه چالش بزرگ، دستیابی به یک حمایت کامل از سرمایه‌گذاران، فراتر از دسترس است، اما بهبود آن قطعاً عملی است (لین^۴، ۲۰۱۵). برای حفظ یکپارچگی بازارهای مالی و بهبود حمایت از سرمایه‌گذاران و تقویت حاکمیت صندوق، امری حیاتی است (آگیلار^۵، ۲۰۱۴). با رشد اقتصادی کشور، تعداد شرکت‌هایی که جدا از دولت در معامله با پول عمومی شرکت دارند، افزایش یافته است. افزون بر این، یک فرصت برای شرکت‌ها و یک فرصت برای سرمایه‌گذاران است. اما ایجاد هر چرخه‌ای در اقتصاد و سرمایه‌گذاری به ویژه سرمایه‌گذاری خرد، نیازمند پشتیبانی و حمایت‌های مختلف و متنوع است که سرمایه‌گذاران با قابلیت اعتماد بیشتری اقدام به سرمایه‌گذاری کنند (ژیو و لین^۶، ۲۰۱۸). توسعه منظم و پایدار کلید رشد اقتصاد کشور است که

1. Suman
2. Porta
3. Kothiya
4. Lin
5. Aguilar
6. Zhou & Lan

نیازمند سرمایه گذاری در جهت تولید است اما برای تبدیل شدن به بزرگترین جذب کننده سرمایه، برخی شرکت‌ها بسیاری از روشهای فریب دهنده مانند هیجانانگیز کاذب، تقلب مالی، فساد مالی و راه‌های غیر اخلاقی را به کار می‌گیرند که در نهایت منجر به پریشانی مالی و سقوط ارزش سهام شرکت و سهامداران آن می‌شود. چالش‌هایی مانند فقدان سواد مالی، گرایش‌های اجتماعی، فرهنگی، سیاسی و اقتصادی، مقررات جدید و پیچیده، عدم مسولیت‌پذیری مدیران، فساد اخلاقی، فساد مالی، نبود تجربه، ضعف آگاهی، الگوگیری غلط مالی، افشای اطلاعات غلط، تصمیم‌گیری هیجانی گروهی، فقدان اعتماد، خلاء قانونی (نوسانات)، بی‌ثباتی اقتصادی، شاخص‌های اقتصادی ناپایدار، دخالت دولت‌ها، گزارشگری مالی مبهم، افشای اطلاعات نابهنگام عوامل، هیئت مدیره ناکارآمد، ساختار مالکیت، گزارش‌های غیر مالی، سازوکارهای حاکمیت شرکتی، فقدان اطلاعاتی، رسوائی‌های شرکتی از دلایل بی‌اعتمادی عدم جذب سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار هستند. مهمترین عامل از بین عوامل بیان شده، عامل اطلاعات است که به عنوان مهمترین دارایی هر سرمایه‌گذار محسوب می‌شود، عدم تقارن اطلاعاتی ممکن است پیامدهای نامطلوبی از قبیل افزایش هزینه معاملات، کاهش کارایی بازار، کاهش نقدشوندگی و به طور کلی کاهش سود حاصل از معاملات را در بازار سرمایه به همراه داشته باشد و به نوسان‌های زیاد قیمت سهام منجر شود. عدم تقارن اطلاعاتی نخستین بار در دهه ۱۹۷۰ توسط مایکل اسپنس، جرج اکرلوف و جوزف استیلتز^۱ بیان شد (حسینی و شفیع زاده، ۱۳۹۸).

حمایت از سرمایه‌گذاران خرد

افرادی که با هدف کسب بازدهی بالاتر از پول خود توسط تعهددهندگان اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند، به عنوان سرمایه‌گذار تعریف می‌شوند. روشی که از طریق آن از پول آنها محافظت می‌شود، به عنوان «حمایت از سرمایه‌گذار» قابل تعریف است. یکی از شاخص‌های مورد بررسی در گزارش، انجام کسب و کار بانک جهانی، شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران است. با توجه به اینکه همواره یکی از موضوعات مطرح در حاکمیت شرکتی و یکی از نگرانی‌های خاص سرمایه‌گذاران خرد، سوء استفاده کنترل‌کنندگان در شرکت‌های سهامی عام است، ضروری است که از سهامداران خرد در برابر سوء استفاده مدیران و

1. Michael Spence, George Akerlof & Joseph Stiglitz

سهامداران کنترل‌کننده، حمایت شود. از جمله مهمترین گزارش‌هایی که به محاسبه شاخص حمایت از سهامداران و ارائه آن می‌پردازند، گزارش انجام کسب و کار بانک جهانی و گزارش رقابت‌پذیری جهانی است. گزارش‌های معتبری که می‌تواند مدیران، سیاست‌گذاران و پژوهش‌گران، آنها را در بهبود شرایط کشورشان یاری رسانند. در این گزارش‌ها معیار بانک جهانی برای ارزیابی شاخص حمایت از سرمایه‌گذار خرد و چگونگی اجرای مقررات است، این شاخص با امتیازدهی به مؤلفه به شرح زیر محاسبه می‌شود، مؤلفه افشای اطلاعات به این معنی که الزام به گزارش فوری این معاملات به سهامداران و سایرین، الزام به افشای آنها در گزارش‌های ادواری شرکت‌ها است. مؤلفه میزان مسئولیت هیات مدیره که شامل توانایی سرمایه‌گذاران برای پیگرد حقوقی مدیرعامل و رئیس هیات مدیره در معاملات است. مورد سوم مؤلفه سهولت اقامه دعوا توسط سرمایه‌گذار خرد است. بانک جهانی اعلام کرده است که حمایت از سرمایه‌گذاران خرد در سال‌های اخیر افزایش چشمگیری داشته است. اصلاحات قانونی و بیمه سهام و پیگیری‌های اقامه دعوا از جمله این موارد بوده است (گیوفره^۱، ۲۰۱۴).

تحلیل معیارها و عوامل حمایت از سرمایه‌گذاران خرد

معیار آموزش، افزایش سواد مالی و تخصص بورس از حمایتی موثر در تصمیمات بازار بورس است. هدف از سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها توسط سرمایه‌گذاران، حداکثر کردن سود و افزایش رفاه است. برای رسیدن به این هدف سرمایه‌گذار باید تصمیم‌های مناسبی را بگیرد. از مهمترین منابع اطلاعاتی سرمایه‌گذاران خرد، ویژگی‌های سهام است. معیار قوانین و مقررات در شرکت‌های سهامی عام به دلیل پیچیدگی نسبی روابط حاکم بین اجزای شرکت از اهمیت ویژه‌ای برخوردار هستند (کامارودینا، آفرب و جفرک^۲، ۲۰۲۰). از آنجایی که معمولاً در اغلب موارد مدیران شرکت‌ها، توسط سهامداران عمده تعیین می‌شوند، موضوعی که بیشتر از سایر موارد در زمینه قوانین شرکت‌های سهامی بر آن تاکید 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

