



## Calculating a Composite Index for Shareholders Protection

**Mohsen Faqih** 

Ph.D. Candidate, Department of Accounting, Faculty of Economics and Administrative, University of Mazandaran, Babolsar, Iran. E-mail: mfa1365@stu.umz.ac.ir

**Hossein Fakhari\*** 

\*Corresponding Author, Associate Prof., Department of Accounting, Faculty of Economics and Administrative Sciences, University of Mazandaran, Babolsar, Iran. E-mail: h.fakhari@umz.ac.ir

### Abstract

**Objective:** Shareholders' protection is an interdisciplinary issue and has become one of the ideals of every legal and economic system, receiving the attention of various regulatory, monitoring, and executive authorities. Considering the separation of ownership and control in companies, shareholder protection seems to be far from such ideals. There are basic concerns and challenges in this regard. One of the controversial issues is developing a composite index that can show the level of shareholder protection. This study aims to formulate a composite index at the level of companies in the emerging market of Iran.

**Methods:** The statistical technique of discriminant analysis was used to measure the weight of the combined index; 166 listed companies were separated into two groups of companies. Among them, 83 companies had the feature of shareholders protection and the rest did not. The composite index was developed accordingly. The results were strengthened based on year and industry separation. The reliability of the proposed composite index was also tested.

**Results:** The results proved the proposed composite index of shareholder protection to be highly reliable. The index was able to classify Iranian companies into groups of protection and non-protection of shareholders with considerable accuracy. The criteria of related party transactions had the highest weight and the disclosure rating had the lowest weight in the proposed composite index. In addition, supplementary tests for the composite index were conducted based on the year and industry. Also, due to the use of different criteria, the findings proved the proposed composite index to include the results of individual criteria. The results of the covariance test of the proposed composite index with one-dimensional criteria indicated that the changes in the composite index with individual variables were in the same direction, which increased the reliability.

**Conclusion:** According to the findings, shareholder protection relies on the opportunistic motives of managers and controlling shareholders. The result is consistent with the Agency Theory. Moreover, changing the measure of shareholder's protection from individual indicators to composite one leads to improve of theoretical foundations by expanding the scope of analysis. Based on theories and evidence, the agency problem makes it difficult to regulate the behavior of managers (or controlling shareholders) in line with the interests of the company. It seems that the agency problem even leads to the expropriation of minority shareholders. Also, based on information asymmetry, managers prefer to limit the provision of information about their operations to shareholders and secure their interests. The proposed index can be useful for policymakers and investors to classify companies into two groups of protected stocks and non-protected ones. It can help them with decision-making procedures, too.

**Keywords:** Shareholders protection, Agency theory, Composite index, Discriminant analysis.

**Citation:** Faqih, Mohsen & Fakhari, Hossein (2022). Calculating a Composite Index for Shareholders Protection. *Accounting and Auditing Review*, 29(4), 673-713. (in Persian)

---

Accounting and Auditing Review, 2022, Vol. 29, No.4, pp. 673-713  
Published by University of Tehran, Faculty of Management  
<https://doi.org/10.22059/ACCTGREV.2022.340434.1008661>  
Article Type: Research Paper  
© Authors

Received: April 04, 2022  
Received in revised form: October 24, 2022  
Accepted: November 29, 2022  
Published online: January 20, 2023





## تدوین شاخص ترکیبی برای حمایت از سهام‌داران

محسن فقیه

دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران. رایانامه: mfa1365@stu.umz.ac.ir

حسین فخاری\*

\* نویسنده مسئول، دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران. رایانامه: h.fakhari@umz.ac.ir

### چکیده

**هدف:** تدوین شاخصی ترکیبی که بتواند میزان حمایت از سهام‌داران را در شرکت‌ها نشان دهد، یکی از موضوعات بحث‌برانگیز در امور مالی و حسابداری است. بر همین اساس، پژوهش حاضر درصدد است تا به تدوین شاخص ترکیبی در سطح شرکت‌ها در بازار نوظهور ایران بپردازد.

**روش:** با توجه به فرض‌های مسئله، از روش تحلیل تشخیصی جهت اندازه‌گیری وزن شاخص ترکیبی استفاده شده است؛ بدین صورت که اطلاعات ۱۶۶ شرکت بورسی، بر اساس معیارهای تعیین شده، به دو گروه شرکت‌های با حمایت از سهام‌داران (۸۳ شرکت) و فاقد حمایت از سهام‌داران (۸۳ شرکت) تفکیک و شاخص ترکیبی بر اساس آن تدوین شده است. همچنین، نتایج بر مبنای تفکیک سال و صنعت تقویت شده و قابلیت اتکای شاخص ترکیبی پیشنهادی آزمون شده است.

**یافته‌ها:** نتایج نشان داد که شاخص ترکیبی پیشنهادی حمایت از سهام‌داران، از قابلیت اتکای بالایی برخوردار است و می‌تواند با دقت چشمگیری، شرکت‌های ایرانی را به گروه‌های حمایت و بدون حمایت از سهام‌داران طبقه‌بندی کند. همچنین، معیارهای معاملات اشخاص وابسته، بیشترین و رتبه افشا، کمترین وزن را در شاخص مرکب پیشنهادی داشته‌اند.

**نتیجه‌گیری:** در مجموع یافته‌ها نشان داد که حمایت از سهام‌داران، دستاویز انگیزه‌های فرصت‌طلبانه مدیران و سهام‌داران کنترلی قرار گرفته و هم‌سو با نظریه نمایندگی است. همچنین، تغییر سنجه حمایت از سهام‌داران از شاخص‌های انفرادی به شاخص‌های مرکب، به پیشرفت و بسط مبانی نظری به‌واسطه گسترش دامنه تجزیه‌وتحلیل منجر می‌شود. این شاخص می‌تواند برای سیاست‌گذاران و سرمایه‌گذاران جهت طبقه‌بندی شرکت‌ها در دو گروه سهام‌حمایتی و سهام بدون حمایت مفید باشد.

**کلیدواژه‌ها:** حمایت از سهام‌داران، نظریه نمایندگی، شاخص ترکیبی، تحلیل تشخیصی.

**استناد:** فقیه، محسن و فخاری، حسین (۱۴۰۱). تدوین شاخص ترکیبی برای حمایت از سهام‌داران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۹(۴)، ۶۷۳-۷۱۳.

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۱/۱۵

تاریخ ویرایش: ۱۴۰۱/۰۸/۰۲

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۹/۰۸

تاریخ انتشار: ۱۴۰۱/۱۰/۳۰

doi: <https://doi.org/10.22059/ACCTGREV.2022.340434.1008661>

بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۴۰۱، دوره ۲۹، شماره ۴، صص. ۶۷۳-۷۱۳

ناشر: دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

نوع مقاله: علمی پژوهشی

© نویسندگان

## مقدمه

حمایت از سهام‌داران<sup>۱</sup> یکی از مفهومی‌های بین‌رشته‌ای<sup>۲</sup> است که در نظام‌های مالی، اقتصادی، اجتماعی و حقوقی در کانون توجه سیاست‌گذاران، قانون‌گذاران و پژوهشگران قرار دارد. گواه این ادعا تبیین موضوعاتی مانند کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران (آهیابور، جیمز، وابی و سایمز<sup>۳</sup>، ۲۰۱۸)، توسعه بازارهای مالی (لاپورتا، لوپزدی‌سایلنز، شلیفر و ویشنی<sup>۴</sup>، ۱۹۹۷)، بهبود سلامت اجتماعی<sup>۵</sup> (فرگوسن، پاور، استونسونا و کالیسون<sup>۶</sup>، ۲۰۱۶) و تدوین قواعد و مقررات (سازمان بین‌المللی کمیسیون اوراق بهادار<sup>۷</sup>، ۲۰۰۳، بانک جهانی<sup>۸</sup>، ۲۰۰۲) به واسطه حمایت از سهام‌داران است. آنچه این مفهوم را تا چنین اندازه‌ای برجسته ساخته و به‌عنوان یکی از آرمان‌های نهادهای سیاست‌گذار تبدیل کرده، این مسئله بوده است که با رشد بنگاه‌های تجاری و عمومی شدن مالکیت شرکت‌ها از قدرت کنترل سهام‌داران کاسته شده و آن‌ها به‌تنهایی این قابلیت را ندارند تا انگیزه‌های فرصت‌طلبانه مدیران را محدود کنند (فرانکس، والپین و واگنر<sup>۹</sup>، ۲۰۱۲). موضوعی که نشان می‌دهد خاستگاه حمایت از سهام‌داران، به‌خاطر وجود مشکل نمایندگی است (اینوموتو، کیمورا و یاماگوشی<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۵). و از همین رو است که امروزه نقض و عدم حمایت از سهام‌داران، به یکی از چالش‌های فراگیر جهانی در زمینه مالی و اقتصادی تبدیل شده است. به‌گونه‌ای که در سطح ملی و بین‌المللی، ساختارها، ابزارها و شاخص‌هایی جهت حمایت از سهام‌داران تدوین و ارائه شده‌اند. در همین راستا، بانک جهانی (۲۰۰۰) و سازمان همکاری و توسعه اقتصادی<sup>۱۱</sup> (۲۰۰۳) از جمله نهادهایی هستند که رهنمودهایی را جهت حمایت از سهام‌داران با تمرکز بر حقوق سهام‌داران خرد<sup>۱۲</sup> مطرح کرده‌اند.

مرور ادبیات اقتصادی، مالی و حسابداری نشان می‌دهد بیشتر پژوهش‌هایی که در زمینه حمایت از سهام‌داران انجام گرفته است، بر اساس معیارهای ارائه شده توسط لاپورتا و همکاران (۱۹۹۷، ۱۹۹۸، ۲۰۰۲)، شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران طرح کسب‌وکار<sup>۱۳</sup> بانک جهانی (۲۰۰۰)، شاخص مرکز پژوهش‌های کسب‌وکار دانشگاه کمبریج<sup>۱۴</sup> (۲۰۰۲)، شاخص حقوق ضد‌مدیر<sup>۱۵</sup> جانکوف، لاپورتا، لوپزدی‌سایلنز، شلیفر<sup>۱۶</sup> (۲۰۰۸) اندازه‌گیری شده‌اند. لاپورتا و همکاران (۱۹۹۷، ۱۹۹۸، ۲۰۰۲) از مؤلفه‌هایی مانند سیستم‌های حقوقی و قضایی، حقوق ضد مدیر، انتشار سهام دارای حق رأی، تقسیم سود، ساختار مالکیت، حاکمیت قانون<sup>۱۷</sup>، فساد<sup>۱۸</sup>، ریسک سلب مالکیت و غیره جهت سنجش حمایت از سهام‌داران

1. Shareholders Protection
2. Interdisciplinary
3. Ahiabor, James, Kwabi & Siems
4. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny
5. Social Health
6. Ferguson, Power, Stevenson & Collison
7. International Organization of Securities Commissions
8. World Bank
9. Franks, Volpin & Wagner
10. Enomoto, Kimura & Yamaguchi
11. Organisation for Economic Co-operation and Development
12. Minority Shareholders
13. Doing Business
14. Centre for Business Research (CBR)
15. Antidirector Rights Index
16. Djankov, La Porta, Lopez-de Silanes & Shleifer
17. Rule of Law
18. Corruption

استفاده کرده‌اند. بانک جهانی نیز دو شاخص مقررات ناظر بر تضاد منافع<sup>۱</sup> و میزان حاکمیت سهام‌داران<sup>۲</sup> را که هر یک از آن‌ها دارای زیرمؤلفه هستند، به‌عنوان شاخص‌های حمایت از سرمایه‌گذاران در مطالعات بین‌المللی در نظر گرفت. بدین‌صورت که مؤلفه‌های میزان افشا<sup>۳</sup>، میزان مسئولیت‌مدیر<sup>۴</sup> و سهولت دادخواست قضایی<sup>۵</sup> به‌عنوان زیرمعیارهای شاخص مقررات ناظر بر تضاد منافع و مؤلفه‌های میزان حقوق سهام‌دار<sup>۶</sup>، میزان مالکیت - کنترل<sup>۷</sup> و شفافیت<sup>۸</sup> به‌عنوان زیرمعیارهای شاخص حاکمیت سهام‌داران طبقه‌بندی شده‌اند. همچنین، مرکز پژوهش‌های کسب‌وکار دانشگاه کمبریج (۲۰۰۲) نیز ده معیار از جمله اختیارات مجمع عمومی برای تغییرات بنیادین، توزیع قدرت تصمیم‌گیری، تسهیل مشارکت سهام‌داران در فرایند تصمیم‌گیری، ممنوعیت سهام‌دارانی چندین حق رأی، استقلال اعضای هیئت‌مدیره، امکان اخراج مدیر، اقدام سهام‌داران در برابر مصوبات مجمع، افشای مالکیت سهام‌داران عمده، پیشنهاد به سایر سهام‌داران در فرایند تحصیل و اقامه دعوی حقوقی جهت اندازه‌گیری حمایت از سهام‌داران در سطح بین‌المللی ارائه کرده‌اند. در همین راستا، جانکوف و همکاران (۲۰۰۸) نیز طبق یک مدل مبتنی بر معاملات اشخاص وابسته به تدوین حقوق ضد مدیر به‌عنوان شاخص حمایت از سهام‌داران پرداختند. مرور هر یک از این شاخص‌ها نشان می‌دهد اگرچه آن‌ها جهت مقایسه میزان حمایت از سهام‌داران در کشورهای مختلف در نظر گرفته شده‌اند و به عبارتی جنبه بین‌المللی دارند؛ اما از ترکیب سه گروه سیستم‌های حقوقی و قانونی، ویژگی‌های شرکتی و مؤلفه‌های حاکمیت خوب<sup>۹</sup> تشکیل شده‌اند. در حالی که اندرسون، جینگ و جینگ<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۹) و جیانگ، لی و یو<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۰) معتقدند که در سطح شرکت نیز به شاخص‌هایی نیاز است تا به‌واسطه آن‌ها بتوان میزان حمایت از سهام‌داران را سنجید؛ چرا که به عقیده آهیابور و همکاران (۲۰۱۸) سیستم‌های قانونی اختیارات محدودی در برابر رفتارهای مدیران دارند. با وجود این، به نظر می‌رسد هنوز هم به‌دلیل تحول در فضای کسب‌وکار و همچنین تمایل افراد به سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها، نکات مبهمی در خصوص ابعاد حمایت از سهام‌داران در سطح شرکت‌ها وجود دارد که نیاز به مطالعه بیشتر است.

نظریه‌های مالی و اقتصادی حکایت از این دارند که اگرچه حمایت از سهام‌داران از مفهوم تضاد نمایندگی سرچشمه می‌گیرد (لیوز، ناندا و ویسوکا<sup>۱۲</sup>، ۲۰۰۳)، اما می‌تواند مشکل نمایندگی (تران<sup>۱۳</sup>، ۲۰۱۹)، تنظیم رفتارهای مدیران در راستای منافع سهام‌داران (آهیابور و همکاران، ۲۰۱۸) و عدم تقارن اطلاعاتی (بروکمن و چانگ<sup>۱۴</sup>، ۲۰۰۸) را تعدیل کند. علی‌رغم وجود مبانی نظری قوی در خصوص نیاز به حمایت از سهام‌داران، اما حلقه مفقوده مباحث مربوط به آن، نبود شاخصی جامع برای اندازه‌گیری این مفهوم مهم در سطح شرکتی است.

1. Extent of conflict of interest regulation index
2. Extent of shareholder governance index
3. Extent of disclosure index
4. Extent of director liability index
5. Ease of shareholder suits index
6. Extent of shareholder rights index
7. Extent of ownership and control index
8. Extent of corporate transparency index
9. Good Governance
10. Anderson, Jimg & Jing
11. Jiang, Lee & Yue
12. Leuz, Nanda & Wysocki
13. Tran
14. Brockman & Chung

مطالعات نشان می‌دهند که تاکنون در سطح شرکتی، حمایت از سهامداران با شاخص‌های مختلفی سنجیده شده است. به‌عنوان نمونه، یانوتا، مینیچیلی و زاتونی<sup>۱</sup> (۲۰۱۰) با استفاده از هم‌زمانی قیمت سهام نشان داده‌اند که هر چه سازوکارهای حمایت از سهامداران ضعیف‌تر باشد، عدم‌تقارن اطلاعاتی افزایش می‌یابد. همچنین، اندرسون و همکاران (۲۰۱۹) نیز بیان داشته‌اند که کنترل وام‌های بین‌گروهی، منجر به کاهش ریسک سلب مالکیت سهامداران خرد می‌شود. جنسن<sup>۲</sup> (۱۹۹۳) معتقد است که کیفیت حاکمیت شرکتی یکی دیگر از شاخص‌هایی است که می‌توان از آن جهت حل مشکل نمایندگی بین مدیران و سهامداران بهره گرفت. این ساختار جهت حمایت از سهامداران وضع گردیده و هسته اصلی آن را تشکیل می‌دهد (اویانگ و ژو<sup>۳</sup>، ۲۰۱۶). آجیامنگ، اوسی‌ایفاح و آجایی<sup>۴</sup> (۲۰۱۹) اعتقاد دارند که حاکمیت شرکتی در ارتقای سطح حمایت از سهامداران حائز اهمیت است. چرا که سهامداران توانایی پایینی در حفاظت از حقوق خود در برابر رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران دارند. معاملات با اشخاص وابسته نیز از جمله شاخص‌هایی است که محور سنجش حمایت از سهامداران، در هر دو سطح بین‌المللی و شرکتی قرار گرفت. جانکوف و همکاران (۲۰۰۸) نشان داده‌اند هر چه میزان حمایت از سهامداران در برابر معاملات اشخاص وابسته بیشتر باشد، سرمایه‌گذاری به‌واسطه رشد بازار، افزایش تعداد شرکت‌ها و عرضه‌های اولیه و کاهش انگیزه‌های فرصت‌طلبانه، بیشتر می‌شود. کیفیت حسابرسی معیار دیگری بوده که جهت سنجش حمایت از سهامداران می‌توان از آن بهره جست (پرساکیس و یاتریدیس<sup>۵</sup>، ۲۰۱۶). جگی و لو<sup>۶</sup> (۲۰۱۱) بیان داشته‌اند که کیفیت حسابرسی در محیط‌هایی که از سهامداران حمایت می‌شود، حق الزحمه حسابرسی را افزایش می‌دهد. استدلال آن‌ها بر این مبنا بوده است که حسابرسان جهت پوشش ریسک دادخواهی تلاش بیشتری انجام می‌دهند. همچنین، اعلامیه‌های سازمان بین‌المللی کمیسیون بورس اوراق بهادار (۲۰۰۳) و بانک جهانی (۲۰۰۰)، کیفیت گزارشگری مالی و افشای کامل اطلاعات را از ابزارهایی می‌دانند که سهامداران را در اتخاذ تصمیم‌گیری‌های بهتر و آگاهانه‌تر یاری رسانده و این توانایی را به آن‌ها می‌دهد تا با برآورد دقیق‌تری از ریسک و بازده مورد انتظار، از سرمایه خود محافظت نمایند. یکی دیگر از معیارهایی که در پژوهش‌های مختلف مورد استفاده قرار گرفته و از سیستم حقوقی ناشی می‌شود، ریسک دادخواهی است (بورویو، لو و وانگ<sup>۷</sup>، ۲۰۱۸). عبیدالدین، زاربروگ و حسین<sup>۸</sup> (۲۰۲۰) اعتقاد دارند در محیطی که از سهامداران حمایت می‌شود، آن‌ها می‌توانند از دعاوی حقوقی به‌عنوان سازوکاری انضباطی و تنبیهی بهره گیرند. این شرایط سبب می‌شود تا انگیزه مدیران جهت انحراف از منافع سهامداران کاهش یابد. لاپورتا و همکاران (۱۹۹۸) تقسیم سود را یکی از معیارهای اندازه‌گیری حمایت از سهامداران تلقی کرده‌اند. تران (۲۰۱۹) اعتقاد دارد که وجود ساختارهای قوی حمایت از سهامداران، مدیران را وادار می‌کند تا منابع نقدی را در تقسیم سود استفاده کنند. در واقع، تقسیم سود یک نوع حمایت قانونی از سهامداران جهت کاهش مشکل نمایندگی است. صفرزاده (۱۳۹۲)

1. Iannotta, Minichilli & Zattoni

2. Jensen

3. Ouyang & Zhu

4. Agyemang, Osei-Effah, Agyei & Gatsi

5. Persakis & Latridis

6. Jaggi & Low

7. Bourveau, Lou & Wang

8. Obaydin, Zurbruegg, & Hossain

در تدوین شاخص رعایت حقوق سهام‌داران، از مالکیت دولتی استفاده کرده و نتیجه گرفت که این سنجه باید به‌طور ترکیبی در تبیین حمایت از سهام‌داران منظور شود. هیوجنز و تورورا و ون‌اسن<sup>۱</sup> (۲۰۱۹) معتقدند که تبدیل نقش دولت به سهام‌دار کنترلی، دستیابی به منافع خصوصی ناشی از کنترل را آسان می‌کند.