1. Giofré

2. Kamarudina & Ariffb & Jaafarc

ضعیف از سرمایه گذاران خرد، به روش های گوناگون می توانند از اختیارات خود سوء استفاده کنند (سنچز^۱، ۲۰۱۵). قانونگذار به صورت روشن مشخص کرده که ارکان اصلی بازار سرمایه از جمله شورای عالی بورس و سازمان بورس و دیگر نهادها و تشکل های نظارتی، وظیفه حمایت از سرمایه گذاران بخصوص سرمایه گذار خرد را بر عهده دارند. حمایت کنندگان می تواند قانون گذار و تشکل هایی مانند (سازمان بورس و اوراق بهادار، شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه، بورس ها و فرابورس، کانون کارگزاران و کانون نهادهای سرمایه گذاری) باشند و متولیان آن کلیه نهادهای مالی از جمله شرکت های کارگزاری، شرکت های تامین سرمایه، شرکت های مشاور سرمایه گذاری، شرکت های پردازش اطلاعات مالی و غیره باشند (کامارودینا، آفریب و جفرک^۲، ۲۰۲۰). با توسعه شرکت های سهامی، مطرح شدن تئوری نمایندگی و افزایش وظایف و اختیارات هیئت مدیره شرکت ها، ضروری است که از سرمایه گذاران در برابر سوء استفاده مدیران و سهامداران کنترل کننده دارای قدرت، حمایت شود. نهادهای مالی بین المللی بیان کردند حمایت های قانونی و حقوقی از سرمایه گذاران از ضرورت های اولیه بازار سرمایه به شمار می رود و دارای اهمیت ویژه برای جذب سرمایه گذاران است (حمیدیان و تقی زاده، ۱۳۹۷). هرچه حمایت از سهام داران خرد در مقابل معاملات اشخاص وابسته که به شرکت زیان می رسانند بیشتر باشد، سطح سرمایه گذاری در بازارهای سرمایه بیشتر خواهد بود. وجود مقررات کافی در زمینه حمایت از حقوق سرمایه گذاران خرد و تأمین خواسته آنان یعنی شفافیت و مسئولیت پذیری از جانب مدیران شرکت ها، عمق بخشی و افزایش نقش بازار سرمایه در تأمین مالی کشور را در پی خواهد داشت. حمایت و حفاظت از حقوق سرمایه گذاران و ایجاد امنیت از کم هزینه ترین روش های جلب اعتماد برای سرمایه گذاری است (کائو و داگلاس و گو و وانگ^۳، ۲۰۱۹).

مروری بر پیشینه پژوهش

طالبی و صباحی همراه (۱۳۹۹) در پژوهشی به مطالعه تاثیر حمایت از حقوق سرمایه گذاران بر پایداری و هموارسازی سود بانک ها با نقش تعدیل گری فساد مالی در بانک های پذیرفته شده

1. Sánchez
2. Kamarudina & Ariffb & Jaafar
3. Cao & Douglas & Goh & Wang

در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. قلمرو مکانی این پژوهش بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی سال‌های بین ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ بوده است. این پژوهش کاربردی از نوع توصیفی، همبستگی محسوب شده است. بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۶ بانک به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند. به منظور تحلیل داده‌ها ابتدا پیش‌آزمون‌های ناهمسانی واریانس، آزمون F لیمر، آزمون هاسمن و آزمون جارک - برا و سپس از آزمون رگرسیون چند متغیره برای تایید و رد فرضیه‌های پژوهش (نرم افزار ایویوز) استفاده شده است. نتایج نشان داد حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران بر پایداری و هموارسازی سود بانک‌های با سطح بالای فساد مالی تاثیر گذار است.

بخرد نسب، ژولانژاد و رحمانی (۱۳۹۹)، در پژوهشی به مطالعه واکنش سرمایه‌گذاران به حمایت در برابر تضاد منافع در دوران رکود اقتصادی پرداختند. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ بود. حجم نمونه بر اساس روش نظام‌مند بالغ بر ۱۷۶ شرکت است. روش اجرای پژوهش بر اساس رگرسیون چند گانه و الگوی داده‌های ترکیبی با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی اجرا شد. یافته‌های پژوهش نشان داد که تضاد منافع میان مدیر و مالک بر واکنش سرمایه‌گذاران تأثیر منفی دارد و حمایت از سرمایه‌گذار بر واکنش سرمایه‌گذاران تأثیر مستقیم دارد. اثر مثبت حمایت از سرمایه‌گذار و اثر منفی تضاد منافع میان مدیر و مالک بر واکنش سرمایه‌گذاران در دوره رکود اقتصادی تقویت می‌شود. در نهایت اثر همکنشی حمایت از سرمایه‌گذار و تضاد منافع میان مدیر و مالک در دوره رکود اقتصادی با واکنش سرمایه‌گذاران تأثیر معکوس دارد. سرمایه‌گذاران با استنباط شهودی از همسو نبودن منافع مدیر و مالک، رفتار سوء از خود نشان می‌دهد ولی به محض اینکه احساس حمایت کند، رفتار مثبت از خود نشان می‌دهد. این نتیجه‌گیری در دوره رونق اقتصادی به همین منوال تکرار می‌شود ولی در دوره رکورد اقتصادی تشدید می‌شود.

حسینی و شفیع زاده (۱۳۹۸) در پژوهشی به مطالعه و ارائه مدلی برای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران با تأکید بر سازه‌های حسابداری پرداختند از طریق نمونه‌گیری گلوله برفی، از طریق مصاحبه با خبرگان و استادان دانشگاه عوامل مؤثر بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران را بررسی کردند. نتایج نشان داد 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.

حمیدیان و تقی زاده (۱۳۹۷) در پژوهشی به مطالعه اثر تعدیلی حمایت از سرمایه‌گذاران بر ارتباط بین بحران مالی و کیفیت حسابرسی شرکت‌ها و همچنین کیفیت حسابرسی و مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پرداختند. برای دستیابی به این هدف، تعداد ۱۲۷ شرکت در دوره زمانی ۸ ساله بین سال‌های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۵ به عنوان نمونه آماری در نظر گرفته شدند. از دیدگاه هدف، کاربردی و از نظر روش گردآوری داده‌ها در گروه پژوهش‌های توصیفی قرار دارد. با استفاده از آزمون رگرسیون لجستیک و رگرسیون چند متغیره، نتایج نشان داد بین دوران بحران مالی و حمایت از سرمایه‌گذاران با کیفیت حسابرسی شرکت رابطه وجود دارد. ضمن اینکه، حمایت از سرمایه‌گذاران این ارتباط را تعدیل می‌کند. افزون بر این، بین حمایت از سرمایه‌گذاران و کیفیت حسابرسی با کیفیت سود شرکت رابطه وجود دارد.

حسینی و شفیعی زاده (۱۳۹۷)، در پژوهشی به مطالعه تاثیر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران بر شاخص‌های اقتصادی در مطالعات مختلف پرداختند. این مطالعات نشان می‌دهند هرچه حقوق سرمایه‌گذاران خرد بهتر تضمین شود، میزان سرمایه‌گذاری نیز بهبود یافته و شاخص‌های اقتصادی وضعیت مناسب‌تری خواهند داشت.

تقی نتاج، مومن زاده و مومن زاده (۱۳۹۷)، در پژوهشی به مطالعه توسعه و توانمندسازی بازار سرمایه در راستای تحقق اهداف اقتصاد مقاومتی با تأکید بر حمایت و صیانت از حقوق سهامداران خرد پرداختند، روش این پژوهش کیفی و از نوع مصاحبه و تحلیل، محتوی است. نتایج نشان می‌دهد که چرایی حمایت از حقوق سهامداران خرد، شناخت بیشتر اقتصاد مقاومتی و نقش بازار سرمایه در پیاده‌سازی سیاست‌های اقتصاد مقاومتی و بهبود فضای کسب و کار، با استفاده از روش نظریه پردازی زمینه بنیان، بیانات مقام معظم رهبری پیرامون اقتصاد مقاومتی بررسی و مدل پژوهش در خصوص مقوله «توسعه و توانمندسازی بازار سرمایه در راستای تحقق اهداف اقتصاد مقاومتی» استخراج شد. از آنجا که هر یک از بخش‌های مدل به نوعی با حقوق سهامداران خرد ارتباط دارند و یکی از پیامدهای توسعه بازار سرمایه بر اساس این مدل نیز حضور مردم و بخش‌های خصوصی و تعاونی در فضای اقتصادی کشور است، پیشنهادها

و راهکارهایی برای توسعه برخی از مکانیزم‌ها و ابزارهای حاکمیت شرکتی به منظور حمایت و صیانت از حقوق سهامداران خرد در راستای بهبود فضای کسب و کار، ایجاد اعتماد برای سرمایه‌گذاران و تحقق اهداف اقتصاد مقاومتی، ارائه شد.