با وجود پژوهش‌های پیش‌گفته که با رویکردی تک‌بعدی به سنجش رعایت حقوق سهام‌داران پرداختند، انتظار می‌رود که نبود شاخصی جامع در سطح شرکت، شکافی باشد که در پژوهش‌های مرتبط با حمایت از سهام‌داران وجود دارد. به همین جهت، این پژوهش درصدد است تا با مطالعه گسترده سنجه‌های حمایت از سهام‌داران و همچنین روش‌شناسی ساخت شاخص‌های ترکیبی، شاخص جدیدی برای اندازه‌گیری حمایت از سهام‌داران در سطح شرکتی را بر اساس نظریه نمایندگی ارائه کند. بر همین اساس با مطالعه ادبیات پیشین، نه شاخص انفرادی هم‌زمانی قیمت سهام (یانوتا و همکاران، ۲۰۱۰)، وام‌های بین‌گروهی (اندرسون و همکاران، ۲۰۱۹)، کیفیت حاکمیت شرکتی (آجیامنگ و همکاران، ۲۰۱۹؛ باساک، چاباکائوری و یاوز، ۲۰۱۶؛ پیندادو، رکیوجو و توره، ۲۰۱۳؛ بانک جهانی، ۲۰۰۰؛ حسینی و شفیع‌زاده، ۱۳۹۸؛ صفرزاده، ۱۳۹۲)، معاملات اشخاص وابسته (مگلیو، ری، آگلیاتا و روسالومباردی، ۲۰۱۹؛ جانکوف و همکاران، ۲۰۰۸؛ بانک جهانی، ۲۰۰۰؛ حسینی و شفیع‌زاده، ۱۳۹۸؛ صفرزاده، ۱۳۹۲)، دعوی حقوقی (عبیدالدین و همکاران، ۲۰۲۰؛ حسینی و شفیع‌زاده، ۱۳۹۸؛ صفرزاده، ۱۳۹۲)، کیفیت حسابرسی (پرساکیس و یاتریدیس، ۲۰۱۶؛ جگی و لو، ۲۰۱۱؛ بانک جهانی، ۲۰۰۰؛ حسینی و شفیع‌زاده، ۱۳۹۸)، افشا و شفافیت (سیکینن<sup>۵</sup>، ۲۰۱۶؛ بانک جهانی، ۲۰۰۰؛ حسینی و شفیع‌زاده، ۱۳۹۸)، تقسیم سود (بانک جهانی، ۲۰۰۰؛ لاپورتا و همکاران، ۱۹۹۷، ۱۹۹۸) و مالکیت دولتی (صفرزاده، ۱۳۹۲) به‌عنوان معیارهای حمایت از سهام‌داران منظور شده و به‌وسیله روش‌شناسی شاخص‌سازی، شاخصی ترکیبی برای آن معرفی شده است. اهمیت پژوهش حاضر از چند بُعد قابل تبیین است. اول اینکه، پژوهش حاضر برخلاف پژوهش‌های قبلی تک‌بعدی نیست؛ به‌گونه‌ای که تلاش شده تا با استفاده از شاخص ترکیبی که در آن علاوه بر افزایش تعداد معیارها، به هر یک از آن‌ها وزن مشخصی نیز داده شود. عاملی که در پژوهش‌های پیشین (ندری و حسینی، ۱۳۹۴؛ کمپجانی و سهیلی احمدی، ۱۳۹۱؛ صفرزاده، ۱۳۹۲؛ حسینی و شفیع‌زاده، ۱۳۹۸) نادیده گرفته شده است. دوم، انتظار می‌رود شاخص‌های ترکیبی، به‌واسطه تسهیل ارتباط با استفاده‌کنندگان و ارتقای پاسخ‌گویی، حمایت از سهام‌داران را بهبود بخشد. این مفهوم برای حرفه حسابداری و حسابرسی به‌عنوان تنها کانال انتقال اطلاعات شرکت‌ها مهم است. چرا که حسابداری می‌تواند با ایجاد شفافیت، موجب ساخت یا پشتوانه‌سازی حمایت از سهام‌داران شود. سوم، شاخص‌های ترکیبی می‌توانند واقعیت‌های پیچیده و چندبُعدی را با هدف پشتیبانی از تصمیم‌گیرندگان خلاصه کنند. به کمک این مفهوم و از آنجایی که در بازارهای نوظهور و کمتر توسعه یافته موانع بیشتری جهت هم‌بستگی بین حمایت از سهام‌داران و تعدیل رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران وجود دارد، انتظار می‌رود معرفی چنین شاخصی منجر به حفاظت بیشتر از حقوق سهام‌داران شود و پیامدهای حسابداری و مالی متفاوتی در سطح خرد و کلان داشته باشند.

1. Heugens, Turturea, & van Essen
2. Basak, Chabakauri & Yavuz
3. Pindado, Requejo & Torre
4. Maglio, Rey, Agliata & Rosa Lombardi
5. Siekkinen

علاوه‌براین، ضرورت این پژوهش را نیز می‌توان از چندین جنبه بررسی کرد. اول، اگرچه به منظور جلب اعتماد سرمایه‌گذاران در بنگاه‌ها، پیش‌بینی مقررات لازم در مورد حقوق سهام‌داران ضروری است، اما نبود قواعد و مقررات صریح و شفاف در این رابطه سبب می‌شود تا تدوین شاخصی ترکیبی برای سنجش میزان حمایت از سهام‌داران در سطح شرکت‌ها به وسیله معیارهایی که حقوق سهام‌داران را نقض می‌کند، ضرورت یابد. دوم، ابهام درباره حفظ حقوق سهام‌داران در قوانین آمره و اشاره کلی به آن و عدم تعیین اولویت‌ها باعث شده تا سهام‌داران نتوانند آن‌گونه که باید و شاید از حقوق‌شان اطلاع یافته و به‌طور آگاهانه وارد ساختار شرکت‌ها شوند. به همین جهت تدوین شاخص ترکیبی به‌دلیل توان بالای آن در تسهیل ارتباط با استفاده‌کنندگان از جمله سهام‌داران و آگاهی‌بخشی آن‌ها ضرورت دارد. سوم، با توجه به تردیدهایی که درباره ویژگی‌های کیفی اطلاعات منتشره شرکت‌های ایرانی وجود دارد (میرشکاری و سوداگران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۵؛ تیموری، هاشمی و امیری، ۱۴۰۰) که ممکن است حقوق سهام‌داران را نادیده گیرد، انتظار می‌رود ساخت شاخص‌های ترکیبی، امکان درج اطلاعات بیشتر در این زمینه را فراهم سازد. چهارم، نارسایی‌های موجود در ساختار شرکت‌های ایرانی (مانند افشای ناکافی معاملات اشخاص وابسته، نرخ بالای تمرکز مالکیت، خلأهای حاکمیت شرکتی) و همچنین نیاز به حمایت از سهام‌داران خرد منجر می‌شود تا وزن‌دهی و تجمیع معیارهای مؤثر بر حفاظت از سهام‌داران به وسیله شاخص ترکیبی، به پشتوانه‌سازی و قابلیت مقایسه مفاهیم کمک کند. پنجم، میزان شفافیت اطلاعات به‌عنوان یکی از معیارهای حمایت از سهام‌داران (بانک جهانی، ۲۰۰۰) در اقتصاد ایران بسیار پایین بوده و همواره نگرانی‌هایی در این رابطه وجود دارد. به‌گونه‌ای که طبق آمار شفافیت بین‌الملل<sup>۲</sup> در سال ۲۰۲۱، ایران در بین ۱۸۰ کشور رتبه ۱۵۰ را داشته است. همچنین، حمایت از سهام‌داران یکی از ابعاد سنجش محیط کسب‌وکار بوده (بانک جهانی، ۲۰۰۰) که طبق آمار اعلامی در سال ۲۰۲۰، کشور ایران رتبه ۱۲۷ را در بین ۱۹۰ کشور داشته است. از سوی دیگر، بورس اوراق بهادار تهران نیز در مراحل اولیه پذیرش استانداردهای گزارشگری مالی بین‌المللی<sup>۳</sup> قرار دارد که یکی از پیش‌نیازهای آن اتصال به فرهنگ شفافیت بین‌المللی است. بنابراین، تدوین چنین شاخص‌های ترکیبی می‌تواند مشکلات و مسایل موجود در این زمینه را در کانون توجه و سیاست‌گذاری قرار دهد. ششم، از آنجایی که یکی از پیامدهای توسعه بازار سرمایه توانمندسازی سهام‌داران<sup>۴</sup> است (کیم، کیتسابونارات-چاتجوتامارد و نوفسینگر<sup>۵</sup>، ۲۰۰۷)، انتظار می‌رود که حمایت از سهام‌داران منجر به تحقق این مفهوم از طریق ساخت یا پشتوانه‌سازی مفاهیم برای سهام‌داران شود. موضوعی که در نوسان اخیر بازار سرمایه فقدان آن به شدت احساس گردیده و عدم شکل‌گیری پارادایم‌های مربوط به حمایت از سهام‌داران را در بازار سرمایه ایران نشان داده است. براین اساس ضرورت دارد معیارهایی که ممکن است منجر به عدم رعایت حقوق سهام‌داران در سطح شرکتی شده، مورد مطالعه قرار گیرد و یک شاخص ترکیبی برای سنجش میزان حمایت از سهام‌داران در بازار ایران تدوین گردد.

1. Mirshekary & Saudagaran
2. International Transparency
3. International Financial Reporting Standards (IFRS)
4. Shareholders Empowerment
5. Kim, Kitsabunnarat-Chatjuthamard, Nofsinger



در ادامه، سازمان‌دهی پژوهش بدین صورت است. در ابتدا ادبیات و پیشینه پژوهش مطرح شده و شاخص‌های حمایت از سهام‌داران در سطح شرکتی معرفی می‌شوند. سپس روش‌شناسی پژوهش ارائه و داده‌ها تجزیه و تحلیل شده و در نهایت پس از آزمون‌های تکمیلی، نتیجه‌گیری شده و پیشنهادهایی برگرفته از پژوهش ارائه شده است.

## مبانی نظری پژوهش

### ضرورت تدوین شاخص ترکیبی حمایت از سهام‌داران

دی‌مارو، مازیوتا و پارتو<sup>۱</sup> (۲۰۱۰) معتقدند که پیچیدگی بسیاری از پدیده‌های اجتماعی - اقتصادی سبب می‌شود تا اندازه‌گیری و ارزیابی آن‌ها دشوار گردد. پیچیدگی بر چندبُعدی بودن نیز دلالت دارد. از این‌رو، باید دامنه شاخص‌ها را افزایش داد تا همه اطلاعات لازم در مورد موضوعی که ماهیت چندبُعدی دارد، لحاظ شود. آزودو، کاروالیو و کروز ماچادو<sup>۲</sup> (۲۰۱۶) بیان داشته‌اند که استفاده از معیارهای انفرادی جهت سنجش مفاهیم چندبُعدی منجر به یافته‌های متناقض شده و سنجش مفاهیم چندبُعدی در قالب یک شاخص ترکیبی، امکان توسعه و پشتوانه نظری مفاهیم را فراهم می‌سازد. در همین راستا، حمایت از سهام‌داران، مفهومی بین‌رشته‌ای است که در بیشتر موارد و در سطح شرکتی بر مبنای معیارهای تک‌بُعدی سنجیده شده است.

موضوعی که به اعتقاد اندرسون و همکاران (۲۰۱۹) سبب می‌شود تا تعریف و اندازه‌گیری دقیق این مفهوم در سطح شرکتی به دلیل عدم تمرکز به مبانی نظری و پارادایم مشخص، پیچیده و دشوار شده و در ادبیات مالی و حسابداری چالش‌برانگیز تلقی گردد. بنابراین انتظار می‌رود تغییر سنجح حمایت از سهام‌داران از معیارهای تک‌بُعدی به چندبُعدی و در بستر یک شاخص ترکیبی، منجر به پیشرفت و بسط مبانی نظری به واسطه گسترش دامنه تجزیه و تحلیل شده و مزایای کاربردی به همراه داشته باشد. مرور پژوهش‌ها نشان می‌دهد که به دلیل اهمیت موضوع حمایت از سهام‌داران، شاخص‌های تک‌بُعدی فراوانی در حوزه مالی و حسابداری وجود دارد. این شاخص‌ها اگرچه به ابعاد مشخصی از حفظ حقوق سهام‌داران می‌پردازند، ولی از ارائه تصویری کامل از این مفهوم توسط واحدهای تجاری ناتوان هستند (تران، ۲۰۲۰؛ اندرسون و همکاران، ۲۰۱۹؛ آهیابور و همکاران، ۲۰۱۸؛ جیانگ و همکاران، ۲۰۱۰). بنابراین، نیاز به تدوین شاخصی جامع برای اندازه‌گیری حقوق سهام‌داران در سطح شرکتی ضرورت دارد. اما پیش شرط چنین شاخصی نیازمند بررسی تک‌تک ابعاد بوده تا بتوان به شاخصی جامع با ویژگی‌های کاربردی دست پیدا کرد. لذا در ادامه به بررسی تک شاخص‌ها پرداخته می‌شود.

### کیفیت حاکمیت شرکتی

نگوین، دان و نگوین<sup>۳</sup> (۲۰۲۰) بیان داشته‌اند که یک ساختار حاکمیت شرکتی مطلوب و اثربخش می‌تواند شکاف بین مدیران و سهام‌داران را کاهش دهد. پژوهش‌های زیادی نشان دادند که ساختار حاکمیت شرکتی بر مبنای حمایت از

1. De Muro, Mazziotta & Adriano Pareto  
2. Azevedo, Carvalho & Cruz-Machado  
3. Nguyen, Doan & Nguyen

سهام‌داران شکل گرفته است (اویانگ و ژو، ۲۰۱۶؛ کاسادو، بورکرت، داویلا و اویون<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶؛ بورکارت و پانونزی<sup>۲</sup>، ۲۰۰۶؛ محمدی خانقاه، پیری و منصورفر، ۱۳۹۸). اگرچه حاکمیت شرکتی به‌عنوان یکی از ابزارهای حل مشکل نمایندگی بین مدیران و سهام‌داران تلقی می‌شود، اما کیفیت قوانین و مقررات در کشورهای مختلف در زمینه حاکمیت شرکتی متفاوت است؛ به‌گونه‌ای که در برخی از کشورها به‌واسطه ساختار حاکمیت شرکتی و در قالب حمایت از سهام‌داران خرد، قواعد پیشرفته‌ای در حمایت از حقوق مالکیت سهام‌داران وضع شده و از سوی دیگر، کشورهایی وجود دارند که سازوکارهای حاکمیت شرکتی در نظام حقوقی‌شان به خوبی تعریف و تبیین نشده است. با وجود این، شاخص سهام‌داران خرد بانک جهانی، وضعیت نظام حاکمیت شرکتی کشورهای مختلف را با تأکید بر حمایت از این سهام‌داران اندازه‌گیری و با یکدیگر مقایسه می‌کند (بانک جهانی، ۲۰۰۰).

آجیامنگ و همکاران (۲۰۱۹) اعتقاد دارند که ساختار حاکمیت شرکتی در ارتقای سطح حمایت از حقوق سهام‌داران حائز اهمیت است؛ چرا که سهام‌داران از توانایی پابینی در حفاظت از حقوق خود در برابر رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران دارند. بنابراین، حمایت از سهام‌داران در ساختارهای حاکمیت شرکتی نهفته است. همچنین باساک و همکاران (۲۰۱۶) نیز معتقدند زمانی که حمایت از سهام‌داران ضعیف است، سهام بیشتری در تملک سهام‌داران کنترلی قرار می‌گیرد که این موضوع سبب می‌شود تا بخشی از بازده شرکت به نفع آن‌ها انحراف داشته و بازده سهام و نوسان بازده به ترتیب برای سایر سهام‌داران کاهش و افزایش یابد. پیندادو و همکاران (۲۰۱۳) معتقدند هرچه تمرکز مالکیت بیشتر باشد، ریسک سلب مالکیت نیز افزایش می‌یابد. بنابراین، در کشورهایی که سازوکارهای ضعیفی جهت حمایت از حقوق سهام‌داران وجود دارد، تمرکز مالکیت جایگزینی برای محافظت از سهام‌داران کنترلی و عمده بوده و تنها این گروه می‌توانند امیدوار باشند تا منافع خود را پیگیری کنند. به این ترتیب، در شرایطی که حمایت از سهام‌داران در سطح پابینی قرار دارد، تمرکز مالکیت یک اقدام دفاعی سهام‌داران کنترلی و عمده در برابر سهام‌داران خرد به شمار می‌رود. چرا که هزینه‌های چنین تمرکزی به سایر سهام‌داران تحمیل می‌شود (کاسادو و همکاران، ۲۰۱۶؛ بورکارت و پانونزی، ۲۰۰۶). از سوی دیگر، یک تصور ضمنی در ساختار حاکمیت شرکتی وجود دارد و آن این است که سهام‌داران خرد به دنبال هیئت‌مدیره مستقل هستند. یکی از سازوکارهای مهم در ساختار حاکمیت شرکتی، ویژگی‌های هیئت‌مدیره است که منافع سهام‌داران را بر منافع مدیران برتر بداند. چرا که در صورت نبود هیئت‌مدیره اثربخش و کارا، منافع سهام‌داران در حاکمیت شرکتی تضعیف می‌شود (آجیامنگ و همکاران، ۲۰۱۹). پس انتظار می‌رود با تفاوت در نگرش مدیران، میزان رعایت الزامات حاکمیت شرکتی نیز متفاوت باشد. موضوعی که سطح حمایت از سهام‌داران را تحت تأثیر قرار می‌دهد. لذا با توجه به اینکه ساختار حاکمیتی شرکتی در سطح شرکت‌های ایرانی متفاوت است می‌توان از آن به‌عنوان یک مؤلفه برای تدوین شاخص ترکیبی استفاده کرد. در همین راستا، محمدی خانقاه و همکاران (۱۳۹۸) نشان داده‌اند که هر چه کیفیت حاکمیت شرکتی بالاتر باشد، نظارت بر مدیران بهبود یافته و رفتارهای فرصت‌طلبانه آن‌ها را کاهش می‌دهد که در پایان، اطلاعاتی با سوگیری کمتر ارائه شده و عدم تقارن اطلاعاتی را تعدیل می‌کند.

1. Casado, Burkert, Dávila & Oyon  
2. Burkart & Panunzi

### هم‌زمانی قیمت سهام

عبیدالدین و همکاران (۲۰۲۰)، پدیده هم‌زمانی قیمت سهام را به‌عنوان معیار بکارگیری اطلاعات خاص و بنیادی شرکت به وسیله بازار تعریف کرده‌اند. طبق نظریه نمایندگی، هرگاه محیط اطلاعاتی شرکت فاقد شفافیت باشد، انگیزه‌ها و منافع شخصی مدیران جهت افزایش پاداش و حفظ جایگاه خود دوچندان شده و ممکن است به فعالیت‌های فرصت‌طلبانه روی آورند. در چنین وضعیتی ممکن است اطلاعات مربوط به عملکرد نامطلوب و سوء استفاده مدیران در شرکت پنهان شده و توانایی سهام‌داران در تشخیص و اتخاذ تصمیم‌گیری‌ها تحت تأثیر قرار گرفته و موجب افزایش هم‌زمانی قیمت سهام گردد. درحالی‌که اگر شفافیت اطلاعاتی در شرکت تقویت شود، میزان انعکاس اطلاعات خاص شرکت در قیمت سهام افزایش می‌یابد (هاتن، مارکوس و تهرانیان<sup>۱</sup>، ۲۰۰۹). چنین وضعیتی سبب شده است تا در ادبیات مالی و حسابداری، در خصوص میزان حمایت از سهام‌داران و افزایش تضاد منافع ناشی از رابطه نمایندگی و همچنین عدم تقارن اطلاعاتی در بستر هم‌زمانی قیمت سهام بحث‌هایی مطرح شود. یانوتا و همکاران (۲۰۱۰) بیان داشته‌اند که حمایت از سهام‌داران تابع حجم مشخصی از اطلاعات در گستره شرکت‌ها و بازار است. آن‌ها دریافته‌اند که کشورهای با تولید ناخالص داخلی بالاتر نسبت به کشورهای با تولید ناخالص داخلی پایین‌تر، میانگین ضریب تعیین کمتری داشته که تفاوت در میزان حمایت از حقوق سهام‌داران می‌تواند این نتیجه را توضیح دهد. به‌طوری‌که، در اقتصادهایی که حمایت از سهام‌داران در سطح پایینی قرار دارد، گردآوری و پردازش اطلاعات توسط سهام‌داران ماهر به دو دلیل جذابیت کمتری دارد. اول اینکه، عدم حمایت از سهام‌داران سبب می‌شود تا هزینه تولید اطلاعات به‌واسطه کیفیت پایین استانداردهای حسابداری و نبود شفافیت لازم افزایش یابد. در این شرایط، عملکرد شرکت‌ها به‌شدت تابع عوامل سیاسی قرار گرفته و از آنجایی که رویدادهای سیاسی در چنین محیط‌هایی نامنظم بوده، فرایند پیش‌بینی را دشوار می‌سازد. دوم، در کشورهایی که تولید ناخالص داخلی پایین است، ممکن است سهام‌داران این توانایی را نداشته باشند تا منافی را که از طریق تولید اطلاعات کسب کرده‌اند، نگهداری کرده یا حتی آن را تشخیص دهند؛ به‌ویژه اگر در ساختار سیاسی نیز مشارکتی نداشته باشند. بنابراین، حمایت ضعیف از سهام‌داران امکان دارد که سهام‌داران باتجربه را هم از تولید اطلاعات خاص شرکت منصرف کند که این موضوع موجب می‌شود حرکت قیمت سهام بیشتر توسط اطلاعات بازار نسبت به اطلاعات خاص شرکت تعیین شده و هم‌زمانی قیمت سهام تشدید گردد. علاوه‌براین، جین و مایرز<sup>۲</sup> (۲۰۰۶) نیز به‌واسطه فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی معتقدند که حمایت ضعیف از سهام‌داران منجر به افزایش ضریب تعیین در مدل بازار می‌شود. استدلال آن‌ها بر این مبناست که چنین وضعیتی به اشخاص دارای اطلاعات محرمانه شرکت اجازه می‌دهد تا با تصاحب بخشی از جریان‌های نقدی شرکت، سایر سهام‌داران را سلب مالکیت نمایند.

### وام‌های بین‌گروهی

مرور ادبیات حسابداری و مالی نشان می‌دهد که ترکیب‌های تجاری بر محیط اطلاعاتی شرکت‌ها تأثیرگذار می‌باشد و

1. Hutton, Marcus & Tehranian  
2. Jin & Myers

پیامدهایی را برای سهام‌داران به همراه دارد (مانوس، مورینده و گرین<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲؛ اندرسون و همکاران، ۲۰۱۹). اگرچه مانوس و همکارانش (۲۰۱۲) نشان داده‌اند که ترکیب‌های تجاری میزان عدم‌تقارن اطلاعاتی را به‌واسطه کاهش وابستگی مالی بیرونی و سطح نگهداشت وجه نقد کمتر می‌کند اما از سوی دیگر، اندرسون و همکاران (۲۰۱۹) معتقدند بازارهایی که سازوکارهای نظارتی ضعیف‌تری دارند، یک بازار داخلی برای مدیران و سهام‌داران کنترلی به‌واسطه ترکیب‌های تجاری ایجاد می‌شود. استدلال آن‌ها بر این مبنا است که ترکیب‌های تجاری، انگیزه‌های فرصت‌طلبانه‌ای را برای مدیران یا سهام‌داران کنترلی از طریق دریافت یا اعطای وام‌های بین‌گروهی پدید می‌آورد که ممکن است به منافع سهام‌داران خرد آسیب رسانده و زمینه سلب مالکیت آن‌ها را فراهم سازد. چرا که مخابره اطلاعات در بستر این نوع وام‌ها به آسانی منتقل نشده و یک بازاری برای دستیابی به منافع شخصی است. در پژوهش‌های داخلی نیز، نیکبخت، فیروزنیا، قیطانچیان و کلهرنیا (۱۳۹۷) نشان داده‌اند که سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های عضو ترکیب‌های تجاری کمتر است. چنین نتیجه‌ای بیانگر وجود معاملات درون‌گروهی در فرایند ترکیب تجاری شرکت‌های ایرانی است.

### معاملات اشخاص وابسته

یکی از مفروضه‌های نظریه نمایندگی که در هر دو نوع مشکل نمایندگی وجود دارد، این است که منابع شرکت امکان دارد در راستای سوءرفتارهای مدیران و سهام‌داران کنترلی هدر رود که معاملات اشخاص وابسته نمونه بارز چنین رفتارهایی محسوب می‌شوند (جانکوف و همکاران، ۲۰۰۸). بنابراین، می‌توان این معاملات را یکی از انگیزه‌های فرصت‌طلبانه روابط نمایندگی توصیف کرد که در آن منافع مدیران و سهام‌داران کنترلی بیش از منافع سایر سهام‌داران تأمین شده و موجب انتقال ثروت از شرکت به سمت آن‌ها می‌شود که این وضعیت در زمانی که ساختار نظارتی ضعیف است، تشدید شده و حفاظت از حقوق سهام‌داران اقلیت را کمرنگ می‌کند (پیزو<sup>۲</sup>، ۲۰۱۳). این در حالی است که گزارش سازمان همکاری و توسعه اقتصادی (۲۰۱۲) نیز چنین موضوعی را تأیید کرده و ابراز داشته است که یکی از رایج‌ترین شکایت‌ها درباره رفتار شرکت‌ها، همین معاملات بوده و این پرسش اساسی را مطرح کرد که آیا سهام‌داران خرد به حمایت بیشتری در برابر معاملات اشخاص وابسته نیاز دارند؟ چنین اهمیتی سبب شد تا در تعیین و سنجش میزان حمایت از سهام‌داران، معاملات اشخاص وابسته همواره به‌عنوان یکی از سنجه‌های بنیادی در نظر گرفته شده و هم در سطح کشوری و هم در سطح شرکتی مورد توجه باشد. به‌طور مثال، جانکوف و همکاران (۲۰۰۸) از طریق این معاملات، شاخصی را تدوین کرده‌اند که نشان می‌دهد هر چه حمایت قانونی از سهام‌داران خرد در برابر معاملات اشخاص وابسته‌ای که به شرکت زیان می‌رسانند، قوی‌تر باشد، منجر به افزایش سطح سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه به‌واسطه اندازه بازار، تعداد شرکت‌ها، عرضه اولیه‌های بیشتر، و کاهش انگیزه‌های فرصت‌طلبانه مدیران می‌شود. از سوی دیگر، این احتمال وجود دارد که به‌واسطه معاملات با اشخاص وابسته منافع سهام‌داران متضاد با منافع مدیران باشد. وجود این نوع معاملات حتی زمانی که به وقوع نپیوندد، فعالیت‌ها و عملیات شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهند؛ چرا که اولویت بر ماهیت و محتوای روابط با اشخاص وابسته است. مرور پژوهش‌های داخلی نیز نشان می‌دهد که این معاملات در راستای منافع

1. Manos, Murinde & Green

2. Pizzo

سهام‌داران قرار ندارد. برای نمونه، شعری و حمیدی (۱۳۹۱) چنین نتیجه‌گیری کرده‌اند که فرضیه وجود رفتار فرصت‌طلبانه در معاملات اشخاص وابسته رد نمی‌شود و نشانه‌هایی از رویکرد فرصت‌طلبانه این معاملات در شرکت‌های ایرانی قابل مشاهده است. اما با وجود این، رویکرد دیگری نیز در رابطه با معاملات اشخاص وابسته وجود دارد که آن را ابزاری کارا برای فعالیت‌های شرکت تعیین کرده و حتی آن را به سود سهام‌داران خرد قلمداد می‌کنند. بدین صورت که در این دیدگاه، چنین معاملاتی به‌واسطه کاهش هزینه معاملات، تسهیل عملیات تجاری عادی، اطمینان از وقوع معامله، کوتاه‌سازی فرایند مذاکره از جایگاه خاصی برخوردار هستند. همچنین، انتظار می‌رود که معاملات کارای اشخاص وابسته در بستر کمک‌ها و دریافت‌های نقدی و همچنین روابط فرعی با شرکت منجر به ایجاد منافی برای سهام‌داران خرد شود (یوتاما، یوتاما و یونیاسی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰).

### کیفیت حسابرسی

ادبیات مالی و حسابداری نشان می‌دهند که نظریه نمایندگی، یکی از مناسب‌ترین نظریه‌هایی است که به‌طور گسترده در پژوهش‌های حسابرسی برای حمایت از سهام‌داران و تبیین ارتباط بین کیفیت حسابرسی و تضاد نمایندگی استفاده می‌شود. طبق این نظریه، تفکیک مالکیت و کنترل سبب شده تا همسان‌سازی منافع بین مدیران یا سهام‌داران کنترلی با سهام‌داران خرد با مشکل روبه‌رو شود. برای مقابله با چنین مشکلات نمایندگی، نظارت بر فعالیت‌های مدیران برای محافظت از حقوق سهام‌داران ضرورت دارد که این موضوع منجر به تحمیل هزینه‌های نظارت مانند حسابرسی می‌شود (مصطفی، بارواری و محمد<sup>۲</sup>، ۲۰۱۸). علاوه‌براین، دسندر، آگوئیلرا، کرسپی و گارسیا کزتونا<sup>۳</sup> (۲۰۱۳) نیز اعتقاد دارند در محیط‌هایی که فرایند نظارت ضعیف است، مدیران و سهام‌داران کنترلی دارای انگیزه‌های قوی برای سلب مالکیت سهام‌داران خرد هستند که ممکن است آن را به‌واسطه ارائه اطلاعات حسابداری اتکاناپذیر، انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص منفی، سوءاستفاده از وجوه نقد و دستکاری سود محقق سازند که جهت تعدیل آن‌ها به حسابرسی مستقل با کیفیت نیاز است. همچنین، گزارش‌های سازمان‌های بین‌المللی مانند بانک جهانی (۲۰۰۰) و سازمان همکاری و توسعه اقتصادی (۲۰۱۲) نیز به این موضوع اشاره دارند که یکی از دغدغه‌ها و خواسته‌های سهام‌داران خرد برای کاهش مشکلات نمایندگی، حسابرسی با کیفیت است. چنین اهمیتی سبب شد تا بانک جهانی (۲۰۰۰) در تدوین شاخص حمایت از سهام‌داران، مؤلفه حسابرسی را به‌عنوان یکی از ابعاد آن در نظر گیرد. در مقابل، کلازنس و جانکوف، فان و لانگ<sup>۴</sup> (۲۰۰۲)، محیط حقوقی ناشی از دادخواهی سهام‌داران را یکی از مؤلفه‌های مهم برای تقاضای خدمات حسابرسی با کیفیت برشمردند. استدلال آن‌ها بر این پایه قرار دارد که ریسک پایین دادخواهی بر کیفیت حسابرسی اثر دارد. به‌گونه‌ای که پرساکیس و یاتریدیس (۲۰۱۶) معتقدند در محیط‌هایی که حمایت قوی (ضعیف) از حقوق سهام‌داران می‌شود، کیفیت حسابرسی بالاتر (پایین‌تر) است. مرور ادبیات داخلی نیز نشان می‌دهد که فرایند انتخاب حسابرس و به دنبال آن کیفیت حسابرسی، مبتنی بر رویکردی فرصت‌طلبانه است. بدین‌گونه که سطح کنونی

1. Utama, Utama & Yuniasih
2. Mustafa, Barwari & Mohammed
3. Desender, Aguilera, Crespi & Garcia-cestona
4. Claessens, Djankov, Fan & Lang

گزارش حسابرس مستقل، فاصله بسیار زیادی از سطح استاندارد آن داشته و ارتقای کیفیت حسابرسی در کشور نیازمند افزایش نظارت بر حرفه حسابرسی است. همچنین، فاصله انتظارات بین حسابرسان مستقل و ذینفعان حرفه در کشور، در سطح خرد و کلان بسیار زیاد بوده که منجر به کاهش کیفیت حسابرسی شده و تقاضای مناسب را چنین فرایندی محدود کرده است (مهربان‌پور، کرمی و جندقی قمی، ۱۴۰۰).

### دعاوی حقوقی

مفهوم ریسک دعاوی حقوقی در مطالعات تجربی متعددی مورد بررسی قرار گرفته است. در ادبیات حسابداری و حسابرسی، دعاوی حقوقی به احتمالی اشاره دارد که در آن سهام‌داران می‌توانند در مورد مسایل و چالش‌های مربوط به فرایند گزارشگری مالی از یک شرکت شکایت کرده و از سیستم قضایی خواهان پیگیری و مجازات شرکت به دلیل عدم ارائه منصفانه و صادقانه اطلاعات مالی به آن‌ها باشند (باغات و رومانو<sup>۱</sup>، ۲۰۰۵). به اعتقاد ماکس و فرانسوئر<sup>۲</sup> (۲۰۱۴)، ایجاد چنین بستری موجب می‌شود که انگیزه شرکت‌ها برای افشای اطلاعات به سهام‌داران، حتی اگر نامطلوب هم باشد، افزایش یابد. از سوی دیگر، این فرض نیز وجود دارد که سهام‌داران تمایل دارند زمانی که زیان قابل توجه است، فرایند قانونی و حقوقی علیه شرکت را آغاز کنند. در نتیجه مدیران با آگاهی از این مفروضه، اطلاعات مطلوب را به موقع و با سرعت منتشر کرده اما ممکن است اعلان اخبار نامطلوب را به تعویق اندازند که از این وضعیت تحت عنوان رفتار نامتقارن مدیران یاد می‌شود که تابع محیط حقوقی و نهادی است. بدین ترتیب، در یک محیطی که از سهام‌داران حمایت می‌شود، آن‌ها از سازوکارهای انضباطی شامل دعاوی حقوقی استفاده می‌کنند تا انگیزه مدیران جهت انحراف از منافع سهام‌داران را کاهش دهند. این ابزار منجر به تعدیل سوءرفتارهای مدیران (رومانو<sup>۳</sup>، ۱۹۹۱) و ریسک‌پذیری بیش از حد (گورملی و ماتسا<sup>۴</sup>، ۲۰۱۶) شده و جایگاه هیئت‌مدیره و همچنین کیفیت افشا (بوریو و همکاران، ۲۰۱۸) را تقویت می‌کند. عبیدالدین و همکاران (۲۰۲۰) نیز نشان داده‌اند که کاهش ریسک دادخواهی منجر به کیفیت پایین افشا شده و ریسک سقوط قیمت سهام را افزایش می‌دهد. مدیران در صورت وجود ریسک دادخواهی، به‌طور داوطلبانه اخبار را جهت جلوگیری از طرح و تشکیل پرونده‌های قضایی افشا می‌کنند.