ندری و حسینی (۱۳۹۴)، در پژوهشی به مطالعه شاخص حمایت از سهامداران بانک جهانی، تاثیر حمایت از حقوق مالکیت سهامداران خرد بر ارزش بازار سرمایه ۲۷ کشور با درآمد بالاتر از متوسط (شامل ایران) بین سال‌های ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۲ پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که حمایت حقوقی از سهامداران خرد بر اندازه بازار سرمایه کشورهای مورد بررسی تاثیر مستقیم دارد.

کمیجانی و سهیلی احمدی (۱۳۹۱)، در پژوهشی به مطالعه ۴۶ کشور در حال توسعه در دوره زمانی ۲۰۰۶-۲۰۱۰ به بررسی رابطه افزایش حمایت قانونی از حقوق سهامداران خرد و گسترش بازار سهام پرداختند و نشان دادند که یک واحد افزایش در شاخص حمایت از حقوق سهامداران خرد باعث افزایش ۹/۵۴ درصدی در نسبت ارزش بازار سهام به تولید ناخالص داخلی می‌شود. حسینی (۱۳۹۲)، در پژوهشی به مطالعه چگونه افزایش حمایت از حقوق سهامداران باعث افزایش ارزش بازار سهام در کشورهای با درآمد بالاتر از متوسط، پرداخت. نتایج این پژوهش نشانگر آن است که یک واحد افزایش در شاخص الزام به افشای معاملات مدیران باعث افزایش ۶/۸۵ واحدی در اندازه بازار سرمایه می‌شود و افزایش یک واحدی در میزان مسوولیت مدیران در قبال سهامداران خرد باعث افزایش ۸/۴۴ واحدی در اندازه بازار سرمایه خواهد شد و افزایش یک واحدی در سهولت اقدام قضایی علیه مدیران به اندازه ۳/۵۵ واحد در ارزش بازار سرمایه تاثیر دارد.

جیو، لیو، ژانگ و ژانگ^۱ (۲۰۲۱)، در پژوهشی به مطالعه نقش حمایت از سرمایه‌گذاران در ارزش روابط بانکی سرمایه‌گذاری خرد پرداختند. با استفاده از یک رویکرد مطالعه طولی رویداد و یک نمونه بین‌المللی از فعالیت‌های تلفیق در صنعت بانکداری سرمایه‌گذاری مشتریان، یافته‌ها نشان داد کشورهایایی که دارای رتبه بالاتر حمایت از سرمایه‌گذاران قوی‌تر (ضعیف‌تر) هستند، سرمایه‌گذاران نقش اقتصادی پویاتری در زمینه سرمایه‌گذاری ایفا می‌کند و مردم با اعتماد بیشتری سرمایه‌گذاری خواهند کرد.

1. Gao & iao & Zhang & Zhang

کامارودینا، آفرب و جفرک^۱ (۲۰۲۰)، در پژوهشی به مطالعه ۴۲،۸۰۸ مشاهدات سالانه از ۳۲ کشور در سراسر جهان پرداختند، حمایت از سرمایه‌گذاران خرد بر کیفیت حسابداری تاثیر دارد؟ این پژوهش کمی و کیفی بود، جامعه آماری حسابداران آمریکا بودند. نتایج نشانگر آن است که قدرت حمایت از سرمایه‌گذاران در کشورهای مختلف در کیفیت حسابداری شرکت‌ها دارای نقش مهمی است.

کائو وداگلاس و گو و وانگ^۲ (۲۰۱۹)، در پژوهشی به مطالعه تأثیر قوانین حمایت از سرمایه‌گذاران در ایجاد ارزش پرداختند و روش پژوهش کیفی بود. ارزش آفرینی و بیمه سهام از عوامل حمایتی از سرمایه‌گذاران است، در کشورهایی که از سرمایه‌گذاران حمایت بهتری برخوردار هستند رشد اقتصادی، به میزان چشمگیری بالاتر است. همچنین تأثیر ارزش حمایت از سرمایه‌گذار در معاملات باشگاهی کمتر از سایرین است. این نتایج بیانگر آن است که زمینه‌های نهادی و فضای قانونی میزان خلق ارزش را برای تصاحب در سراسر جهان تعیین می‌کند.

هیو و کیم^۳ (۲۰۱۹)، در پژوهشی به مطالعه سودمندی نسبی جریان‌های نقدی در مقابل سود تعهدی برای تصمیمات مربوط به گردش مدیر عامل در سراسر کشور با رویکرد نقش حمایت از سرمایه‌گذار پرداختند. جامعه آماری ۴۱ کشور از نظر حمایت از سرمایه، احتمال گردش مدیر عامل نسبت به عملکرد جریان نقدی، مورد ارزیابی قرار گرفتند. این پژوهش از نوع کیفی بود. نتایج این پژوهش نشان داد در کشورهایی که از حمایت سرمایه‌گذاران ضعیف‌تری برخوردار هستند گردش سرمایه کمتر نمود پیدا می‌کند. در مجموع، اطلاعات گردش پول نقشی حیاتی از درآمد تعهدی در تسهیل قرارداد کارآمد بین هیئت مدیره‌های شرکت‌ها دارد، همچنین مدیران عامل در یک محیط با حمایت از حقوق سرمایه‌گذار می‌توانند موثرتر اقدام کنند.

ژیو و لین^۴ (۲۰۱۸)، در پژوهشی به مطالعه ارزش بازار برای متقاضیان بازارهای نوظهور با رویکرد حمایت از سرمایه‌گذاران ناشی از خریدها، در تعامل با سهام نهادی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار پرداختند. با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌های متصرف چینی در دوره

1. Kamarudina&Ariffb &Jaafarc
2. Cao & Douglas&Goh& Wang
3. Hu &Kim
4. Zhou& Lan

۲۰۰۲-۲۰۱۲ به این نتیجه رسیدند بین حمایت از سرمایه‌گذار و بازده متقاضی توسط مالکیت نهادی در خرید شرکت‌ها تعدیل می‌شود که در شرکت‌های چینی غیردولتی بیشتر مشهود است. لاونیا و پرادا^۱ (۲۰۱۸)، در پژوهشی به مطالعه تاثیر افزایش حمایت از سرمایه‌گذار در بازار مالی، افزایش غیر قابل پیش بینی سطح آگاهی مشتریان در مورد محصولات مالی و خطرات مرتبط با آنها، افزایش تعداد تقلب‌های مالی و تکنیک‌هایی که شرکت‌ها برای کسب سود استفاده می‌کنند، پرداختند. این پژوهش از نوع کیفی بود حمایت از سرمایه‌گذار و آموزش سرمایه‌گذاران برای حفاظت از منافع سرمایه‌گذاران از عوامل موثر به شمار می‌رود. نبود حمایت باعث عدم آگاهی مالی و آشفته‌گی بازار می‌شود.

مورتگات آنانرتاب دلوفاب^۲ (۲۰۱۷)، در پژوهشی به مطالعه شرکت‌های بورس اوراق بهادار بروکسل بین سالهای ۱۸۳۸ و ۲۰۱۲ پرداختند. آزمون مورد استفاده تحلیل رگرسیون بود. نتایج نشان داد که قوانین حمایت از سرمایه‌گذاران و مالیات بر سیاست سود سهام تأثیر می‌گذارد.

آکرونا و صمدانیب^۳ (۲۰۱۷)، در پژوهشی به مطالعه شبه آزمایشی تجربی در هند نشان داد که حمایت از سرمایه‌گذاران باعث انگیزه در سرمایه‌گذاری می‌شود. حمایت از سرمایه‌گذاران باعث تخصیص سیاست‌گذاری مدبرانه و کاهش ریسک می‌شود. در دوره حمایت از سرمایه‌گذاران پس از سپتامبر ۲۰۰۵ نسبت به دوره قبل کمتر است. به طور کلی حمایت از سرمایه‌گذار نشان دهنده یک سیاست تجاری بین تولید اطلاعات و جذب سرمایه‌گذاران است. لارینا، تاپیا و اورزیا^۴ (۲۰۱۷)، در پژوهشی به مطالعه حمایت از سرمایه‌گذار خرد و بهره‌وری به عنوان محرک‌های انتقال کنترل شرکت پرداختند. جامعه آماری نمونه بزرگ از شرکت‌های اروپایی بود. نتایج نشان داد که حمایت از سرمایه‌گذاران خرد با انتقال کنترل با افزایش سودآوری ارتباط دارد و در صورت قوی بودن حمایت از سرمایه‌گذار، با افزایش اندازه همبستگی کمتری دارد. این نشان می‌دهد که هنگامی که حمایت از سرمایه‌گذار قوی است، بهبود بهره‌وری به عنوان محرک خرید قوی‌تر است و در صورت ضعف حمایت از سرمایه‌گذار، کاهش محدودیت‌های مالی ایجاد خواهد شد. حمایت خوب از سرمایه‌گذاران باعث استفاده مفیدتر از دارایی‌های شرکت می‌شود.

1. Lavanya & Prada
 2. Moortgat & Annaertab & Deloofab
 3. Akrona & Samdanib
 4. Larraina & Tapia & Urzúa

سنچز^۱ (۲۰۱۵)، در پژوهشی به مطالعه ۱۲ کشور در حمایت از سرمایه گذار پرداخت، این پژوهش کمی کیفی بود. مشخص شد که در صورت وجود مدیران مستقل، رعایت اصول اخلاقی سطوح حمایت از سرمایه گذاران افزایش می دهد اما کافی نیست، حمایت های دیگری باید صورت گیرد. از جمله حمایت قانونی، حمایت اطلاعاتی، حمایت آموزشی که بورس اوراق بهادار و کارگزاری ها باید به آن توجه کنند. گیوفره^۲ (۲۰۱۴)، در پژوهشی به مطالعه حمایت از سرمایه گذاران داخلی و سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار خارجی پرداخت. این پژوهش به صورت تحلیل محتوا و کیفی بود، سرمایه گذارانی که از سطح بالایی از حمایت حقوقی برخوردار می شوند به طور چشمگیری به سطح مطلوب حاکمیت شرکتی در اوراق بهادار کمک می کنند. حمایت خوب از سرمایه گذاران در اوراق بهادار تحت مالکیت کشورهای سرمایه گذار با استانداردهای بالاتر حاکمیت شرکتی به شدت مجازات می شوند.

روش شناسی پژوهش

روشی که در این پژوهش استفاده شده، روش نظریه پردازی زمینه بنیان است، این نظریه یکی از روش های شناخته شده معرفی شده است. روش تئوری پردازی زمینه بنیان (پژوهش های کیفی) است که نخستین بار گلیزر و استراوس^۳ (۱۹۶۷) برای نظریه پردازی و نظریه گستره ارایه دادند. نظریه تدوین شده برخواسته از داده های است که به شکل نظام مند و منظور از استقرایی، به صورت هم زمان گردآوری و تحلیل می شوند (گلیزر و استراوس، ۱۹۶؛ استراوس و کوربین^۴، ۱۹۹۸). منظور از استقرایی بودن تئوری پردازی داده بنیاد، این است که این روش به آزمودن فرضیه نمی پردازد، بلکه نظریه تدوین شده در نتیجه گردآوری و تحلیل هم زمان داده ها زاییده می شود (گولدینگ^۵، ۲۰۰۲).

جامعه آماری پژوهش

با توجه به اهمیت موضوع پژوهش، نیاز بود با افرادی مصاحبه شود که ضمن برخورداری از تخصص چندگانه، در حوزه خود تصمیم گیر بوده و در این خصوص آگاهی کامل داشته

1. Sánchez
2. Giofré
3. Grounded Theory
4. Strauss, & Corbin
5. Goulding

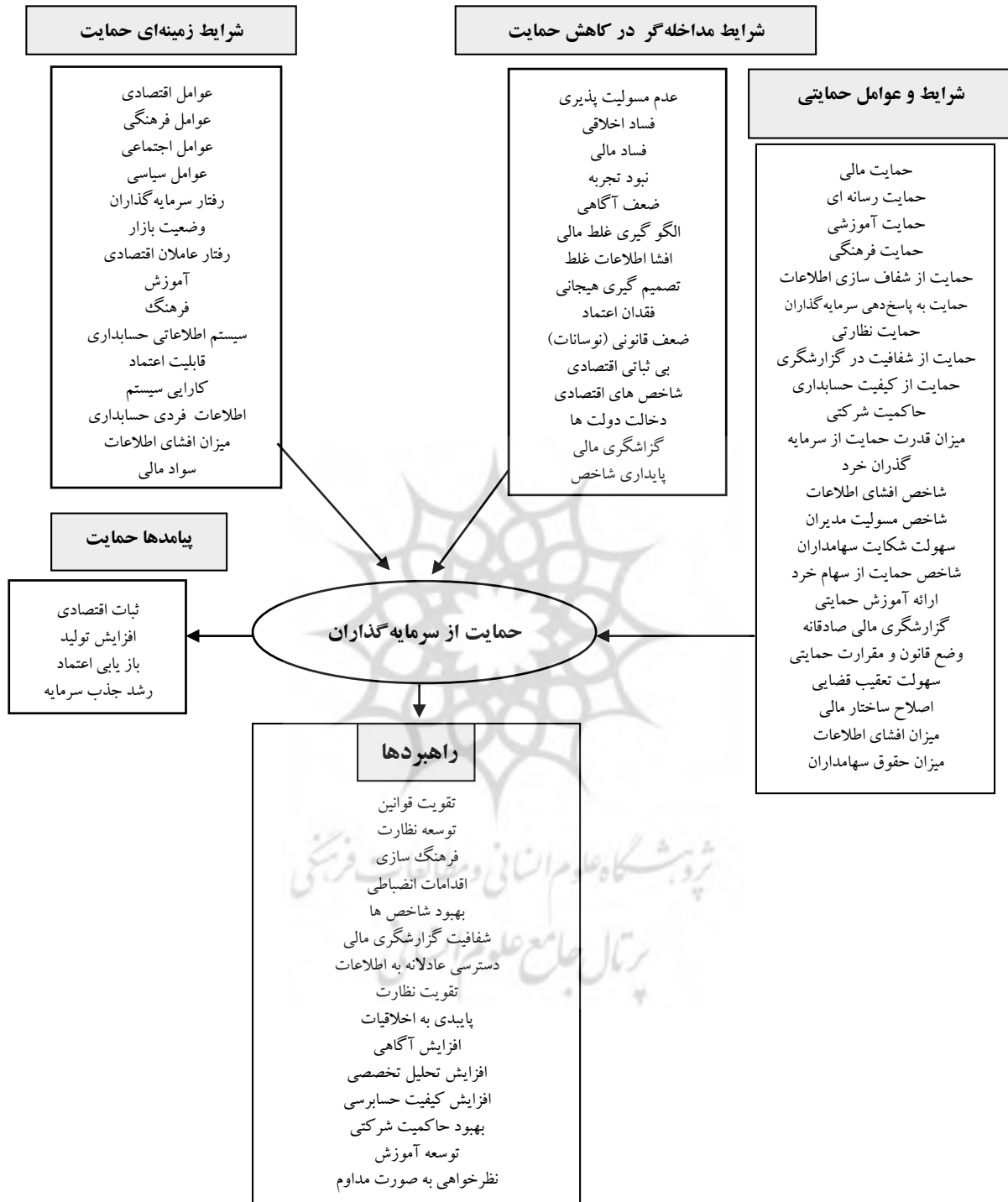
باشند. از این رو در پژوهش حاضر، اعضای هیئت علمی دانشگاه، افراد شاغل در ارکان نظارتی از جمله سازمان بورس و اوراق بهادار بودند. در پژوهش حاضر، برای انتخاب مصاحبه شونده‌ها همان‌گونه که روش پژوهش زمینه بنیان اشاره دارد، روش نمونه‌گیری نظری مدنظر قرار گرفت. همچنین با توجه به هدف پژوهش، از روش نمونه‌گیری گلوله برفی یا زنجیره‌ای برای مصاحبه استفاده شد. نمونه‌گیری گلوله برفی یا زنجیره‌ای، یعنی انتخاب شرکت کنندگانی که به نحوی با یکدیگر پیوند دارند و پژوهشگر را به سایر افراد همان جامعه راهنمایی می‌کنند.