### سیاست تقسیم سود

انگیزه‌های ناشی از تقسیم سود به معمایی حل نشده در ادبیات حسابداری و مالی تبدیل شده که ممکن است نوع نگرش به حمایت از سهام‌داران دلیل این موضوع باشد (تران، ۲۰۱۹) که طبق نظریه نمایندگی در دو دیدگاه قابل تفسیر است. در دیدگاه اول، ارتباط بین حمایت از سهام‌داران و ذخایر نقدی معکوس است (دیتمار، مارت اسمیت و سرواتز<sup>۵</sup>، ۲۰۰۳). یعنی وجه نقد اضافی به مدیریت ناکارآمد دارایی‌ها منجر می‌شود. تران (۲۰۱۹) نشان داد هر چه حمایت از حقوق سهام‌داران ضعیف‌تر باشد، تمایل بیشتری به نگهداشت وجه نقد وجود دارد. در مقابل این دیدگاه، فرضیه ساخت

1. Bhagat & Romano
2. Maux & Francoeur
3. Romano
4. Gormley & Matsa
5. Dittmar, Mahrt-Smith & Servaes

امپراطوری<sup>۱</sup> استدلال می‌کند که حمایت از حقوق سهام‌داران با منابع نقدی ارتباط مستقیم دارد (اسکندر داتا و جیا<sup>۲</sup>، ۲۰۱۴). براساس این فرضیه، مدیران تمایل به رشد فراتر از حد بهینه شرکت و نگهداری منابع بدون استفاده از جمله وجه نقد دارند. همچنین وقتی سطح حمایت از سهام‌داران ضعیف است، مدیران فشار کمتری جهت استفاده از وجه نقد در راستای منافع سهام‌داران داشته و به سرعت وجه نقد را به سرمایه‌گذاری بیش از حد در پروژه‌های غیرسودآور تبدیل می‌کنند (هوپ و توماس<sup>۳</sup>، ۲۰۰۸). در مقابل، ادجار و بن‌امار<sup>۴</sup> (۲۰۱۰) اذعان داشته‌اند که حمایت قوی از سهام‌داران سبب می‌شود تا سهام‌داران مدیران را تحت فشار قرار داده تا سود بیشتری به جای استفاده از وجه نقد مازاد برای منافع شخصی پرداخت نمایند. بر همین اساس، «فرضیه جایگزینی سود سهام» اشاره می‌کند که کیفیت حاکمیت شرکتی می‌تواند جانشینی برای پرداخت سود سهام تلقی شود. به‌گونه‌ای که در شرکت‌های دارای ساختار حاکمیت شرکتی مطلوب، مشکل نمایندگی کمتری ناشی از تفکیک مالکیت و کنترل وجود داشته و احتمال کمتری وجود دارد که سود سهام به‌عنوان ابزاری برای تضاد نمایندگی بین مدیران و سهام‌داران مورد استفاده قرار گیرد. بنابراین، در محیط‌هایی که رعایت حقوق سهام‌داران در اولویت قرار دارد، تقسیم سود بالاتری انجام شده و کانالی مؤثر برای کاهش مشکل نمایندگی محسوب می‌شود.

### کیفیت افشا و شفافیت

طبق نظریه نمایندگی، افشا و شفافیت به‌عنوان یکی از مؤلفه‌های کاهش مشکل نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی قلمداد می‌شوند. از آنجایی که منافع سهام‌داران و مدیران با یکدیگر متفاوت بوده، نظریه نمایندگی پیش‌بینی می‌کند که احتمال بیشتری وجود دارد تا مدیران یا سهام‌داران کنترلی به هزینه سایر سهام‌داران، منافع خود را تأمین کرده و اطلاعات کمتری را افشا نمایند (نصرالدین<sup>۵</sup>، ۲۰۱۶). براین اساس، کانداپانیت<sup>۶</sup> (۲۰۱۳) معتقد است که کیفیت افشا، میزان حمایت از حقوق سهام‌داران خرد را افزایش می‌دهد. استدلال وی براین مبنا بوده است که هر چه اطلاعات با کیفیت‌تری توسط مدیران منتشر شود، اعتماد سرمایه‌گذاران را برای جمع‌آوری سرمایه در شرکت جلب کرده و هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد. بنابراین، افشا و شفافیت منجر به ایجاد اعتماد و اطمینان در سهام‌داران شده و آن‌ها را به نحو مطلوب‌تری در جریان امور شرکت‌ها و فرایند تصمیم‌گیری‌های مدیران قرار می‌دهد. سیکینن (۲۰۱۶) معتقد است هر چه سطح حمایت از حقوق سهام‌داران قوی‌تر باشد، ارزش منصفانه به‌عنوان یکی از مصادیق افشای اطلاعات دارای محتوای اطلاعاتی است. همچنین، لیوز و همکاران (۲۰۰۳) نیز اعتقاد دارند که انگیزه مدیران برای رفتار فرصت‌طلبانه با سطوح بالاتر حمایت از سهام‌داران کاهش می‌یابد که در راستای دیدگاه کاهان، امانوئل و سان<sup>۷</sup> (۲۰۰۹) مبنی بر ارتباط مستقیم ویژگی‌های کیفی سود با میزان حمایت از سهام‌داران است.

1. Empire Building
2. Iskandar Datta & Jia
3. Hope & Thomas
4. Adjaoud & Ben-Amar
5. Nassreddine
6. Kanthapanit
7. Cahan, Emanuel & Sun

## مالکیت دولتی

در ادبیات مالی کلاسیک، مالکیت دولتی به دلیل اقتدار به‌عنوان یک بدهی استراتژیک در نظر گرفته می‌شود که پدیدآورنده مشکل نمایندگی است (پنگ، بروتون، استن و هوانگ<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶). چنین دیدگاهی در رابطه با مالکیت دولتی، ناشی از ظرفیت‌ها و قدرت بی‌پایان دولت‌ها بوده که سبب شده تا اهداف سیاسی و اجتماعی آن‌ها بر مقاصد شرکت‌های انتفاعی و سهام‌داران اقلیت آن در اولویت قرار گیرد (هیوجنز و همکاران، ۲۰۱۹). به دلیل چنین مسئله‌ای است که پنگ و همکارانش (۲۰۱۶) بیان داشته‌اند که انگیزه نظارتی پایین مالکان دولتی در مقایسه با دیگر ساختارهای مالکیتی، به‌ندرت در کاهش مشکل نمایندگی مؤثر است. آن‌ها همچنین معتقدند که مالکیت دولتی در شرکت‌ها یک چالش اساسی است چرا که انگیزه‌های سیاسی، ریسک مزایای کنترل خصوصی را افزایش داده و هدف دولت از سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها تنها یک ابزار سیاسی قلمداد می‌شود. هیوجنز و همکاران (۲۰۱۹) معتقدند که تبدیل مالکیت دولتی به سهام‌دار کنترلی، این فرصت را می‌دهد تا استخراج منافع شخصی ناشی از کنترل<sup>۲</sup> آسان شده و با مشارکت اشخاص وابسته یا سلب مالکیت منابع، از منافع خصوصی بهره‌مند شوند. چون اعتقاد بر این است که منافع شخصی ناشی از کنترل، نشانه‌ای از جبهه‌گیری مالی در اقتصاد کلان بوده که مانع توسعه بازارهای سرمایه می‌شود. در مقابل، دیدگاه دیگری وجود دارد که بیانگر است در بازارهای با سازوکار نظارتی قوی، مالکیت دولتی منجر به توزیع ثروت و رفاه اجتماعی شده و حمایت از سهام‌داران را تقویت می‌کند.

به‌طور کلی مرور ادبیات نشان داده است که شاخص‌های انفرادی پیش گفته که بر اساس نظریه نمایندگی مطرح شدن برای حمایت و اندازه‌گیری از مفهومی چند بعدی (حمایت از سهام‌داران) مناسب نیستند یا حداقل فقط بر جنبه خاصی دلالت دارند بر همین اساس ضرورت تدوین شاخصی جامع جهت اندازه‌گیری میزان حمایت از سهام‌داران در سطح شرکت ضروری است؛ اما اینکه مؤلفه‌های شاخص ترکیبی چه باشند؟ و وزن هر یک از مؤلفه‌های شاخص ترکیبی چگونه است؟ پرسش‌هایی است که در ادامه به آن‌ها پاسخ داده می‌شوند.

## روش‌شناسی پژوهش

مرور ادبیات نشان داد که اگرچه شاخص‌های انفرادی برای تبیین ابعاد خاص فعالیت‌های شرکتی مفید است اما استفاده از شاخص‌های ترکیبی، ابزاری مفیدتر جهت تبیین موضوعات پیچیده و بعضاً دست‌نیافتنی فعالیت‌های مالی و اقتصادی بنگاه‌ها است. در بیشتر موارد برای استفاده‌کنندگان، شاخص‌های ترکیبی تفسیر بهتری از روندها نسبت به شاخص‌های انفرادی ارائه می‌دهند. با وجود این، چنانچه تدوین شاخص ترکیبی به‌طور ضعیف صورت گیرد یا به اشتباه تفسیر شود، ممکن است پیام‌ها و اطلاعات گمراه‌کننده‌ای را منتقل کند. در واقع، شاخص ترکیبی، نقطه شروع بحث در موضوع‌های قلمداد می‌شود که باید ارتباط آن‌ها با توجه به معیارهای متأثر از آن، مورد سنجش قرار گیرد (سازمان همکاری و توسعه اقتصادی، ۲۰۰۸) که موضوع حمایت از سهام‌داران نیز با توجه به ابعاد گوناگون آن از این قاعده مستثنا نیست. بر اساس

1. Peng, Bruton, Stan & Huang  
2. Extracting Private Benefits Control



رهنمود سازمان همکاری و توسعه اقتصادی (۲۰۱۲)، یک شاخص ترکیبی زمانی ساخته می‌شود که شاخص‌های جداگانه بر اساس یک مدل بنیادین در یک شاخص یگانه تجمیع و تلفیق شده و بتواند مفاهیم چند بُعدی را که با یک شاخص واحد توضیح داده نمی‌شوند، اندازه‌گیری کند. بنابراین، شاخص‌های ترکیبی بسیار شبیه مدل‌های ریاضی یا محاسباتی هستند. به همین جهت در تدوین این‌گونه شاخص‌ها، مهارت مدل‌ساز در مقایسه با قواعد علمی پذیرفته شده برای کدگذاری از اهمیت بیشتری برخوردار بوده و سازگاری آن با هدف تعیین شده و همچنین پذیرش آن در جامعه مورد نظر بسیار حائز اهمیت است. علاوه بر این، در ساخت شاخص ترکیبی، باید مفروضه‌هایی نظیر اصل جمع‌پذیری را نیز پذیرفت. بدین معنا که شاخص ترکیبی با مجموع معیارهای تأثیرگذار بر آن برابر بوده و عوامل بر اساس قاعده جمع‌پذیری با یکدیگر تجمیع شده و شاخص ترکیبی پیشنهادی را تعیین می‌کنند. همچنین، چگونگی تأثیرگذاری هر یک از این عوامل بر شاخص ترکیبی، به تناسب ضریب با وزن‌شان محاسبه می‌شود (فخاری و رضایی پیتنه‌نویی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷).

برای سنجش وزن معیارهای شاخص ترکیبی که با مراجعه به چارچوب و مفاهیم نظری انتخاب شده‌اند، اگرچه روش‌های مختلفی مانند تحلیل تشخیصی، تحلیل مؤلفه‌های اصلی، رگرسیون لاجیت و غیره وجود دارد، اما در این پژوهش از روش تحلیل تشخیصی استفاده شده است. با وجود آنکه روش‌های پیش گفته شباهت‌هایی با یکدیگر دارند، اما تفاوت‌های اساسی بین آن‌ها وجود دارد که سبب شده در این پژوهش از روش تحلیل تشخیصی استفاده شود. به‌گونه‌ای که در تحلیل مؤلفه‌های اصلی، بدون آگاهی قبلی در مورد گروه‌ها، بهترین معیارهای متمایزکننده محاسبه شده و این روش نمی‌تواند گروه‌ها را متمایز کند. همچنین هدف رگرسیون لجستیک نیز شناسایی بهترین مدل برای توصیف ارتباط بین متغیر وابسته و مجموعه‌ای از متغیرهای مستقل بدون آنکه طبقه‌بندی گروه در اولویت باشد، است. در مقابل، تحلیل تشخیصی در مقایسه با تحلیل مؤلفه‌های اصلی، بهترین معیارهای متمایزکننده بر مبنای تعیین گروه‌ها توسط مدل‌ساز را برآورد کرده و به میزان کافی تفاوت‌های گروهی را نمایش می‌دهد. همچنین این روش در مقایسه با رگرسیون لجستیک، حدآستانه‌ای مشخصی را برای تفکیک شرکت‌های مورد بررسی تعیین می‌کند (پهار، بلاس و تورک<sup>۲</sup>، ۲۰۰۴).

به‌طور خلاصه، تحلیل مؤلفه‌های اصلی بیشترین واریانس کل و رگرسیون لجستیک نیز بهترین احتمال را برآورد می‌کند، اما تحلیل تشخیصی، تفکیک بین گروه‌ها را حداکثر و تغییرات درون گروهی را به حداقل رسانده و حد آستانه مشخصی را اندازه‌گیری می‌کند که با مفروضه‌های مسئله این پژوهش سازگاری دارد. همچنین، با استفاده از این روش، وزن معیارهای انتخابی در شرکت‌هایی که حمایت از سهام‌داران وجود دارد و شرکت‌هایی که از سهام‌داران حمایت نمی‌کنند (متغیر وابسته دو گروهی) تعیین شده و شاخص ترکیبی حمایت از سهام‌داران تدوین می‌شود. در ادامه، مراحل تحلیل تشخیصی برای ایجاد شاخص ترکیبی حمایت از سهام‌داران ارائه شده که عبارت‌اند از: (۱) تعیین جوامع آماری؛ (۲) گردآوری اطلاعات؛ (۳) اعمال الگوریتم‌های آماری؛ (۴) ارائه و تفسیر صحیح نتایج (امیری و فخاری، ۱۳۹۹).

1. Fakhari & Rezaei Pitenoiei  
2. Pohar, Blas & Turk

### مرحله اول) تعیین جامعه آماری

طبق روش تحلیل تشخیصی، قاعده ساخت گروه‌ها بدین صورت است که جامعه آماری به دو گروه شرکت‌هایی که حمایت از سهام‌داران در آن‌ها وجود داشته و شرکت‌هایی که چنین وضعیتی ندارند، طبقه‌بندی شوند. بنابراین، تفکیک این دو گروه و شناسایی شرکت‌های آن در این روش از اهمیت اساسی برخوردار است. به همین خاطر، برای طبقه‌بندی و تعیین شرکت‌هایی که حمایت از سهام‌داران در آن‌ها وجود ندارد، معیارهای تعلیق و لغو پذیرش شرکت‌ها با مرور دستورالعمل‌های اجرایی افشای اطلاعات (۱۳۸۶)، پذیرش اوراق بهادار (۱۳۸۶)، دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات (۱۳۸۹) گردآوری شده‌اند. این معیارها عبارت‌اند از:

۱. شرکت‌هایی که بر اساس عدم رعایت «مواد ۷ تا ۱۲ مکرر» موارد افشا طبق «دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات» در فرایند تعلیق طبق ماده ۳۹ مکرر قرار می‌گیرند؛

۲. شرکت‌هایی که طبق مفاد «دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات» بر اساس ظن دستکاری بازار (مبتنی بر اطلاعات یا معاملات) یا خرید و فروش متکی بر اطلاعات نهانی (ماده ۱۹ مکرر) و همچنین عدم افشای به موقع اطلاعات با اهمیت موضوع ماده ۱۳ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات، ظن دستکاری یا تقلب در اطلاعات منتشره یا صورت‌های مالی، نیاز به بررسی وضعیت شفافیت اطلاعاتی (ماده ۱۹ مکرر ۱) تعلیق می‌شوند؛

۳. شرکت‌هایی که طبق بند ۵ ماده ۴۱ «دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار» مشمول ماده ۱۴۱ لایحه قانون تجارت شده‌اند؛

۴. اگر تابلوی شرکت طبق «دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس» به مرتبه پایین‌تر بازار و تابلو تغییر کند (مواد ۶ تا ۱۵).

با توجه به معیارهای پیش‌گفته، برای ساخت گروه‌های مربوط به حمایت و عدم حمایت از سهام‌داران، از سامانه کدال با مبنا قرار دادن کد اطلاعیه‌هایی که در جدول ۱ موجود است، سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۹ به‌عنوان معیار تفکیک شرکت‌ها به دو گروه در نظر گرفته شده‌اند. گفتنی است از آنجایی که کد اطلاعیه‌های ۴ مورد مزبور در سال‌های قبل از ۱۳۹۶ در سامانه کدال موجود نیست، فرض شده است که چنین طبقه‌بندی برای شرکت‌ها در سال‌های قبل نیز قابل اعمال می‌باشد. همچنین، از آنجایی که در سال ۱۳۹۶، فقط تعداد ۳۸ کد اطلاعیه منتشر شده و تفاوت قابل‌ملاحظه‌ای به لحاظ تعداد با سال‌های دیگر داشته است، با استفاده از کد اطلاعیه‌های ۳ سال آخر، نسبت به تفکیک شرکت‌ها در دو گروه اقدام شده و سپس به دوره مورد بررسی (۱۳۸۵ تا ۱۳۹۶) تعمیم داده شده است. چرا که طی سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۹ کمترین مغایرت برای طبقه‌بندی شرکت‌ها به دو گروه حمایت و عدم حمایت از سهام‌داران با توجه به معیارهای تعیین شده وجود داشته است. همچنین، طی این سال‌ها شرکت‌هایی که بیش از یک کد اطلاعیه داشته‌اند، حذف شده‌اند. علاوه‌براین، آزمون تکمیلی جدول ۸ نیز که به صورت مقطعی گروه‌ها را تفکیک کرده است، نشان می‌دهد که انتخاب سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۹ به‌عنوان مبنای طبقه‌بندی شرکت‌ها از دقت بالایی برخوردار می‌باشد. جدول ۱ مجموع کد اطلاعیه‌های منتشره در کدال و فرایند انتخاب شرکت‌ها در گروه عدم حمایت از سهام‌داران را نشان می‌دهد.