جدول ۱. ویژگی‌های توصیفی مصاحبه شونده‌گان

سمت شغلی	تعداد	تحصیلات
عضو هیات علمی دانشگاه	۹	۵ نفر دکتری حسابداری و مالی دانشگاه تهران ۴ نفر دکتری حسابداری و مالی دانشگاه تربیت مدرس
شاغل در ارکان نظارتی از جمله سازمان بورس و اوراق بهادار	۶	۳ نفر دکتری حسابداری و مالی ۳ نفر کارشناسی ارشد مالی و اقتصاد
جمع	۱۵	

فرآیند انجام مصاحبه نیز به این صورت بود که ابتدا جلسه با پرسش‌های کلی آغاز و با پیشرفت در گفت و گو و بسته به شرایط مصاحبه، پرسش‌های دقیق‌تری مطرح می‌شد. پس از انجام هر مصاحبه، تحلیل لازم در خصوص داده‌ها صورت می‌گرفت و مفاهیم استخراج می‌شدند. در نهایت پس از تشکیل مدل پژوهش، این مدل در اختیار صاحب نظرانی قرار گرفت که برخی از آنها در گروه مصاحبه شونده‌های اولیه حضور نداشتند. سپس به فرآیند تحلیل داده‌ها از طریق روش‌های کدگذاری پرداخته شد و شرایط علی و سبب ساز، راهبردها، شرایط مداخله‌گر و پیامدها مشخص شدند و پس از انتخاب مقوله محوری و مرتبط ساختن سایر مقوله‌ها بر محور آن صورت گرفته است، به این معنا که پژوهشگر با استفاده از کدگذاری انتخابی به صورت منظم و عینی، به انتخاب مقوله محوری پرداخته و سایر مقوله‌ها تابع آن قرار می‌گیرند. معیارها را برای انتخاب یک مقوله محوری ضروری می‌دانند: این مقوله باید در کانون قرار داشته باشد، یعنی سایر مقوله‌ها به آن مرتبط شوند (قابلیت تلفیق و ترکیب سایر مقوله‌ها را داشته باشد)، تا فراوانی زیادی در تحلیل ظاهر و تکرار شود، به اندازه کافی انتزاعی باشد و بتواند از رابطه میان مقوله‌ها، تبیین منطقی و سازگار ارائه کند، با تغییر شرایط تبیین کماکان صادق باشد. در نهایت مدل مفهومی از تحلیل حمایت از سرمایه‌گذاران خرد به شرح زیر استخراج شد.

تفسیر ابعاد مدل حمایت از سرمایه‌گذاران خرد



یافته های پژوهش

استراوس و کوربین دو روش را برای بیان مدل و نتیجه پژوهش بیان می‌کنند: روش نمودار و روش خط سیر داستان ساده، موجزترین روش‌ها روش درصد فراوانی هر یک از مقوله‌های مطرح شده در پژوهش حاضر است. در ادامه بخش‌های مختلف مدل یاد شده تشریح می‌شود.

جدول ۲. شرایط علی حمایت از سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار

درصد	فراوانی	عناوین
۷٪	۱۷	حمایت مالی
۳٪	۶	حمایت رسانه ای
۶٪	۱۴	حمایت آموزشی
۸٪	۱۸	حمایت از شفاف سازی اطلاعات
۱۲٪	۲۸	حمایت به پاسخدهی سرمایه‌گذاران
۵٪	۱۲	حمایت نظارتی
۶٪	۱۴	حمایت از کیفیت حسابداری
۷٪	۱۷	حاکمیت شرکتي
۳٪	۸	میزان قدرت حمایت از سرمایه‌گذاران خرد
۵٪	۱۱	شاخص افشای اطلاعات
۶٪	۱۵	شاخص مسولیت مدیران
۵٪	۱۳	شاخص حمایت از سهام خرد
۳٪	۸	ارائه آموزش حمایتی
۷٪	۱۶	گزارشگری مالی صادقانه
۳٪	۷	وضع قانون و مقرارت حمایتی
۴٪	۹	سهولت تعقیب قضایی
۳٪	۷	اصلاح ساختار مالی
۵٪	۱۱	میزان افشای اطلاعات
۳٪	۷	میزان حقوق سهامداران
۱۰۰٪	۲۳۸	جمع

شرایط علی: حمایت مالی ۷ درصد؛ حمایت رسانه ای ۳ درصد؛ حمایت آموزشی ۶٪؛ حمایت از شفاف سازی اطلاعات ۸ درصد؛ حمایت به پاسخدهی سرمایه‌گذاران ۱۲ درصد؛ حمایت نظارتی ۵ درصد؛ حمایت از کیفیت حسابداری ۶ درصد؛ حاکمیت شرکتي

۷ درصد؛ میزان قدرت حمایت از سرمایه گذران خرد ۳ درصد؛ شاخص افشای اطلاعات ۵ درصد؛ شاخص مسئولیت مدیران ۶ درصد؛ شاخص حمایت از سهام خرد ۵ درصد؛ ارائه آموزش حمایتی ۳ درصد؛ گزارشگری مالی صادقانه ۷ درصد؛ وضع قانون و مقررات حمایتی ۳ درصد؛ سهولت تعقیب قضایی ۴ درصد؛ اصلاح ساختار مالی ۳ درصد؛ میزان افشای اطلاعات ۵ درصد؛ میزان حقوق سهامداران ۳ درصد بود.