جدول ۱. کدهای اطلاعاتی کدال بر اساس معیارهای تعیین شده

معیار	کدهای اطلاعاتی کدال	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	جمع کل کد اطلاعاتیها
اول	ب-۱	۸۷	۲۶	۴۱	۷۹۵
	ب-۳	۱۶۳	۱۲۰	۱۵۷	
	ب-۴	۵۲	۵۴	۵۶	
	ب-۵	۱۹	۸	۱۲	
دوم	ب-۲	۱	۱	-	۵۳۶
	س-۵	۶۴	۸۰	۱۰۷	
	س-۷	۴	۶	۵۷	
	س-۸	۵۰	۵۱	۷۷	
	س-۱۳	۲۱	۶	۱۱	
سوم	ب-۱۰	۴	۱	۱	۹
	ب-۱۷	-	-	۱	
	ن-۲۵	-	-	۲	
چهارم	تغییر بازار و تابلو به رتبه پایین تر	-	۱۱	۴	۱۵
مجموع کد اطلاعاتی منتشر شده طی سه سال					
کسر می‌شود: کد اطلاعاتیهای شرکت‌های گروه مالی و سرمایه‌گذاری (۷۷) (۹۹) (۱۶۹) (۳۴۵)					
کسر می‌شود: کد اطلاعاتیهای شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها در دسترس نیست (۲۷۵) (۱۳۲) (۱۹۸) (۶۰۵)					
تعداد کد اطلاعاتی برای شرکت‌های انتخاب شده ۱۱۳ ۱۲۲ ۱۵۵ ۳۹۰					
۱۴۷	تعداد شرکت‌ها (بر مبنای کد اطلاعاتی) ۳۹ ۴۴ ۴۹				
	تعداد شرکت‌ها (طبق تغییر بازار و تابلو) - ۱۱ ۴				
کسر می‌شود: شرکت‌های تکرار شده (۶۴) (۶۴)					
شرکت‌های انتخاب شده در گروه عدم حمایت از سهام‌داران ۸۳					

همان‌گونه که جدول ۱ نشان می‌دهد، به دلیل صدور اطلاعاتیهای متفاوت برای معیارهای اول و دوم، تعداد اطلاعاتیها از تعداد شرکت‌ها بیشتر است. همچنین از آنجایی که شرط انتخاب شرکت‌ها برای تدوین شاخص در طی دوره ۱۲ ساله تابع شرایط خاصی است، برای تقسیم گروه‌ها، محدودیت‌هایی اعمال شد. با توجه به این که شرکت‌های عضو گروه مالی دارای ساختاری متفاوت بوده و بعضی از سنج‌ها در این شرکت‌ها مانند حاکمیت شرکتی با سایر شرکت‌ها تفاوت چشمگیری دارند، در تدوین شاخص ترکیبی مورد بررسی قرار نگرفته‌اند. همچنین، برای یکسان‌سازی شرکت‌ها از نظر تأثیر عوامل محیطی و همچنین خنثی کردن اثر آن‌ها، شرکت‌هایی که دوره مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند نبوده است، حذف شده‌اند. شرکت‌های چندرشته‌ای صنعتی نیز به دلیل آن که هلدینگ‌های بزرگ سرمایه‌گذاری هستند و در رشته‌های گوناگون صنعتی فعالیت می‌کنند، در فرایند انتخاب شرکت‌ها لحاظ نشده‌اند. در پایان و با توجه به معیارهای پیش‌گفته، تعداد ۸۳ شرکت در گروه عدم حمایت از سهام‌داران و همین تعداد شرکت نیز در گروه حمایت از سهام‌داران در نظر گرفته شده‌اند. همچنین تلاش شده است که ویژگی‌های شرکت‌های انتخاب شده با شرکت‌های گروه عدم حمایت از

سهام‌داران شبیه باشد تا به قابلیت اتکای طبقه‌بندی گروه‌ها افزوده شود. دلیل برابری نمونه‌ها در دو گروه نیز برآورد کاراتر و قابلیت تعمیم ضرایب در شاخص ترکیبی به وسیله تحلیل تشخیصی بوده است. همچنین، برای شناسایی شرکت‌ها در گروه‌ها، از طبقه‌بندی صفر و یک استفاده شده و شرکت‌هایی که در آن‌ها احتمال حمایت از سهام‌داران وجود دارد مقدار یک و شرکت‌هایی که حمایت از سهام‌داران نداشته‌اند، مقدار صفر اختصاص داده شد.

### مرحله دوم) گردآوری اطلاعات

در این مرحله، بر مبنای پیشینه پژوهش و ادبیات حمایت از سهام‌داران، متغیرهای توضیحی جهت تدوین شاخص انتخاب شده‌اند. در همین راستا، ۹ معیار کیفیت حاکمیت شرکتی، هم‌زمانی قیمت سهام، وام‌های بین‌گروهی، معاملات اشخاص وابسته، کیفیت حسابرسی، دعاوی حقوقی، تقسیم سود، مالکیت دولتی و افشا انتخاب شده که در بخش ادبیات پژوهش به‌طور کامل تبیین شده‌اند. جدول ۲ پراکندگی صنعت شرکت‌های مورد بررسی را نشان می‌دهد. اگرچه بازه زمانی این پژوهش از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۹ انتخاب شده اما تدوین شاخص ترکیبی بر اساس اطلاعات سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۶ صورت گرفته است. اطلاعات و داده‌های مورد نیاز از پایگاه‌های اطلاعاتی کدال، کتابخانه مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی گردآوری شد.

جدول ۲. پراکندگی شرکت‌ها بر اساس صنعت

درصد	تعداد	پراکندگی شرکت‌ها بر اساس نوع صنعت
۱۹	۳۱	صنعت ۱ محصولات کانی غیرفلزی، سیمان، کاشی و سرامیک، معادن غیرفلزی و استخراج معادن
۱۶	۲۷	صنعت ۲ خودرو و ساخت قطعات
۱۶	۲۷	صنعت ۳ استخراج کانی فلزی، ساخت محصولات فلزی، فلزات اساسی
۱۲	۲۰	صنعت ۴ مواد و محصولات دارویی
۱۱	۱۸	صنعت ۵ پتروشیمی، فرآورده‌های نفتی، محصولات شیمیایی، لاستیک و پلاستیک
۹	۱۵	صنعت ۶ مواد غذایی (شامل قند و شکر)
۹	۱۵	صنعت ۷ ماشین‌آلات، دستگاه‌های برقی، وسایل اندازه‌گیری، پزشکی و اپتیکی، رایانه
۸	۱۳	صنعت ۸ سایر صنایع
۱۰۰	۱۶۶	جمع

در ادامه، چگونگی سنجش متغیرها در تدوین شاخص ترکیبی تشریح شده‌اند.

### کیفیت حاکمیت شرکتی (CGQ)

در این پژوهش به جهت این که ساختار حاکمیت شرکتی مفهومی چند بُعدی بوده و استفاده از سازوکارهای این ساختار به تنهایی از جامعیت لازم برخوردار نیستند، از چک‌لیست دستورالعمل حاکمیت شرکتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران استفاده شده است. این چک‌لیست اگرچه شامل ۵۹ پرسش جهت کنترل رعایت مفاد دستورالعمل پیش‌گفته و با تفکیک موضوعی در ۶ بخش (الف) هیئت‌مدیره، (ب) وظایف و مسئولیت‌های هیئت‌مدیره، (ج) جلسات هیئت‌مدیره، (د) نحوه انتخاب اعضای هیئت‌مدیره و عضو مستقل هیئت‌مدیره، (ه) مجمع عمومی

صاحبان سهام، و) پاسخ‌گویی و افشا تدوین شده است، اما بیشتر اطلاعات این چک‌لیست شامل گویه‌هایی بوده که اطلاعات مربوط به آن‌ها افشا و منتشر نمی‌شود. همچنین از آنجایی که دوره زمانی این پژوهش از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۶ بوده و این دستورالعمل در سال ۱۳۹۷ به کلیه ناشران و حساب‌برسان ابلاغ شده است، بسیاری از اطلاعات این چک‌لیست دست‌کم قبل از سال‌های ۱۳۹۱ در دسترس نبوده است. بدین منظور، ۱۷ گویه از پرسش‌های چک‌لیست که اطلاعات مربوط به آن‌ها در دوره زمانی پژوهش قابل گردآوری بوده و افشا شده‌اند، برای تکمیل و اندازه‌گیری کیفیت حاکمیت شرکتی مورد استفاده قرار گرفته‌اند که عبارت‌اند از: هیئت‌مدیره (شامل ۱۰ گویه)، وظایف و مسئولیت‌های هیئت‌مدیره (شامل ۴ گویه)، مجمع عمومی صاحبان سهام (شامل ۲ گویه) و پاسخ‌گویی و افشا (شامل ۱ گویه).

### هم‌زمانی قیمت سهام (SYNCH)

در این پژوهش جهت سنجش هم‌زمانی قیمت سهام از بازده‌های هفتگی سهام استفاده شده است. مشابه با پژوهش لی، کیائو و ژائو<sup>۱</sup> (۲۰۱۸) این متغیر در دو مرحله اندازه‌گیری می‌شود. در مرحله اول، بازده هفتگی خاص برای هر شرکت  $i$  در صنعت  $k$  در هفته  $t$  به‌طور جداگانه با استفاده از مدل بازار طبق مدل ۱ اندازه‌گیری می‌شود:

$$r_{ikt} = \alpha_i + \beta_i r_{mt} + \lambda_i r_{kt} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۱)}$$

که در آن:  $r_{ikt}$  برابر با بازده سهام شرکت  $i$  در صنعت  $k$  در هفته  $t$  برابر  $r_{mt}$  است با میانگین بازده بازار در هفته  $t$  و  $r_{kt}$  برابر است با بازده صنعت در هفته  $t$ . در مرحله دوم، هم‌زمانی قیمت سهام با استفاده از ضریب تعیین بدست آمده ( $R^2$ ) برای هر شرکت در مرحله یک طبق رابطه ۱ محاسبه می‌شود:

$$SYNCH = \log(R^2/1 - R^2) \quad \text{رابطه (۱)}$$

براین اساس، ضریب تعیین بخشی از تغییرات و نوسان بازده شرکت هاست که توسط عوامل بازار یا صنعت توضیح داده می‌شود (لی و همکاران، ۲۰۱۸). هر چه این مقدار بالاتر باشد، اطلاعات خاص کمتری در بازده سهام شرکت منعکس شده است.

### وام‌های بین‌گروهی (InterCorLoan)

اندرسون و همکاران (۲۰۱۹) اعتقاد دارند که سهام‌داران کنترلی با استفاده از وام‌های بین‌گروهی اقدام به تصاحب ثروت نموده و به منافع سهام‌داران خرد آسیب می‌رسانند. مطابق با پژوهش آن‌ها، مجموع طلب از شرکت‌های گروه و سایر حساب‌های دریافتی به‌عنوان سنج‌های وام‌های بین‌گروهی انتخاب شده که هر چه نسبت آن بالاتر باشد، حمایت از سهام‌داران خرد کمتر است.

### معاملات اشخاص وابسته (RPT)

مرور ادبیات پژوهش بیانگر این است که منابع شرکت امکان دارد در راستای رویکردهای فرصت‌طلبانه مدیران و

سهام‌داران کنترلی هدر رود که معاملات اشخاص وابسته مصداق بارز چنین رفتارهایی است (جانکوف و همکاران، ۲۰۰۸). گزارش سازمان همکاری و توسعه اقتصادی (۲۰۱۲) نیز چنین موضوعی را تأیید کرده و ابراز داشته است که یکی از رایج‌ترین شکایت‌ها درباره رفتار شرکت‌ها، همین معاملات بوده که باید به لحاظ مبلغ و ماهیت مورد توجه قرار گیرند. هر چه مبلغ این‌گونه معاملات بیشتر باشد، احتمال این که افشای کمتری صورت گیرد نیز کاهش می‌یابد. در این پژوهش، مبلغ معاملات اشخاص وابسته طبق یادداشت‌های توضیحی محاسبه شده که جهت استانداردسازی بر مبلغ فروش تقسیم شده‌اند.

### کیفیت حسابرسی (AQ)

در این پژوهش، جهت سنجش کیفیت حسابرسی از معیار تجدید ارائه صورت‌های مالی استفاده شده است. از دیدگاه دیفاند و ژانگ<sup>۱</sup> (۲۰۱۴)، این معیار نشانه‌ای از کیفیت حسابرسی پایین در سال گذشته است. بدین صورت که، حسابرس طی سال گذشته این توانایی را نداشته تا تحریف‌ها یا خطاهای با اهمیت موجود در صورت‌های مالی را شناسایی کند. به همین جهت، این‌گونه موارد در سال مالی بعد کشف شده و چون اهمیت داشته‌اند، منجر به تجدید ارائه صورت‌های مالی گردیده‌اند. در این پژوهش، منطبق با فضای پژوهشی ایران، تجدید ارائه صورت‌های مالی را بر اساس معیار تعدیل شده محمدرضایی، محدصالح و احمد<sup>۲</sup> (۲۰۱۸) به‌عنوان معیار کیفیت حسابرسی در نظر گرفته‌اند. آن‌ها خطای حسابرسی نوع دوم را «صدور گزارش حسابرسی تعدیل نشده در سال مالی قبل و تجدید ارائه صورت‌های مالی در سال جاری» تعریف کرده‌اند که از کیفیت حسابرسی حکایت دارد. بنابراین، عدم وجود این خطا بیانگر کیفیت حسابرسی بوده و مقدار یک و در غیر این صورت، صفر منظور می‌شود.

### دعای حقوقی (Lawsuit)

حق شکایت توسط سهام‌داران یکی از معیارهایی بوده که در تدوین شاخص‌های سازمان‌های بین‌المللی تحت عناوین سهولت دادخواست قضایی و اقامه دعای حقوقی مطرح شده است. در قوانین ایران نیز با توجه به نوع جرایم یا تخلفات احتمالی مدیران شرکت‌ها، حق شکایت کیفری (مانند دستکاری قیمت سهام، سوء استفاده از اطلاعات نهانی، افشای اطلاعات با اهمیت به‌صورت غیرقانونی و غیره)، حق شکایت حقوقی (مانند عدم پرداخت سود نقدی در زمان تعیین شده) و حق شکایت انضباطی (مانند افشای فوری اطلاعات مهم) پیش‌بینی شده است. از آن‌جایی که حق شکایت کیفری مستلزم رسیدگی در دادگاه‌ها بوده که دسترسی به اطلاعات آن با محدودیت‌هایی روبه‌رو است، در این پژوهش جهت اندازه‌گیری ریسک دعای از حق شکایت حقوقی و انضباطی استفاده شده که در سازمان بورس قابل طرح هستند. بر اساس قانون بازار اوراق بهادار (۱۳۸۴)، حق شکایت حقوقی برای سهام‌داران شرکت‌هایی که عضو نهادهای سرمایه‌گذاری یا شرکت‌های سرمایه‌گذاری سهام عدالت نیستند، کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار و مرجع تجدیدنظر آن هیئت داوری سازمان است. در حالی که مرجع رسیدگی به حق شکایت انضباطی، کمیته رسیدگی به تخلفات سازمان بورس و مرجع تجدیدنظر آن هیئت‌مدیره سازمان می‌باشد. بنابراین، مشابه پژوهش صفرزاده (۱۳۹۲)،

1. DeFond & Zhang

2. Mohammad Rezaei, Mohd-Saleh & Ahmed

ریسک دعاوی یک متغیر مجازی بوده و اندازه‌گیری آن بدین صورت است که در شرایط وجود دعاوی قانونی علیه شرکت توسط سهام‌داران در ۳ سال گذشته، مقدار یک و در غیر این صورت صفر منظور می‌شود.

### تقسیم سود (DIV)

طبق ماده ۹۰ قانون تجارت ایران، در صورت وجود منافع، تقسیم حداقل ۱۰ درصد از سود ویژه سالانه بین سهام‌داران الزامی است. این ماده جهت جلوگیری از سوءاستفاده احتمالی سهام‌داران اصلی و در راستای حقوق سهام‌داران خرد وضع شد. بنابراین در پژوهش حاضر، اگر شرکت بیش از ۱۰ درصد سود تقسیم کند، یک و در غیر این صورت صفر منظور می‌شود.

### کیفیت افشا و شفافیت (DiscRank)

در این پژوهش از رتبه افشا و اطلاع‌رسانی شرکت‌ها بر اساس اعلام سازمان بورس و اوراق بهادار جهت سنجش کیفیت افشا و شفافیت استفاده شده است. یادآوری این نکته ضرورت دارد، از آنجایی که از یک طرف، دوره زمانی این پژوهش از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۹ بوده و از طرف دیگر، رتبه‌بندی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس از نظر کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب از سال ۱۳۸۷ آغاز شده و آخرین اطلاعات آن نیز مربوط به دوره مالی ۱۳۹۶ بوده است، در نتیجه، اطلاعات مربوط به رتبه افشا و اطلاع‌رسانی شرکت‌ها در سال‌های ۱۳۸۵ و ۱۳۸۶ موجود نبوده است که به دلیل یکنواخت‌سازی داده‌ها، از میانگین رتبه افشا استفاده شد. آشکار است هر چه عدد رتبه افشا و اطلاع‌رسانی بالاتر باشد، کیفیت افشا و شفافیت نیز کمتر است.

### مالکیت دولتی (STOWN)

ماهیت دولتی اقتصاد ایران و به خصوص وجود نهادهای شبه‌دولتی<sup>۱</sup> سبب شده است تا سنجش مالکیت دولتی با محدودیت‌هایی روبه‌رو باشد. به همین خاطر، اندازه‌گیری درست این متغیر در محیط پژوهشی ایران حائز اهمیت است. اگرچه هیچ‌گونه تعریف مشخصی از نهادهای شبه‌دولتی در مقررات کشور به چشم نمی‌خورد، اما می‌توان برداشت کلی از چنین نهادهایی را با توجه به فعالیت‌های اقتصادی آن‌ها ارائه کرد. بدین صورت که نهادهای شبه‌دولتی، شرکت‌هایی هستند که به نحوی با حاکمیت ارتباط داشته و تنها یک شرکت دولتی<sup>۲</sup> محسوب نمی‌شوند؛ اگرچه ممکن است توسط مدیران دولتی مدیریت شوند. طبق اصلاحیه ماده «۶» قانون اجرای سیاست‌های اصل «۴۴» مصوب سال ۱۳۸۷، این شرکت‌ها موظفند نسبت به ارائه اطلاعات کامل مالی خود جهت ثبت نزد سازمان بورس و اوراق بهادار عمل کنند. نهادهای مشمول این قانون عبارت‌اند از: مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی، نهادهای نظامی و انتظامی، سازمان‌ها و مؤسسات خیریه، نهادها و سازمان‌های وقفی و بقاع متبرکه، صندوق‌های بازنشستگی و نهادهای انقلاب اسلامی. با توجه به آنچه گفته شد، در این پژوهش برای اندازه‌گیری مالکیت دولتی، مجموع سهام در تملک دولت، شرکت‌های دولتی و نهادهای شبه‌دولتی در نظر گرفته شده است.

1. Government Linked Company  
2. State-Owned Company

### مرحله سوم) اعمال الگوریتم‌های آماری

در این مرحله با توجه به قاعده ساخت گروه‌ها در مرحله اول، الگوریتم آماری به منظور ساخت شاخص ترکیبی انتخاب می‌شود که شکل کلی شاخص ترکیبی پیشنهادی طبق رابطه ۲ است:

$$Y = F(x_1, x_2, \dots, x_n) \quad (\text{رابطه ۲})$$

که در آن،  $Y$  متغیر وابسته حمایت از سهامداران بوده که احتمال وضعیت شرکت‌ها را بر اساس معیارهای تعیین شده در مرحله اول نشان می‌دهد. به طوری که اگر حمایت از سهامداران وجود نداشته باشد مقدار یک و در شرایطی که از سهامداران حمایت شود، مقدار صفر منظور می‌شود. طبق روش تحلیل تشخیصی،  $X_i$  متغیرهای توضیحی بوده که هر یک پارامترهای ترکیب خطی را برای شناسایی متغیر وابسته نشان داده و در نهایت معادله‌ای خطی طبق مدل ۲ برآورد کرده که پیش‌بینی می‌کند وضعیت مدنظر به کدام گروه‌ها تعلق دارد.

$$D = V_1X_1 + V_2X_2 + \dots + V_iX_i \quad (\text{مدل ۲})$$

که  $D$  تابع تشخیصی؛  $V$  وزن هر متغیر در تابع؛  $X$  متغیرهای توضیحی در تابع و  $i$  تعداد متغیرهای توضیحی است (امیری و فخاری، ۱۳۹۹).