مقوله‌های محوری: در این پژوهش حمایت از سرمایه گذاران در ابعاد گوناگون به عنوان مقوله محوری شناسایی شده است تا چتری برای توضیح و ارتباط سایر مقوله‌ها با یکدیگر باشد.

جدول ۳. راهبردهای حمایت از سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار

عناوین	فراوانی	درصد
تقویت قوانین	۹	٪۱۱
توسعه نظارت	۵	٪۶
فرهنگ سازی	۷	٪۹
اقدامات انضباطی	۵	٪۶
بهبود شاخص‌ها	۴	٪۵
شفافیت گزارشگری مالی	۷	٪۹
دسترسی عادلانه به اطلاعات	۶	٪۸
تقویت نظارت	۵	٪۲
پایداری به اخلاقیات	۴	٪۲
افزایش آگاهی	۶	٪۸
افزایش تحلیل تخصصی	۵	٪۶
افزایش کیفیت حسابرسی	۴	٪۵
بهبود حاکمیت شرکی	۵	٪۶
توسعه آموزش	۸	٪۱۰
جمع	۸۰	٪۱۰۰

تقویت قوانین ۱۱ درصد؛ توسعه نظارت ۶ درصد؛ فرهنگ سازی ۹ درصد؛ اقدامات انضباطی ۶ درصد؛ بهبود شاخص ها ۵ درصد؛ شفافیت گزارشگری مالی ۹ درصد؛ دسترسی عادلانه به اطلاعات ۸ درصد؛ تقویت نظارت ۲ درصد؛ پایبندی به اخلاقیات ۲ درصد؛ افزایش آگاهی ۸ درصد؛ افزایش تحلیل تخصصی ۶ درصد؛ افزایش کیفیت حسابرسی ۵ درصد؛ بهبود حاکمیت شرکتی ۶ درصد؛ توسعه آموزش ۱۰ درصد بود.

جدول ۴. شرایط مداخله‌ای حمایت از سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار

عناوین	فراوانی	درصد
عدم مسولیت پذیری	۴	۶٪
فساد اخلاقی	۲	۳٪
فساد مالی	۶	۱۰٪
نبود تجربه	۳	۵٪
ضعف آگاهی	۴	۶٪
الگو گیری غلط مالی	۷	۱۱٪
افشا اطلاعات غلط	۳	۵٪
تصمیم گیری هیجانی	۵	۲٪
فقدان اعتماد	۴	۲٪
ضعف قانونی (نوسانات)	۴	۶٪
بی ثباتی اقتصادی	۵	۸٪
شاخص های اقتصادی	۴	۶٪
دخالت دولت ها	۵	۸٪
گزارشگری مالی	۴	۶٪
پایداری شاخص	۳	۵٪
جمع	۶۳	۱۰۰٪

عدم مسولیت پذیری ۶ درصد؛ فساد اخلاقی ۳ درصد؛ فساد مالی ۱۰ درصد؛ نبود تجربه ۵ درصد؛ ضعف آگاهی ۶ درصد؛ الگو گیری غلط مالی ۱۱ درصد؛ افشا اطلاعات غلط ۵ درصد؛ تصمیم گیری هیجانی ۲ درصد؛ فقدان اعتماد ۲ درصد؛ ضعف قانونی (نوسانات) ۶ درصد؛ بی ثباتی

اقتصادی ۸ درصد؛ شاخص های اقتصادی ۶٪، دخالت دولت ها ۸ درصد؛ گزارشگری مالی ۶ درصد؛ پایداری شاخص ۵ درصد بود.

جدول ۵. شرایط زمینه‌ای حمایت از سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار

عناوین	فراوانی	درصد
عوامل اقتصادی	۴	۱۳٪
عوامل فرهنگی	۱	۳٪
عوامل اجتماعی، سیاسی	۲	۶٪
رفتار سرمایه‌گذاران	۳	۱۰٪
وضعیت بازار	۲	۶٪
رفتار عاملان اقتصادی	۲	۶٪
آموزش	۳	۱۰٪
فرهنگ	۳	۱۰٪
سیستم اطلاعاتی حسابداری	۴	۱۳٪
قابلیت اعتماد	۲	۶٪
کارایی سیستم	۲	۶٪
اطلاعات فردی حسابداری	۳	۱۰٪
جمع	۳۱	۱۰۰٪

عوامل اقتصادی ۱۳ درصد؛ عوامل فرهنگی ۳ درصد؛ عوامل اجتماعی، سیاسی ۶ درصد؛ رفتار سرمایه‌گذاران ۱۰٪ درصد؛ وضعیت بازار ۶ درصد؛ رفتار عاملان اقتصادی ۶ درصد؛ آموزش ۱۰٪ درصد؛ فرهنگ ۱۰٪ درصد؛ سیستم اطلاعاتی حسابداری ۱۳٪ درصد؛ قابلیت اعتماد ۶ درصد؛ کارایی سیستم ۶ درصد؛ اطلاعات فردی حسابداری ۱۰ درصد بود.

جدول ۶. پیامدهای حمایت از سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار

عناوین	فراوانی	درصد
ثبات اقتصادی	۲۲	۳۰٪
افزایش تولید	۲۳	۳۲٪
باز یابی اعتماد	۱۱	۱۵٪
رشد جذب سرمایه	۱۷	۲۳٪
جمع	۷۳	۱۰۰٪

ثبات اقتصادی ۳۰ درصد؛ افزایش تولید ۳۲ درصد؛ بازیابی اعتماد ۱۵ درصد؛ رشد جذب سرمایه ۲۳ درصد بود.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

از شرایط علی بسیار مهمی که در نتیجه مصاحبه با خبرگان استخراج شد، تقاضا برای حمایت از سرمایه‌گذاران و شناخت از تأثیرگذاری پاسخ‌خواهی بوده است. آگاهی جامعه سرمایه‌گذاران از قوانین و مقررات موجب می‌شود آنان از حقوقی که در قوانین و مقررات پیش‌بینی شده است، درک کاملی داشته باشند و خودشان بتوانند از ظرفیت‌های قانونی استفاده کنند. ظرفیت قانونی شامل: حمایت مالی، حمایت رسانه‌ای، حمایت آموزشی، حمایت فرهنگی، حمایت از شفاف‌سازی اطلاعات، حمایت به پاسخ‌دهی به سرمایه‌گذاران، حمایت نظارتی، حمایت از شفافیت در گزارشگری، حمایت از کیفیت حسابداری، حاکمیت شرکتی، میزان قدرت حمایت از سرمایه‌گذاران خرد، شاخص افشای اطلاعات، شاخص مسئولیت مدیران، شاخص سهولت شکایت سهامداران، شاخص حمایت از سهامداران خرد، ارائه آموزش حمایتی، گزارشگری مالی صادقانه، وضع قانون و مقررات و بازنگری مداوم آنها، حمایت سهولت تعقیب قضایی، اصلاح ساختار مالی، میزان افشای اطلاعات، میزان حقوق سهامداران است.