### مرحله چهارم) ارائه و تفسیر صحیح نتایج

این مرحله بیانگر این است که شاخص ترکیبی پیشنهادی تا چه اندازه‌ای می‌تواند درستی پیش‌بینی یافته‌ها را برآورد کند. به عبارت دیگر، درستی و اعتبار شاخص ترکیبی در این مرحله سنجیده می‌شود.

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی

یافته‌های آمار توصیفی در جدول‌های ۳ و ۴ و به تفکیک متغیرهای کمی و مجازی و در دو گروه شرکت‌هایی که دارای حمایت از سهامداران و فاقد حمایت از سهامداران بوده‌اند، ارائه شده است. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود میانگین متغیرهای هم‌زمانی قیمت سهام، مالکیت دولتی، معاملات اشخاص وابسته، حساب‌های دریافتی بین‌گروهی و رتبه افشا و اطلاع‌رسانی در شرکت‌هایی که عدم حمایت از سهامداران در آن‌ها وجود دارد، بیشتر از شرکت‌هایی است که معیارهای حمایت از سهامداران داشته‌اند. در مقابل، کیفیت حاکمیت شرکتی در گروه حمایت از سهامداران بیشتر از گروهی است که حمایت از سهامداران در آن‌ها رعایت نمی‌شود. همچنین، آزمون مقایسه میانگین نشان می‌دهد که اختلاف میانگین‌ها در دو گروه از لحاظ آماری معنادار بوده است. این نتیجه نشان می‌دهد که معیارهای انتخاب شده در تدوین شاخص ترکیبی مناسب هستند.



جدول ۳. نتایج آمار توصیفی متغیرهای کمی

متغیر	حمایت از سهام‌داران				عدم حمایت از سهام‌داران			
	میانگین	پیشینه	کمینه	انحراف معیار	میانگین	پیشینه	کمینه	انحراف معیار
هم‌زمانی قیمت سهام	-۱/۳۹۷	۰/۷۷۳	-۴/۴۷۷	۰/۷۳۵	-۱/۱۸۱	۰/۸۸۸	-۵/۷۸۰	۰/۸۹۰
مالکیت دولتی	۰/۲۷۶	۰/۹۰۹	۰	۰/۲۹۰	۰/۳۷۱	۰/۹۸۹	۰	۰/۲۶۲
معاملات اشخاص وابسته	۰/۰۷۱	۰/۳۷۷	۰	۰/۱۱۲	۰/۱۵۱	۰/۳۷۷	۰	۰/۰۷۰
حساب‌های دریافتی بین‌گروهی	۰/۰۶۷	۰/۶۷۰	۰	۰/۱۰۹	۰/۰۷۵	۰/۷۶۷	۰	۰/۱۰۱
رتبه افشا و اطلاع‌رسانی	۱۳۵	۳۳۹	۱	۸۷	۱۵۵	۳۷۲	۲	۷۹
کیفیت حاکمیت شرکتی	۶/۸۸۸	۱۳	۴	۲/۴۹۶	۵/۷۰۸	۱۰	۲	۲/۴۲۰

\*\*\*، \*\*، \* به ترتیب سطح معناداری ۱، ۵ و ۱۰ درصد را نشان می‌دهد.

همچنین آمار توصیفی متغیرهای اسمی نیز بیانگر درصد فراوانی بیشتر کیفیت حسابرسی و تقسیم سود در شرکت‌های دارای مؤلفه‌های حمایت از سهام‌داران و همچنین دعاوی حقوقی در شرکت‌های حائز معیارهای عدم حمایت از سهام‌داران است.

جدول ۴. نتایج آمار توصیفی متغیرهای مجازی

متغیر	حمایت از سهام‌داران		عدم حمایت از سهام‌داران	
	تعداد	درصد فراوانی	تعداد	درصد فراوانی
دعاوی حقوقی	۲۵۸	۰/۲۵۹	۷۴۴	۰/۷۴۶
کیفیت حسابرسی	۷۲۱	۰/۷۲۳	۳۱۴	۰/۳۱۵
تقسیم سود	۲۱۹	۰/۲۲۰	۶۹	۰/۰۶۹

### تدوین شاخص ترکیبی

با توجه به معیارهای تعیین شده جهت تفکیک شرکت‌ها به دو گروه، ضرایب استاندارد با استفاده از روش تحلیل تشخیصی برآورد و در شاخص ترکیبی تعبیه شده‌اند. اما قبل از ارائه شاخص ترکیبی، نتایج آزمون‌های باکس، لامبدای ویلکز و تشخیصی کانونی تحلیل می‌شوند. نتایج آزمون باکس برای شاخص ترکیبی در جدول ۵ نشان می‌دهد که ماتریس کواریانس دو گروه تفاوت معناداری با یکدیگر دارند. همچنین مقدار لامبدای ویلکز نیز بیانگر این است که نسبت مجذورات درون‌گروهی به کل مجموع مجذورات کوچک بوده و میانگین دو گروه با یکدیگر تفاوت دارند. این مقادیر از قدرت تشخیص بالای تابع حکایت داشته و نشان می‌دهد که مدل تحلیل تشخیصی برآورد شده از لحاظ آماری معنادار است. علاوه بر این، مقدار ضریب هم‌بستگی تابع تحلیل تشخیصی کانونی ۰/۸۳ بوده است. بنابراین، مدل قادر است ۸۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین نماید.

جدول ۵. نتایج آزمون باکس و لامبدای ویلکز و تابع تحلیل تشخیصی کانونی

سطح معناداری	مقدار آماره		نوع آزمون
۰/۰۰۰	۶۱/۸۰۶		باکس
۰/۰۰۰	Chi-Square	لامبدا	لامبدای ویلکز
	۲۳۱۴/۳	۰/۳۱۲	
۰/۸۳۰		ضریب هم‌بستگی کانونی	

بعد از آزمون‌های پیش گفته، شاخص ترکیبی حمایت از سهام‌داران طبق مدل ۳ برآورد شد:

$$\begin{aligned}
 SPI = & 0/520DIV - 0/251InterCorLoan - 0/038Synch - 0/017DiscRank & \text{(مدل ۳)} \\
 & - 0/320Lawsuit + 0/077AQ + 0/059CGQ - 0/697RPT \\
 & - 0/335STOWN
 \end{aligned}$$

که در این تابع، SPI شاخص ترکیبی حمایت از سهام‌داران؛ InterCorLoan وام‌های بین‌گروهی؛ Synch هم‌زمانی قیمت سهام؛ DiscRank کیفیت افشا و شفافیت؛ Lawsuit دعاوی حقوقی، AQ کیفیت حسابرسی؛ CGQ کیفیت حاکمیت شرکتی؛ RPT معاملات اشخاص وابسته؛ STOWN مالکیت دولتی و DIV تقسیم سود است. این برون‌داد بر مبنای احتمال شرطی تفسیر می‌شود. برای نمونه، ضریب  $-0/69$  متغیر معاملات اشخاص وابسته بدین معناست: احتمال اینکه معاملات اشخاص وابسته باعث شود تا حمایت از سهام‌داران در شرکت‌ها کاهش یابد،  $0/69$  است  $\{P(SPI | RPT) = -0.69\}$ . همه متغیرها بر این مبنای تفسیر می‌شوند.

طبق این شاخص، ضریب معاملات اشخاص وابسته مقدار  $-0/69$  را نشان داده است. این مقدار نشان می‌دهد که هر چه حجم معاملات مربوط به اشخاص وابسته در شرکت‌ها بیشتر باشد، احتمال آن که حقوق سهام‌داران رعایت گردد، کاهش یافته که در راستای نظریه نمایندگی است. طبق این نظریه، تضادی بین منافع مدیران با منافع سهام‌داران خرد به‌واسطه معاملات اشخاص وابسته ایجاد می‌گردد که انتظار می‌رود به‌دلیل ماهیت و محتوای روابط و این مسئله که چنین معاملاتی به سادگی در معرض شناسایی نبوده و قابلیت تشخیص آن توسط حسابرسان بیشتر مبتنی بر اطلاعات ارائه شده توسط مدیران و سهام‌داران عمده بوده و به‌واسطه سیستم کنترل داخلی شرکت‌ها نیز قابل رهگیری و پیگیری نیستند، عدم حمایت از سهام‌داران را تشدید کند. همچنین، به نظر می‌رسد با توجه به ساختار سرمایه شرکت‌های ایرانی که تمرکز مالکیت نقش پررنگی در آن دارد، رویکرد فرصت‌طلبانه در انجام معاملات اشخاص وابسته محتمل بوده و نمی‌تواند در شرایط منصفانه و در راستای حقوق سهام‌داران صورت پذیرد؛ چرا که در این رویکرد، تصاحب منابع و سلب مالکیت یکی از انگیزه‌های اصلی انجام چنین معاملاتی است. در همین راستا، ممکن است نبود افشای مناسب و دقیق اطلاعات مربوط به معاملات اشخاص وابسته نیز فرصت بیشتری را برای تبانی و پنهان‌کاری توسط مدیران فراهم ساخته و شرایط لازم را به منظور حمایت از سهام‌داران محدود سازد. این نتیجه با گزارش عملکرد کمیته پذیرش و نظارت بر مؤسسات حسابرسی معتمد در سال ۱۳۹۹ هم‌خوانی دارد که بیان داشته در رابطه با این معاملات، افشای نادرست و عدم

افشای کامل، عدم تطبیق اطلاعات افشا شده، عدم موضع‌گیری در خصوص رعایت یا عدم رعایت مفاد ماده ۱۲۹ اصلاحیه قانون تجارت، عدم افشای معاملات غیرمستقیم با عضو حقیقی هیئت‌مدیره از جمله ایرادهایی بوده که در گزارش حسابرسان به آن‌ها اشاره نمی‌شود.

ضریب تقسیم سود مقدار  $0/52$  را در شاخص پیشنهادی نشان می‌دهد. بر اساس این نتیجه، در شرکت‌هایی که سود سهام پرداختی بیشتر از ۱۰ درصد حد نصاب تعیین شده در قانون تجارت ایران است، در راستای تقویت حمایت از سهام‌داران قلمداد می‌شود. به نظر می‌رسد با توجه به این موضوع که در مجامع عمومی، سهام‌داران خرد حقیقی حضور بیشتری دارند، فشار تقسیم سود دوچندان شده و سود نقدی بالاتری تصویب و پرداخت می‌شود. از آنجایی که افزایش تقسیم سود منجر به حمایت از سهام‌داران شده است، چنین یافته‌ای را در بازار ایران می‌توان در بستر نظریه‌های علامت‌دهی، نمایندگی و تشویقی<sup>۱</sup> تبیین نمود. بر مبنای نظریه علامت‌دهی، تقسیم سود یکی از ابزارهای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی قلمداد شده و به مثابه نشانه‌ای است که اخبار جدیدی را به بازار مخابره می‌کند. به همین جهت، مدیران شرکت‌های ایرانی ممکن است با آگاهی از این موضوع و اهمیت فراوان سود تقسیمی و تغییرات آن برای بازار، تمایل به کاهش سود نقدی حتی در شرایطی که با مشکلات نقدینگی روبه‌رو هستند، نداشته باشند. همچنین در راستای نظریه پذیرایی نیز مدیران، خواسته‌ها و ترجیحات سرمایه‌گذاران را شناسایی کرده که یکی از روش‌های پاسخ به آن، افزایش سود تقسیمی است. در پایان، طبق نظریه نمایندگی، سود تقسیمی به‌عنوان یکی از ابزارهای کاهش مشکل نمایندگی تعریف شده و آن را عاملی جهت تقلیل جریان‌های نقدی آزاد از کنترل مدیران و پرداخت آن بین سهام‌داران تلقی کرده‌اند. چرا که سهام‌داران اعتقاد دارند وجود جریان‌های نقدی آزاد سبب می‌شود تا مدیران از آن‌ها در راستای منافع خود استفاده کنند.

در ارتباط با متغیر مالکیت دولتی که ضریب آن  $0/33-$  محاسبه شده، یافته‌ها بدین صورت بوده است که مالکیت دولتی در ساختار سرمایه شرکت‌ها منجر به کاهش حمایت از سهام‌داران می‌شود. در راستای این نتیجه می‌توان گفت که در شرکت‌های ایرانی، مالکیت دولتی هنوز نتوانسته است فعالیت‌ها و برنامه‌هایی که منجر به ایجاد ارزش و ثروت برای سهام‌داران خرد می‌شود را اجرایی کرده و منافع آن‌ها را تأمین کند. در اغلب موارد، مالکیت دولتی در شرکت‌های ایرانی به‌عنوان یک سهام‌دار کنترلی ایفای نقش نموده و نه تنها به کاهش مشکل نمایندگی کمک نمی‌کند بلکه در بسیاری از مواقع بر مشکلات نمایندگی می‌افزاید. این شرایط موجب می‌شود که جریان‌های نقدی به سمت منافع خصوصی ناشی از کنترل هدایت شده و به حقوق سهام‌داران خرد آسیبزند. هیوجنز و همکاران (۲۰۱۹) معتقدند در کشورهایی که قوانین ضعیفی جهت حمایت از سهام‌داران خرد وجود دارد، انتظار می‌رود مالکیت دولتی به‌واسطهٔ ناکارآمدی‌های موجود در ذات دولت، پیگیری اهداف سیاسی به جای اهداف انتفاعی و مشارکت در معاملات اشخاص وابسته، حقوق سهام‌داران را نادیده گرفته و متمرکز بر تحصیل منافع خصوصی ناشی از کنترل به سود خودشان شوند.

همچنین در شاخص پیشنهادی، ضریب دعاوی حقوقی مقدار  $0/32-$  را نشان داده است. دعاوی حقوقی به‌عنوان ابزاری انضباطی و تنبیهی تأثیر منفی بر شاخص پیشنهادی حمایت از سهام‌داران داشته باشد. باوجود پیش‌بینی نهادهای

1. Catering Theory

نظارتی و انضباطی مانند کانون نهادهای کارگزاران، هیئت داورى سازمان بورس که برای مراقبت و حمایت از بازار ایجاد شده‌اند، اما این گونه فعالیت‌ها نیز نتوانست ریسک و زیانی را که بر سهام‌داران خُرد و از ناتوانی شرکت‌ها بر آن‌ها تحمیل می‌شود، تضمین نموده و حمایت از سهام‌داران را تقویت کند. بنابراین، اگرچه در قوانین، مسئولیت‌هایی (مانند مواد ۴۳ و ۴۹ قانون بازار) برای مدیران شرکت‌ها جهت جبران زیان سهام‌داران پیش‌بینی شده اما اعمال این قواعد و مقررات در چنین بازاری به خاطر وجود ریسک ذاتی، عدم اطمینان و خاصیت جمعی آن دشوار است. چون با توجه به ویژگی‌های خاص بازار سرمایه، چگونه می‌توان قواعدی را برای جبران زیان‌های ناشی از نقض این الزامات به کار گرفت. این نتیجه هم‌سوی دیدگاه لای<sup>۱</sup> (۲۰۰۴) بوده که بیان داشت، انتساب زیان‌هایی که به سرمایه‌گذاران تحمیل می‌شود به دلیل عدم تفکیک ریسک ناشی از ارتکاب احتمالی یک تقصیر از سوی شرکت (مانند افشای نادرست) و یا ریسک ذاتی ناشی از سرمایه‌گذاری در بازار، دشوار به نظر می‌رسد.

ضریب متغیر وام‌های بین‌گروهی در شاخص پیشنهادی ۰/۲۵- بوده است. این نتیجه نشان می‌دهد که هر چه میزان حساب‌های دریافتی بین‌گروهی بیشتر باشد، میزان حمایت از سهام‌داران خُرد تضعیف می‌شود. با توجه به مشکلات واحدهای تجاری گروه و تهیه صورت‌های مالی تلفیقی در ایران، مانند عدم استمرار گزارشگری مالی شرکت‌های فرعی خارج از بورس و همچنین تمایل سهام‌داران کنترلی به سلب مالکیت سایر سهام‌داران، ممکن است وام‌های بین‌گروهی حاوی اطلاعات به‌موقع و صحیح نبوده و کمتر به منافع سهام‌داران خُرد اهمیت دهند؛ به‌گونه‌ای که طبق گزارش عملکرد کمیته پذیرش و نظارت بر مؤسسات معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار در سال ۱۳۹۹، یکی از ایرادات عمده مشاهده شده در گزارش‌های حسابرسی مورد بررسی، عدم مطابقت مانده‌های متقابل با یکدیگر و انعکاس متناقض اطلاعات در صورت‌های مالی شرکت اصلی و شرکت‌های گروه بوده است. این نتیجه در راستای دیدگاه اندرسون و همکاران (۲۰۲۰) بوده است که بیان داشته‌اند وام‌های بین‌گروهی به‌عنوان یکی از سنجش‌های حمایت از سهام‌داران، در معرض مشکلات اطلاعاتی بوده و عدم تقارن را تشدید می‌کنند. بدین صورت که وجوه حاصل از این نوع وام‌ها، به جای آنکه در پروژه‌های سرمایه‌گذاری سودآور بکار گرفته شود، به سمت سهام‌داران کنترلی هدایت گردیده و به منافع شخصی آن‌ها تونل زده شده و به زیان سهام‌داران خُرد تمام می‌شود.

در ارتباط با متغیر کیفیت حاکمیت شرکتی که ضریب آن در شاخص پیشنهادی ۰/۰۵ برآورد شد، یافته‌ها حکایت از این دارد که هر چه کیفیت حاکمیت شرکتی بیشتر باشد، حمایت از سهام‌داران تقویت می‌شود. اگرچه با توجه به این که اجرای حاکمیت شرکتی در بنگاه‌های ایرانی با تأخیر اجرا شده و نارسایی‌های ساختاری مانند عدم تمایز بین ناشران، توجه کمتر به موضوع شفافیت، بازگویی ناکامل موضوعات چالشی نظیر برگزاری مجمع و سهام وثیقه، رویه انتخاب عضو مستقل هیئت‌مدیره و ارائه گزارش حاکمیت شرکتی توسط آن و موارد دیگر در آن وجود داشته اما نتایج نشان داد که در این شرایط نیز کیفیت حاکمیت شرکتی و ارتقای آن به‌واسطه دستورالعمل‌های کنترل‌های داخلی، منشور فعالیت حسابرسی داخلی و کمیته حسابرسی در سال ۱۳۹۱ منجر به حمایت از سهام‌داران شده و می‌توان حداقل الزامات

حاکمیت شرکتی را در آن جست‌وجو کرد. این نتیجه، تأییدکننده حق اطلاع‌رسانی از جنبه نظری برای همه سهام‌داران بوده و عدم تفکیک درست ابزارهای کنترلی - نظارتی و مدیریتی را کاهش می‌دهد؛ چرا که آبیامنگ و همکاران (۲۰۱۹) معتقدند سهام‌داران توانایی‌های پایینی در حفاظت از حقوق خود در برابر رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران دارند.

از آنجایی که ضریب متغیر کیفیت حسابرسی در شاخص پیشنهادی ۰/۰۷ بوده است، می‌توان گفت که کیفیت حسابرسی بالاتر، منجر به افزایش حمایت از سهام‌داران می‌شود. با آگاهی از این موضوع که در فضای حسابرسی ایران، از یک‌سو تقاضا برای حسابرسی با کیفیت پایین بوده و خدمات حسابرسی در ایران مبتنی بر اجبار قانونی بوده (رودکی<sup>۱</sup>)، و از سوی دیگر، سهام‌داران خرد نیز قدرت کمی برای دریافت خدمات حسابرسی با کیفیت دارند، اما یافته‌ها نشان داد که کیفیت حسابرسی منجر به حمایت از سهام‌داران می‌شود. اگرچه این نتیجه هم‌سو با دیدگاه پرساکیس و یاتریدیس (۲۰۱۶) بوده که اذعان داشته‌اند کیفیت حسابرسی منجر به حمایت قوی از سهام‌داران می‌شود، اما این تفسیر در محیط‌هایی مصداق دارد که مقررات سخت‌گیرانه‌ای در حمایت از حقوق سهام‌داران برقرار باشد که بازار نوظهور ایران فاقد چنین ابزارها و سازوکارهایی است. به همین جهت در استدلال نتیجه حاصله می‌توان از دیدگاه انضباطی - نظارتی به جای دیدگاه حمایتی بهره گرفت. بدین‌صورت که مؤسسات حسابرسی بیشتر نگران صدور آرای انضباطی و رعایت مفاد و استانداردهای کنترل کیفیت جامعه حسابداران رسمی بوده تا ریسک لغو عضویت را کاهش دهند و در عمل ریسک دادخواهی علیه حسابرسان به‌گونه‌ای نیست که مؤسسه حسابرسی را به مخاطره اندازد. گواه چنین مطلبی این موضوع بوده که طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۹ تعداد ۸۴ مؤسسه حسابرسی توسط کمیته پذیرش و نظارت بر مؤسسات حسابرسی معتمد حذف شده‌اند.

در شاخص پیشنهادی، ضریب رتبه افشا و اطلاع‌رسانی ۰/۰۱- برآورد شده است. بنابراین، شرکت‌هایی که رتبه افشای پایین‌تری دارند، ممکن است حمایت از سهام‌داران تضعیف گردد. با توجه به ساختار مالکیت شرکت‌های ایرانی و تمرکز مالکیت سهام‌داران عمده که روابط نزدیکی با مدیران شرکت‌ها دارند، انگیزه کمتری برای افشای اطلاعات مهم و با اهمیت وجود دارد. در چنین وضعیتی ممکن است فرایند افشا در شرکت‌های ایرانی در راستای رعایت قوانین سازمان بورس و اوراق بهادار و جلوگیری از جرایم و تنبیهات انضباطی بوده و توجه کمتری به حمایت از سهام‌داران کند. به همین جهت، هنگامی که افشا به طرز نامطلوب انجام شود، شایعه پیرامون واحد تجاری افزایش می‌یابد که در بیشتر موارد مبتنی بر واقعیت‌ها و اخبار انتشار نیافته شرکت‌هاست که دارندگان اولیه این اطلاعات پس از کسب منافع شخصی، آن را به‌صورت غیررسمی به بازار مخابره نموده تا اثر قیمتی اطلاعات را به معاملات سهام منتقل نمایند. این شرایط امکان تصمیم‌گیری آگاهانه را محدود کرده و منجر به قیمت‌گذاری نادرست شده و حقوق سهام‌داران را تضییع می‌کند. این نتیجه هم‌سو با اعلامیه‌های سازمان بین‌المللی کمیسیون بورس اوراق بهادار (۲۰۰۳) و بانک جهانی (۲۰۰۰) بوده که افشا را به‌عنوان یکی از ابزارهای مؤثر در اتخاذ تصمیم‌گیری‌های بهتر و آگاهانه‌تر سهام‌داران قلمداد کرده تا با برآورد دقیق‌تری از ریسک و بازده موردانتظار، از سرمایه خود محافظت نمایند.

در پایان، ضریب هم‌زمانی قیمت سهام در شاخص پیشنهادی ۰/۰۳- به دست آمده است. پس، هم‌زمانی قیمت سهام سبب می‌شود تا حمایت از سهامداران کاهش یابد. از ترکیب این نتیجه با متغیر رتبه افشا و اطلاع‌رسانی می‌توان چنین برداشت کرد که با توجه به مزیت اطلاعاتی مدیران و سهامداران عمده، تمایل بیشتری به افشاهای با شفافیت پایین وجود داشته که این موضوع سبب می‌شود تا سهامداران در معاملات خود، سهامی را انتخاب کنند که بازده آن‌ها هم‌بستگی بالاتری با بازده بازار و صنعت داشته و کمتر تابع اطلاعات خاص شرکت باشد. چنین یافته‌ای در راستای پژوهش یانوتا، مینیچیلی و زاتونی (۲۰۱۰) بوده است که با استفاده از هم‌زمانی قیمت سهام به‌عنوان معیار حمایت از سهامداران نشان داد هر چه مقدار این معیار بالاتر باشد، سازوکارهای حمایت از سهامداران ضعیف‌تر شده و عدم تقارن اطلاعاتی ایجاد می‌شود.

جهت شناسایی و انتساب شرکت‌ها به گروه‌های حمایت و عدم حمایت از سهامداران، به یک نقطه بحرانی نیاز است که طبقه‌بندی بر اساس آن نقطه انجام گیرد. بدین صورت که اگر مقدار تابع تشخیصی برای شرکتی بیشتر از نقطه بحرانی شود به یک گروه و اگر کمتر باشد به گروه دیگر تعلق دارد. برای تعیین نقطه بحرانی، ابتدا متغیرها در شاخص ترکیبی منظور شده و مقادیر مشخص می‌شوند (میهایلوویچ<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶). از آنجایی که نقطه بحرانی برای ساخت طبقه‌بندی مورد استفاده قرار می‌گیرد و همچنین با توجه به تساوی تعداد نمونه‌های هر گروه، از رابطه ۳ برای تعیین نقطه بحرانی استفاده شد که مقدار آن ۰/۴۴ محاسبه شده است.

$$SPI\_CS = \frac{N_1 \times SPI + N_2 \times NonSPI}{N_1 + N_2} = 0/444 \quad \text{رابطه ۳}$$

که در آن SPI\_CS نقطه بحرانی شاخص حمایت از سهامداران؛  $N_1$  و  $N_2$  تعداد شرکت‌های گروه اول و دوم؛ SPI و NonSPI به ترتیب شاخص حمایت و عدم حمایت از سهامداران است. با توجه به این که نقطه بحرانی ۰/۴۴ محاسبه شده، می‌توان گفت که اگر شاخص ترکیبی پیشنهادی کمتر از مقدار ۰/۴۴ باشد، حمایت از سهامداران وجود داشته و اگر بیشتر از این مقدار باشد، از سهامداران حمایت نمی‌شود. جدول ۶ تعیین شرکت‌های هر گروه بر اساس نقطه بحرانی را نشان می‌دهد.

جدول ۶. مقدار بحرانی برای طبقه‌بندی شرکت‌ها در گروه‌ها

نوع تصمیم	مقدار بحرانی = ۰/۴۴۴		نوع تصمیم
عدم حمایت از سهامداران	بیشتر از ۰/۴۴۴	کمتر از ۰/۴۴۴	حمایت از سهامداران

### نتایج طبقه‌بندی روش تحلیل تشخیصی

جدول ۷ میزان صحت پیش‌بینی طبقه‌بندی شرکت‌ها را در دو گروه نشان می‌دهد. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، متغیرهای توضیحی، از مجموع ۸۳ شرکتی که دارای معیارهای حمایت از سهامداران بوده‌اند، تعداد ۷۱ شرکت (۸۵

درصد) را به درستی تشخیص داده و صحیح پیش‌بینی کرده است. در حالی که این میزان در گروه عدم حمایت از سهام‌داران، شامل ۸۰ شرکت (۹۶ درصد) بوده است. در مجموع، ۹۱ درصد موارد بر اساس شاخص ترکیبی پیشنهادی به درستی طبقه‌بندی شده‌اند.

جدول ۷. نتایج طبقه‌بندی و میزان پیش‌بینی براساس شاخص ترکیبی پیشنهادی

خطا		صحت		نوع طبقه‌بندی
درصد	تعداد	درصد	تعداد	
۱۵	۱۲	۸۵	۷۱	حمایت از سهام‌داران
۴	۳	۹۶	۸۰	عدم حمایت از سهام‌داران

همچنین، با استفاده از نسبت موفقیت و آزمون Z کیفیت یافته‌ها و میزان پیش‌بینی‌ها مورد بررسی قرار گرفت. همان‌طور که آشکار است مجموع احتمال حمایت و عدم‌حمایت از سهام‌داران برابر یک است که در این حالت طبقه‌بندی یک شرکت در هر گروه، دارای توزیع احتمال تصادفی ۵۰ درصد می‌باشد. در چنین شرایطی، تفاوت بین درصد طبقه‌بندی بدست آمده برای هر گروه، بیانگر کیفیت تابع تشخیصی بوده که سطح معناداری این تفاوت از طریق آزمون Z بدست می‌آید. آماره Z طبق رابطه ۴ مقدار ۱۱/۸ بوده که در سطح خطای ۵ درصد از مقدار استاندارد (۱/۹۶) بیشتر است. این بدان معناست که با استفاده از تحلیل تشخیصی و با توجه به متغیرهای توضیحی، احتمال طبقه‌بندی بهتری از شرکت‌هایی که حمایت از سهام‌داران در آن‌ها وجود دارد، فراهم می‌شود.

$$Z = \frac{0/96 - 0/50}{\sqrt{(0/5 \times 0/5)/166}} = 11/855 \quad \text{رابطه ۴}$$

### آزمون‌های تکمیلی

#### آزمون تحلیل حساسیت

به منظور افزایش قابلیت اعتماد و پشتیبانی یافته‌ها از آزمون حساسیت استفاده گردید. بدین صورت که یافته‌های شاخص ترکیبی به تفکیک هر سال و مقطعی، طی دوره زمانی این پژوهش مورد بررسی قرار گرفت. همان‌طور که خلاصه نتایج در جدول ۸ نشان می‌دهد، به تفکیک سال، بیش از ۷۵ درصد شرکت‌ها در شرایط حمایت از سهام‌داران به‌طور صحیح طبقه‌بندی شده و همچنین حداکثر ۲۴ درصد خطا در این گروه وجود دارد. همچنین، یافته‌ها نشان می‌دهند که در سال‌ها ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸ بیش از ۹۹ درصد شرکت‌ها در گروه‌ها (هم حمایت و هم عدم حمایت از سهام‌داران) به‌طور صحیح پیش‌بینی شده‌اند. به‌طور کلی، یافته‌ها دلالت بر میزان بالای درستی و همچنین خطای کمتر طبقه‌بندی در شرایط حمایت از سهام‌داران دارد.

جدول ۸. نتایج میزان پیش‌بینی صحت و خطای طبقه‌بندی شرکت‌ها به صورت مقطعی

سال	درستی طبقه‌بندی در شرایط حمایت از سهام‌داران		خطای طبقه‌بندی در شرایط حمایت از سهام‌داران		مجموع	
	تعداد	درصد	تعداد	درصد	تعداد	درصد کلی
۱۳۸۵	۷۵	۹۰/۴	۸	۹/۶	۸۳	۹۵/۲
۱۳۸۶	۷۷	۹۲/۸	۶	۷/۲	۸۳	۹۶/۴
۱۳۸۷	۸۰	۹۶/۴	۳	۳/۶	۸۳	۹۷/۶
۱۳۸۸	۸۱	۹۷/۶	۲	۲/۴	۸۳	۹۸/۸
۱۳۸۹	۷۳	۸۸	۱۰	۱۲	۸۳	۹۴
۱۳۹۰	۷۹	۹۵/۲	۴	۴/۸	۸۳	۹۷/۶
۱۳۹۱	۷۴	۸۹/۲	۹	۱۰/۸	۸۳	۹۴/۶
۱۳۹۲	۶۹	۸۳/۱	۱۴	۱۶/۹	۸۳	۹۰/۴
۱۳۹۳	۶۸	۸۱/۹	۱۵	۱۸/۱	۸۳	۹۱
۱۳۹۴	۷۲	۸۶/۷	۱۱	۱۳/۳	۸۳	۹۳/۴
۱۳۹۵	۷۲	۸۶/۷	۱۱	۱۳/۳	۸۳	۹۱/۶
۱۳۹۶	۶۳	۷۵/۹	۲۰	۲۴/۱	۸۳	۸۸
۱۳۹۷	۸۲	۹۸/۸	۱	۱/۲	۸۳	۹۹/۴
۱۳۹۸	۸۲	۹۸/۸	۱	۱/۲	۸۳	۹۹/۴
۱۳۹۹	۷۷	۹۲/۸	۶	۷/۲	۸۳	۹۳/۴

### شاخص ترکیبی پیشنهادی به تفکیک صنعت

انتظار می‌رود که حمایت از سهام‌داران در شرکت‌ها تابع صنعتی باشند که در آن فعالیت می‌کنند. به همین جهت و در راستای اعتباربخشی یافته‌ها، شرکت‌ها با توجه به صنعتی که در آن فعالیت می‌کنند (طبق جدول ۲) تفکیک و شاخص‌های ترکیبی جدیدی بر اساس هر صنعت طبق جدول ۹ تدوین شد. نتایج گزارش نشده نشان می‌دهد که بیشترین ضریب هم‌بستگی کانونی متعلق به صنعت ماشین‌آلات و دستگاه‌های برقی و کمترین آن مربوط به صنعت استخراج کانی فلزی، ساخت محصولات فلزی و فلزات اساسی بوده است. نتایج را می‌توان با توجه به ضرایب شاخص ترکیبی پیشنهادی اصلی در دو بخش تحلیل نمود. در بخش اول، ضرایب شاخص ترکیبی پیشنهادی حاصل از تفکیک صنایع با ضرایب شاخص ترکیبی پیشنهادی اولیه مطابقت دارند.

به‌طور خلاصه، نتایج نشان می‌دهد که در همه صنایع، ضرایب متغیرهای حساب‌های دریافتی بین گروهی، دعاوی حقوقی، کیفیت حاکمیت شرکتی، معاملات اشخاص وابسته، مالکیت دولتی و تقسیم سود هم‌سو با ضرایب شاخص پیشنهادی اولیه بوده است. در بخش دوم، متغیرهایی وجود دارند که در بعضی از صنایع، نتایج به دست آمده با شاخص ترکیبی پیشنهادی اولیه تفاوت دارند. بدین صورت که ضرایب متغیرهای هم‌زمانی قیمت سهام، رتبه افشا و اطلاع‌رسانی و کیفیت حسابرسی در شاخص ترکیبی ناشی از تفکیک صنایع در مقایسه با ضرایب شاخص ترکیبی پیشنهادی اولیه



متفاوت هستند. ضریب هم‌زمانی قیمت سهام که در شاخص ترکیبی اولیه منجر به تضعیف حمایت از سهام‌داران می‌شده است، در صنایع خودرو و ساخت قطعات، محصولات کانی غیرفلزی، فرآورده‌های نفتی و شیمیایی و محصولات غذایی حمایت از سهام‌داران را تقویت کرده است. دلیل آن را می‌توان این‌گونه بیان کرد که در چنین صنایعی ممکن است هم‌زمانی قیمت سهام با انعکاس اطلاعات بازار و صنعت نسبت به اطلاعات خاص شرکت، موجب افزایش نقدشوندگی سهام از طریق کاهش ریسک انتخاب نادرست شوند. همچنین در رابطه با متغیر کیفیت حسابرسی که در شاخص ترکیبی اولیه تأثیر مثبت بر حمایت از سهام‌داران داشته و به نوعی حامی سهام‌داران بود، اما در صنعت خودرو و ساخت قطعات، کیفیت حسابرسی عاملی بوده که موجب تضعیف حمایت از سهام‌داران شده که ممکن است دلیل آن تخصص پایین حسابرسان در این صنعت باشد. چرا که به دلیل ماهیت شبه‌دولتی صنعت خودرو، سازمان حسابرسی به‌عنوان تنها انتخاب شرکت‌های این صنعت بوده و موضوع تخصص حسابرس در این رابطه مصداق ندارد.

در پایان، هم‌زمانی قیمت سهام که در شاخص ترکیبی اولیه بیانگر این بوده که هرچه رتبه افشا پایین‌تر باشد، حمایت از سهام‌داران کمتر می‌شود، اما در صنایع استخراج کانی فلزی و فلزات اساسی، خودرو و ساخت قطعات، فرآورده‌های نفتی - شیمیایی، محصولات غذایی و دارویی، یافته‌ها حکایت از این داشته که هر چه رتبه افشا بهتر باشد، شاخص حمایت از سهام‌داران تقویت شده و به عبارتی حقوق سهام‌داران رعایت می‌گردد. بنابراین، در صنایع پیش‌گفته که نفوذ و دخالت دولت در آن‌ها قابل‌ملاحظه است، انتشار اطلاعات به بازار و بهبود کیفیت افشا منجر به اتخاذ تصمیم‌گیری‌های بهتر و آگاهانه‌تر سهام‌داران شده و حمایت از آن‌ها را در بردارد که هم‌سو با دیدگاه هیوجنز و همکاران (۲۰۱۹) است. آن‌ها معتقدند زمانی که دولت‌ها به فکر منافع ناشی از کنترل نیستند، حمایت از سهام‌داران خرد از طریق دسترسی به اطلاعات، به‌عنوان یک هدف سیاسی مهم تعریف شده و توسعه بازارهای سرمایه را به همراه دارد.