طالبی و صباحی همراه (۱۳۹۹)، حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران بر پایداری و هموارسازی سود بانک‌های با سطح بالای فساد مالی، تأثیرگذار است. بخرد نسب، ژولانژاد و رحمانی (۱۳۹۹)، حسینی و شفیعی زاده (۱۳۹۸)، 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. حمیدیان و تقی‌زاده (۱۳۹۷) ضمن اینکه، حمایت از سرمایه‌گذاران این ارتباط را تعدیل می‌کند، افزون بر این بین حمایت از سرمایه‌گذاران و کیفیت حسابداری با کیفیت سود شرکت رابطه وجود دارد. حسینی و شفیعی زاده (۱۳۹۷)، تقی‌نجاج، مومن زاده و مومن زاده (۱۳۹۷)، ندروی و حسینی (۱۳۹۴) کمیجانی و سهیلی احمدی (۱۳۹۱)، حسینی (۱۳۹۲)، جیو، لیو، ژانگ و ژانگ^۱ (۲۰۲۱) سرمایه‌گذاران نقش اقتصادی پویاتری در زمینه سرمایه‌گذاری ایفا می‌کند و با اعتماد

بیشتری سرمایه‌گذاری خواهد کرد. در مصاحبه با صاحب‌نظران و خبرگان، مقوله‌هایی شناسایی شد که به زمینه فعلی و وضعیت جامعه و وضعیت کلان کشور بر می‌گردد و بناست که راهبردهای این پژوهش در چنین فضایی اجرا شود تا به پیامدهای مورد انتظار دست یابیم. تمام شرایط شناسایی شده به عنوان بستر، مربوط به محیط کلان است. عوامل اقتصادی، عوامل فرهنگی، عوامل اجتماعی، سیاسی، رفتار سرمایه‌گذاران، وضعیت بازار، رفتار عاملان اقتصادی، آموزش، فرهنگ، سیستم اطلاعاتی حسابداری، قابلیت اعتماد، کارایی سیستم، اطلاعات فردی حسابداری، میزان افشای اطلاعات، سواد مالی می‌باشد. کامارودینا، آفرب و جفرک^۱ (۲۰۲۰)، کائو و داگلاس و گو و وانگ^۲ (۲۰۱۹)، هیو و کیم^۳ (۲۰۱۹)، ژيو و لین^۴ (۲۰۱۸) بین حمایت از سرمایه‌گذار و بازده متقاضی توسط مالکیت نهادی در خرید شرکت‌ها تعدیل می‌شود که در شرکت‌های چینی غیر دولتی بیشتر مشهود است. لاونیا و پرادا^۵ (۲۰۱۸) حمایت از سرمایه‌گذار و آموزش سرمایه‌گذاران را برای حفاظت از منافع سرمایه‌گذاران از عوامل موثر برشمرده است. فقدان حمایت باعث عدم آگاهی مالی و آشفتگی بازار می‌شود. مورتگات آنانرتاب دلوفاب^۶ (۲۰۱۷)، آکرونا و صمدانیب^۷ (۲۰۱۷) به طور کلی حمایت از سرمایه‌گذار نشان دهنده یک سیاست تجاری بین تولید اطلاعات و جذب سرمایه‌گذاران است. از راهبردهای بسیار مهم در سطح محیط حقوقی، تدوین قوانین و مقررات شفاف، دسترسی به نظام عادلانه، سریع و تخصصی برای حل اختلاف و وجود ساز و کار مبارزه با جرایم و مجازات‌هاست. راهبردها شامل تقویت قوانین، توسعه نظارت، فرهنگ سازی، اقدامات انضباطی، بهبود شاخص‌ها، شفافیت گزارشگری مالی، دسترسی عادلانه به اطلاعات، تقویت نظارت، پایداری به اخلاقیات، افزایش آگاهی، افزایش تحلیل تخصصی، افزایش کیفیت حسابرسی، بهبود حاکمیت شرکتی، توسعه آموزش هستند که در مصاحبه‌ها، خبرگان به کرات به این‌ها اشاره کرده بودند. لارینا، تاپیا و اورزیا^۸ (۲۰۱۷) هنگامی که حمایت از سرمایه‌گذار قوی است، بهبود بهره‌وری به عنوان محرک خرید قوی‌تر است و در صورت ضعف حمایت از

1. Kamarudina & Ariff & Jaafar
2. Cao & Douglas & Goh & Wang
3. Hu & Kim
4. Zhou & Lan
5. Lavanya & Prada
6. Moortgat & Annaertab & Deloofab
7. Akrona & Samdanib
8. Larraina & Tapia & Urzúa

سرمایه‌گذار، کاهش محدودیت‌های مالی ایجاد خواهد شد. حمایت خوب از سرمایه‌گذاران باعث استفاده مفیدتر از دارایی‌های شرکت می‌شود. سنچز^۱ (۲۰۱۵) از جمله حمایت قانونی، حمایت اطلاعاتی، حمایت آموزشی که بورس اوراق بهادار و کارگزاری‌ها باید به آن توجه کنند و با نظرات گیوفره^۲ (۲۰۱۴) همسو بود. بر اساس نتایج پژوهش، پیامدهای حمایت از سرمایه‌گذاران عبارت‌اند از ثبات اقتصادی، افزایش تولید، بازیابی اعتماد، رشد جذب سرمایه هستند. در زیر به برخی از مواردی که در راستای حمایت از سرمایه‌گذاران و سهامداران قابل انجام است، پیشنهاد می‌شود:

- ✓ پیش از اعطای کد معاملاتی و انعقاد قرارداد دسترسی معاملات برخط به متقاضیان سرمایه‌گذاری در بورس، فرد باید مدتی (مثلاً ۳ ماه) سابقه فعالیت در تالارهای مجازی را داشته باشد سپس به صورت مستقیم به سامانه معاملات وصل شود و اقدام به انجام معاملات برخط کند.
- ✓ در صورت غیرمرتبط بودن مدرک تحصیلی متقاضی و یا نداشتن مدرک دانشگاهی، فرد ملزم به حضور در دوره‌های آموزشی مربوطه و گذراندن حداقل واحدهای مورد نیاز (قانونگذار باید آن را تعیین کند) شود.
- ✓ متقاضی ملزم به تکمیل بیانیه سنجش ریسک (شبه آنچه که در قراردادهای سبدگردانی وجود دارد) شود و میزان سرمایه‌گذاری وی در مرحله صدور کد معاملاتی بررسی شود (شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار در مرحله صدور کد معاملاتی، میزان معاملات فرد متقاضی را متناسب با توانایی مالی و آستانه تحمل ریسک محدود کند تا شخصی که سرمایه زندگی‌اش به طور فرضی ۱۰۰ واحد است، نتواند بیشتر از درصدی از آن مثلاً بیش از ۸۰ واحد آن را وارد بازار سرمایه کند).
- ✓ برای بازارهای مختلف کد معاملاتی متفاوت برای اشخاص صادر شود (مانند کد معاملاتی اوراق، کد معاملاتی کالا و ...) و نظارت بر آنها به صورتی باشد که ضمن رصد فعالیت‌های صورت گرفته، اخلاقی که به تازگی وارد بازار سرمایه شده است، مجاز به خرید سهام شرکت‌های پرریسک یا دارای اطلاعاتی مبهم و ... مانند نمادهای قابل معامله در بازار پایه نباشند.

- ✓ همزمان با صدور کد معاملاتی شخص ملزم شود مدتی تنها یونیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری خریداری کند.
- ✓ با راه‌اندازی ابزارهای نوین و تسهیل فرآیند بومی‌سازی ابزارهایی که در بازارهای سرمایه دنیا مورد دادوستد قرار می‌گیرند (منظور کوتاه کردن پروسه راه‌اندازی ابزارهاست که در ایران طولانی است) به گسترش و عمیق‌تر شدن بازار سرمایه کمک شود تا افراد بیشتری تمایل به حضور و فعالیت در بازار سرمایه داشته باشند.
- ✓ توسعه نهادهای مالی از جمله شرکت‌های سبدگردانی و شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری (اعطای مجوز به متقاضیان واجد شرایط) و ارائه گزارش‌های تحلیلی در خصوص ناشران بورسی و فرابورسی تا فرد سرمایه‌گذار با آگاهی و راهنمایی بیشتری اقدام به سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه اقدام کند.
- ✓ افزایش سواد مالی اشخاصی که در نهادهای مالی فعالیت می‌کنند از طریق ایجاد مقرراتی مبنی بر شرکت در دوره‌های اجباری و گرفتن مدارک مربوطه است.
- ✓ افزایش حمایت نظارتی و پیگیری شکایت‌های سرمایه‌گذاران به صورت شفاف و اطلاع‌رسانی لازم در این زمینه.
- ✓ دیدگاه‌ها و نظرات سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه (در خصوص مواردی مانند چگونگی عملکرد نهادهای مالی، تنوع ابزارهای مالی، خلاءهای موجود در بازار سرمایه و ...) به صورت مداوم گرفته شود و نسبت به بازنگری یا تدوین مقررات و تنوع ابزارهای مالی و ... اقدام تا فرآیند ورود به بازار سرمایه و خروج از آن تسهیل شود. این موضوع باعث افزایش شفافیت، کاهش ریسک‌های مالی و تجاری و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری خواهد شد.

منابع

- ندری، کامران و حسینی، سیدمحمد رضا (۱۳۹۴) «تاثیر حمایت از حقوق مالکیت سهامداران خرد بر ارزش بازار سرمایه کشورهای منتخب با استفاده از روش پانل دیتا» توصیه‌هایی برای قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران، *تحقیقات مالی اسلامی*، بهار و تابستان ۱۳۹۴ دوره ۴ شماره ۲ پیاپی ۸؛ (از صفحه ۱۵۹ تا صفحه ۱۸۶).
- حمیدیان، محسن؛ تقی زاده، نفیسه (۱۳۹۷) «کیفیت حسابرسی، حمایت از سرمایه‌گذاران و مدیریت سود در دوران بحران مالی» *دانش حسابرسی*، تابستان ۱۳۹۷، دوره ۱۸، شماره ۷۱، از صفحه ۱۲۹ تا صفحه ۱۴۸.
- طالبی، رقیه؛ صباحی همراه، منصوره (۱۳۹۹) «بررسی تاثیر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران بر پایداری و هموارسازی سود بانک‌های با سطح بالای فساد مالی» *مجله مطالعات روانشناسی و علوم تربیتی* تابستان ۱۳۹۹، دوره ششم - شماره ۲ صفحه - از ۲۰۸ تا ۲۲۴)
- بخردی نسب، وحید؛ ژولانژاد، فاطمه؛ رحمانی، حسام؛ (۱۳۹۹) «واکنش سرمایه‌گذاران به حمایت در برابر تضاد منافع طی دوره رکود اقتصادی» *مجله توسعه و سرمایه* «بهار و تابستان ۱۳۹۹ - شماره ۱۰) صفحه - از ۱۰۹ تا ۱۴۰
- حسینی، سیدعلی؛ شفیق‌زاده، بهاره؛ (۱۳۹۷) «حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و پیامدهای آن» *مجله مطالعات حسابداری و حسابرسی* «زمستان ۱۳۹۷ - شماره ۲۸) صفحه - از ۳۳ تا ۴۶).
- حسینی، سیدعلی؛ شفیق‌زاده، بهاره (۱۳۹۸) «تبیین مدلی برای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران با تأکید بر سازه‌های حسابداری» *مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی* «تابستان ۱۳۹۸، دوره بیست و ششم - شماره ۲ علمی-پژوهشی ۲۴) صفحه - از ۱۹۳ تا ۲۱۶)
- کمیجانی، اکبر؛ سهیلی احمدی، حبیب (۱۳۹۱) «تحلیل و بررسی نقش حمایت از حقوق سهام‌داران در گسترش بازار سهام در منتخبی از کشورهای در حال توسعه» *مطالعات اقتصادی کاربردی ایران (مطالعات اقتصادی کاربردی)* بهار ۱۳۹۱، دوره ۱، شماره ۱؛ از صفحه ۴۱ تا صفحه ۶۲.
- حسینی، سید محمد رضا (۱۳۹۲)، «تأثیر حمایت از حقوق مالکیت سهامداران خرد بر ارزش بازار سرمایه کشورهای منتخب با استفاده از روش پانل دیتا» توصیه‌های اصلاحی برای قوانین و مقررات، بازار سرمایه ایران، همایش بهبود فضای کسب و کار در ایران؛ ۱۷ آبان ۱۳۹۲.

References

- Lavanya & hema, N. Jayaprada A Review of Studies on Investor Protection M. (2018). *IJIRST –International Journal for Innovative Research in Science & Technology* | Volume 4 | Issue 9 | February 2018 ISSN (online): 2349-6010 All rights reserved by www.ijirst.org 94.
- Giofré, Maela (2014). Domestic investor protection and foreign portfolio investment, *Journal of Banking & Finance*, Volume 46, September 2014, Pages 355-371
- Gao Ya & iao . ChiL & Zhang, Ying & Zhang , Zixu (2021). The role of investor protections on the value of investment banking relationships: International evidence, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Volume 72, May 2021, 101313
- Suman, S. (2016) Analysis of the role of Securities Exchange Board of India. Legal Services India
- Sánchez, I. M. G., Aceitunob, J. V. F. & Domínguez, L. R. (2015). The ethical commitment of independent directors in different contexts of investor. Protection. *Business Research Quarterly*, Volume 18, pp. 81-94.
- Kothiya, D. K., (2012). Investors' Protection and Role of SEBI as a Regulatory Agency. Issue
- Lin, T. C. W. (2015). Reasonable investor(s). *Boston University Law Review*, Volume 95, pp. 461-518.
- Aguilar, L. A (2015). Effective Regulatory Oversight and Investor Protection Requires Better Information. s.l., Harvard Law School Forum on Corporate, Governance and Financial Regulation
- Zhou Jing & Lan Wei (2018). Investor protection and cross-border acquisitions by Chinese listed firms: The moderating role of institutional shareholders, *International Review of Economics & Finance*, Volume 56, July 2018, Pages 438-450
- Akron Sagi. & Samdani Taufique (2017). Investor protection and institutional investors' incentive for information production , *Journal of Financial Stability* Volume 30, June 2017, Pages 1-15
- Cao, Xiaping, & Cumming, Douglas & Goh, Jeremy, & Wang, Xiaoming (2019). The impact of investor protection law on global takeovers: LBO vs. non-LBO . *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* , Volume 59, March 2019, Pages 1-18
- Kamarudin, Khairul Anuar & Ariff Akmalia & Jaafar, Aziz (2020). Investor protection, cross-listing and accounting quality, *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, Volume 16, Issue 1, April 2020, 100179

- Moortgat, Leentje & Annaert, Jan & Deloof Marc (2017). Investor protection, taxation and dividend policy: Long-run evidence, 1838–2012. *Journal of Banking & Finance*. Volume 85, December 2017, Pages 113-131
- Larrain, Borja & Tapia Matías & Urzúa I., Francisco (2017). Investor protection and corporate control, *Journal of Corporate Finance* 14 September 2017...
- Hu, Jinshuai & Kim Jeong-Bon (2019). The relative usefulness of cash flows versus accrual earnings for CEO turnover decisions across countries: The role of investor protection, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 15 February 2019

COPYRIGHTS



© © 2022 by the authors. Licensee Securities and Exchange Organization, Tehran, Iran. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY NC 4.0) (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>).