جدول ۹. تدوین شاخص ترکیبی به تفکیک صنایع

صنعت	صنعت							
	صنعت ۱	صنعت ۲	صنعت ۳	صنعت ۴	صنعت ۵	صنعت ۶	صنعت ۷	صنعت ۸
هم‌زمانی قیمت سهام	۰/۰۳	۰/۰۲۱	-۰/۱۱۹	-۰/۱۴۰	۰/۰۲۸	۰/۰۶۳	-۰/۰۵۱	-۰/۰۲۷
حساب‌های دریافتی بین گروهی	-۰/۴۰۱	-۰/۳۸۰	-۰/۱۳۳	-۰/۴۰۷	-۰/۳۵۷	-۰/۰۹۸	-۰/۳۳۲	-۰/۱۷۰
تقسیم سود	۰/۴۸۶	۰/۵۴۱	-۰/۴۶۰	۰/۶۰۳	۰/۴۸۹	۰/۶۸۶	۰/۴۷۶	۰/۵۰۸
معاملات اشخاص وابسته	-۰/۶۳۲	-۰/۶۹۰	-۰/۶۵۰	-۰/۵۲۸	-۰/۷۴۱	-۰/۷۷۱	-۰/۷۲۸	-۰/۷۵۰
مالکیت دولتی	-۰/۴۲۹	-۰/۳۵۱	-۰/۳۸۷	-۰/۳۹۸	-۰/۴۰۱	-۰/۳۷۸	-۰/۴۵۶	-۰/۲۷۶
دعای حقوقی	-۰/۲۱۵	-۰/۳۸۶	-۰/۳۵۴	-۰/۴۵۳	-۰/۲۷۱	-۰/۴۰۷	-۰/۳۲۷	-۰/۳۲۵
کیفیت حسابرسی	۰/۰۵۴	-۰/۰۳۳	۰/۰۳۶	۰/۱۰۰	۰/۰۸۵	۰/۱۶۱	۰/۰۷۵	۰/۲۹۹
کیفیت حاکمیت شرکتی	۰/۱۹۳	۰/۱۵۴	۰/۳۳	۰/۲۳۴	۰/۱۴۰	۰/۰۱۲	۰/۰۷۹	۰/۲۸۷
رتبه افشا و اطلاع‌رسانی	-۰/۰۷۷	۰/۰۴۲	۰/۰۴۳	۰/۲۳۰	۰/۰۶۸	۰/۱۰۸	-۰/۰۱۴	-۰/۲۶۴

جدول ۱۰ بیانگر میزان پیش‌بینی صحیح طبقه‌بندی شرکت‌ها به تفکیک صنعت است. یافته‌ها نشان می‌دهند شاخص ترکیبی پیشنهادی در صنعت مواد غذایی (صنعت ۶) بیشترین میزان صحت پیش‌بینی و کمترین خطای طبقه‌بندی را دارد.

جدول ۱۰. نتایج طبقه‌بندی و میزان پیش‌بینی به تفکیک صنایع

صنایع	نوع طبقه‌بندی	درستی		خطا	
		تعداد	درصد	تعداد	درصد
صنعت ۱	حمایت از سهام‌داران	۱۲	۸۰	۳	۲۰
	عدم حمایت از سهام‌داران	۱۵	۹۴	۱	۶
صنعت ۲	حمایت از سهام‌داران	۱۲	۹۲	۱	۸
	عدم حمایت از سهام‌داران	۱۳	۹۳	۱	۷
صنعت ۳	حمایت از سهام‌داران	۱۵	۸۸	۲	۱۲
	عدم حمایت از سهام‌داران	۹	۹۰	۱	۱۰
صنعت ۴	حمایت از سهام‌داران	۱۲	۱۰۰	۰	۰
	عدم حمایت از سهام‌داران	۷	۸۸	۱	۱۲
صنعت ۵	حمایت از سهام‌داران	۸	۱۰۰	۰	۰
	عدم حمایت از سهام‌داران	۹	۹۰	۱	۱۰
صنعت ۶	حمایت از سهام‌داران	۴	۱۰۰	۰	۰
	عدم حمایت از سهام‌داران	۱۱	۱۰۰	۰	۰
صنعت ۷	حمایت از سهام‌داران	۲	۱۰۰	۰	۰
	عدم حمایت از سهام‌داران	۱۲	۹۲	۱	۸
صنعت ۸	حمایت از سهام‌داران	۸	۱۰۰	۰	۰
	عدم حمایت از سهام‌داران	۴	۸۰	۱	۲۰

### قابلیت اتکای شاخص ترکیبی پیشنهادی

قابلیت اتکای شاخص ترکیبی پیشنهادی با استفاده از معیارهای تک‌بعدی و همچنین آزمون کوواریانس شاخص ترکیبی پیشنهادی با آن‌ها مورد ارزیابی قرار گرفت. همان‌گونه که از نتایج جدول ۱۱ ملاحظه می‌شود، معیارهای تک‌بعدی مانند معاملات اشخاص وابسته، تقسیم سود، مالکیت دولتی، ریسک دعاوی حقوقی و حساب‌های دریافتی بین‌گروهی توانسته‌اند نتایج طبقه‌بندی تحلیل تشخیصی (طبق جدول ۷) را به درستی پیش‌بینی کنند. بنابراین، شاخص ترکیبی پیشنهادی به دلیل استفاده از سنج‌های گوناگون، نتایج معیارهای انفرادی را پوشش داده است. همچنین، نتایج آزمون کوواریانس شاخص ترکیبی پیشنهادی با معیارهای تک‌بعدی نیز نشان می‌دهد که به استثنای کیفیت حاکمیت شرکتی، تغییرات شاخص ترکیبی پیشنهادی با متغیرهای انفرادی هم جهت با ضرایب برآوردی بوده و نسبت به یکدیگر رفتار مشابهی بروز می‌دهند که به قابلیت اتکای شاخص ترکیبی می‌افزاید. ممکن است عدم هم‌سویی کیفیت حاکمیت شرکتی، الزامی نبودن قوانین و عدم رعایت مفاد آن در شرکت‌ها باشد.

جدول ۱۱. نتایج آزمون قابلیت اتکای شاخص پیشنهادی

معیار	درستی پیش‌بینی		مجموع	خطای پیش‌بینی		کوواریانس بین شاخص ترکیبی پیشنهادی و سنجه‌ها		
	تعداد	درصد		تعداد	درصد	کوواریانس	آماره t	معناداری
هم‌زمانی قیمت سهام	۴۲	۵۱	۸۳	۴۱	۴۹	-۰/۵۷۵	۳۴/۷۷۸	۰/۰۰۰۰
حساب‌های دریافتی بین‌گروهی	۵۰	۶۰	۸۳	۳۳	۴۰	-۰/۳۴۶	۳۲/۶۴۲	۰/۰۰۰۰
تقسیم سود	۷۰	۸۴	۸۳	۱۳	۱۶	۰/۰۹۶	۹/۱۰۲	۰/۰۰۰۰
معاملات اشخاص وابسته	۷۶	۹۱	۸۳	۷	۹	-۰/۷۱۸	۲۵/۸۸۹	۰/۰۰۰۰
مالکیت دولتی	۶۰	۷۲	۸۳	۲۳	۲۸	-۰/۴۱۷	۱۲/۷۲۷	۰/۰۰۰۰
ریسک دعوی حقوقی	۶۱	۷۳	۸۳	۲۲	۲۷	-۰/۵۲۷	۲۰/۳۷۰	۰/۰۰۰۰
کیفیت حسابرسی	۴۲	۵۱	۸۳	۴۱	۴۹	۰/۰۶۲	-۷/۱۱۶	۰/۰۰۰۰
کیفیت حاکمیت شرکتی	۴۱	۴۹	۸۳	۴۲	۵۱	۰/۱۹۳	-۰/۷۶۷	۰/۴۴۲۹
رتبه افشا و اطلاع‌رسانی	۴۸	۵۸	۸۳	۳۵	۴۲	-۰/۰۳۱	۶/۷۸۱	۰/۰۰۰۰

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

هدف این پژوهش، تدوین شاخص ترکیبی برای حمایت از سهام‌داران در سطح شرکتی با استفاده از روش تحلیل تشخیصی بوده است. نتایج شاخص ترکیبی نشان داد متغیرهای توضیحی این توانایی را دارند که آستانه حمایت از سهام‌داران را تعیین کرده و با استفاده از آزمون نسبت موفقیت‌ها، احتمال تشخیص بهتری از شرکت‌هایی که حمایت از سهام‌داران در آن‌ها وجود دارد، فراهم کند. همچنین یافته‌های به دست آمده از شاخص ترکیبی بیانگر این بوده که ضرایب متغیرهای وام‌های بین‌گروهی، هم‌زمانی قیمت سهام، افشا و شفافیت، ریسک دعوی، معاملات اشخاص وابسته و مالکیت دولتی منفی است، در حالی که متغیرهای کیفیت حسابرسی، کیفیت حاکمیت شرکتی و تقسیم سود دارای ضرایب مثبت بوده‌اند. همچنین، سنجه‌های معاملات اشخاص وابسته و رتبه افشا و شفافیت به ترتیب دارای بیشترین و کمترین ضرایب در شاخص ترکیبی پیشنهادی بوده‌اند. این یافته‌ها را می‌توان چنین استدلال کرد، از آنجایی که ماهیت و محتوای روابط در معاملات اشخاص وابسته به سادگی در معرض شناسایی نبوده و قابلیت تشخیص آن توسط حساب‌برسان بر پایه اطلاعات ارائه شده توسط مدیران و سهام‌داران کنترلی قرار داشته و به‌واسطه سیستم کنترل داخلی شرکت‌ها نیز قابل رهگیری و پیگیری نیستند، این‌گونه معاملات شواهد بیشتری برای تضعیف حمایت از سهام‌داران فراهم می‌کنند. در واقع، با توجه به ساختار سرمایه شرکت‌های ایرانی که تمرکز مالکیت نقش پررنگی در آن دارد، رویکرد فرصت‌طلبانه در انجام چنین معاملاتی محتمل بوده و نمی‌تواند در شرایط منصفانه و در راستای حقوق سهام‌داران صورت پذیرد. این یافته هم‌سو با دیدگاه جانکوف و همکاران (۲۰۰۸) بوده که بیان داشته‌اند به‌واسطه معاملات اشخاص وابسته، احتمال قوی وجود دارد که منافع سهام‌داران توسط مدیران و سهام‌داران کنترلی نقض گردد. همچنین، رتبه افشا و اطلاع‌رسانی پایین منجر به تضعیف حمایت از سهام‌داران شده است. براین اساس، با توجه به ساختار مالکیت شرکت‌های ایرانی و تمرکز مالکیت سهام‌داران عمده که روابط نزدیکی با مدیران شرکت‌ها دارند، انگیزه کمتری برای افشای اطلاعات مهم و با

اهمیت وجود دارد. در چنین وضعیتی ممکن است فرایند افشا در شرکت‌های ایرانی در راستای رعایت قوانین سازمان بورس و اوراق بهادار و جلوگیری از جرایم و تنبیهات انضباطی بوده و توجه کمتری به حمایت از سهامداران کند. در مجموع، می‌توان چنین نتیجه گرفت که حمایت از سهامداران در شرکت‌های نمونه، دست‌آویز انگیزه‌های فرصت‌طلبانه مدیران و سهامداران کنترلی قرار می‌گیرد که مستند به مفاهیم مشکل‌نماینده و عدم‌تقارن اطلاعاتی هستند. از یک طرف، مشکل‌نماینده سبب می‌شود که تنظیم رفتارهای مدیران (یا سهامداران کنترلی) در راستای منافع شرکت به دشواری شکل گرفته و ناشی از انگیزه‌ها و رویکرد فرصت‌طلبانه در بستر ابزارهایی مانند معاملات اشخاص وابسته، مالکیت دولتی، وام‌های بین‌گروهی باشند. در چنین شرایطی، به نظر می‌رسد که مشکل‌نماینده حتی منجر به سلب مالکیت سهامداران خرد نیز شود؛ چرا که مدیران و سهامداران کنترلی به دنبال تحقق منافع شخصی خود به هزینه این گروه از سهامداران هستند. از طرف دیگر، بر پایه عدم‌تقارن اطلاعاتی، شاید مدیران تمایل داشته باشند تا سهامداران اطلاعات محدودی را در خصوص عملیات و فعالیت‌های آن‌ها در اختیار گیرند تا بدین وسیله منافع شخصی آن‌ها تأمین گردد. به همین خاطر ممکن است عدم‌تقارن اطلاعاتی به‌واسطه فعالیت‌های افشای ناقص و ایجاد پدیده هم‌زمانی قیمت سهام تشدید گردد.

از آنجایی که در این پژوهش، شاخص ترکیبی پیشنهادی توانسته است میزان حمایت از سهامداران را به‌طور صحیح پیش‌بینی کند، چندین دست‌آورد و بستر پژوهشی می‌توان برای آن متصور بود. نخست، نشان داده شد که حمایت از سهامداران، سازه‌ای چندبُعدی است و تنها با یک متغیر نمی‌توان به ابعاد گوناگون آن در سطح شرکتی پی برد. دوم، اگرچه در قانون تجارت و قانون بازار (۱۳۸۴) تدابیری به منظور حمایت از سهامداران عنوان شد، اما مصادیق این حمایت در بخش جداگانه‌ای تدوین نشده و بیشتر جنبه کلی دارد که باید از بررسی در میان مواد قانونی، برخی از این حقوق را جست‌وجو کرد. براین اساس، پیشنهاد می‌شود با توجه به این که مسئولیت‌های اخلاقی مدیران در برابر سهامداران نانوشته و تلویحی است، مجلس شورای اسلامی ماهیت و دامنه شمول این حقوق را به صراحت و شفافیت کافی و مبتنی بر مفاهیم مالی، اقتصادی و حقوقی تعیین نموده تا سهامداران، آن‌گونه که باید و شاید از حقوق‌شان اطلاع یافته و به‌طور آگاهانه وارد ساختار شرکت‌ها شوند. سوم، با توجه به این که درباره شکل‌گیری پارادایم‌های مربوط به حمایت از سهامداران در بازار ایران ابهاماتی وجود دارد، انتظار می‌رود تدوین چنین شاخص‌های ترکیبی منجر به توانمندسازی سهامداران و توسعه تدریجی بازار سرمایه گردد. چهارم، با توجه به اینکه متغیر معاملات اشخاص وابسته در شاخص ترکیبی پیشنهادی بیشترین وزن را داشته است و فلسفه ماده ۱۲۹ قانون تجارت مبتنی بر این است که اجازه سوء استفاده مدیران و اعضای هیئت‌مدیره به‌واسطه چنین معاملاتی را ندهد، اما تصویب این مقررات مربوط به چندین دهه گذشته بوده که با ویژگی‌های بنگاه‌های تجاری در زمان حاضر از جمله حجم تأمین مالی تفاوت‌های اساسی داشته که گزارش عملکرد کمیته پذیرش و نظارت بر مؤسسات حسابرسی معتمد نیز این موضوع را تأیید کرده است. به همین جهت، پیشنهاد می‌شود تا نسبت به تجدیدنظر در رابطه با مقررات این نوع معاملات که در اکثر موارد، گزارش‌های حسابرسی در خصوص رعایت یا عدم رعایت مفاد ماده ۱۲۹ سکوت کرده است، اقدام گردد. پنجم، به سازمان بورس و اوراق بهادار نیز پیشنهاد می‌شود تا چک‌لیستی به منظور رعایت ابعاد حقوق سهامداران در سطح شرکت‌ها که دربرگیرنده مؤلفه‌هایی مانند

نفوذ افراد و نهادهای سیاسی، فساد و تقلب، رعایت حقوق مالکیت، حُسن اجرای قراردادهای نمایندگی و غیره است، تدوین کند و شرکت‌ها را براساس آن رتبه‌بندی نماید. ششم، به جامعه حسابداران نیز به‌عنوان نهاد حرفه‌ای حسابداری پیشنهاد می‌شود تا جهت ارتقای اعتبار حرفه به عوامل نهادی مانند حمایت از سهام‌داران توجه ویژه‌ای داشته و گزارش‌های حسابرسی را بر مبنای این هدف ارائه نمایند.

در پژوهش‌های آینده نیز می‌توان با استفاده از شاخص ترکیبی پیشنهادی، پیامدهای حمایت از سهام‌داران در سطح کلان و سطح خرد به‌طور جداگانه مورد مطالعه قرار گیرد. در انجام این پژوهش، یکسری محدودیت‌هایی وجود داشته که ممکن است مانع از تعمیق دهی یافته‌ها شود. اول، حمایت از سهام‌داران اگرچه باید در قوانین پیش‌بینی شده و ضمانت اجرایی نیز داشته باشد اما در این پژوهش حمایت از سهام‌داران شامل مؤلفه‌هایی در سطح شرکت است که فرایند تصمیم‌گیری سهام‌داران را تحت تأثیر قرار می‌دهد. دوم، در این پژوهش میزان حمایت حقوقی از سهام‌داران مورد توجه نبوده، بلکه سطح حمایت واقعی از سهام‌داران که تابع سیاست‌ها و رویه‌های داخلی شرکت‌هاست، در اولویت قرار دارد. سوم، اگرچه شاخص‌های ترکیبی منجر به ادراک مطلوب‌تر مفاهیم چندبُعدی می‌شود، اما اندازه‌گیری آن دربرگیرنده مشکلات و چالش‌های نظری و روش‌شناسی است که ممکن است در رویکرد تک بُعدی وجود نداشته باشد. یکی از این مشکلات انتخاب ابعاد حمایت از سهام‌داران است. به‌گونه‌ای که، معیارهای شاخص ترکیبی بر اساس بازنگری ادبیات پژوهش در شرایط فعلی انتخاب شده که ممکن است نظریه‌ها و پژوهش‌های تجربی جدید، سنجه‌های دیگری را برای اندازه‌گیری حمایت از سهام‌داران پیشنهاد دهند که نیاز است به این موضوع در پژوهش‌های آینده توجه شود. چهارم، تمرکز مالکیت یکی از سنجه‌هایی بوده که در بسیاری از پژوهش‌ها برای اندازه‌گیری حمایت از سهام‌داران مورد استفاده قرار گرفته است. اما در این پژوهش، به جهت آنکه میانگین این متغیر در دو گروه با یکدیگر اختلاف معنادار نداشته و سبب شده تا آماره لامبدا ویلکز برابر با یک و نسبت مجذورات درون‌گروهی به کل مجذورات بزرگ شود، امکان بررسی این متغیر در تدوین شاخص ترکیبی فراهم نگردیده است. پنجم، از آنجایی که یکی از ابعاد شاخص ترکیبی حمایت از سهام‌داران، سود تقسیمی بوده است، اثر تورم بر مورد سود تقسیمی با توجه به شرایط اقتصاد ایران دیده نشده است.

## منابع

- امیری، اسماعیل؛ فخاری، حسین (۱۳۹۹). شاخص ترکیبی برای خرید اظهارنظر حسابرس مبتنی بر فن تحلیل ممیزی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۷(۱)، ۱-۳۱.
- تیموری، زهرا؛ هاشمی، سید عباس؛ امیری، هادی (۱۴۰۰). تدوین مدل کیفی عوامل اثرگذار بر قیمت‌گذاری کیفیت اطلاعات حسابداری در ایران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۸(۳)، ۴۳۵-۴۵۹.
- حسینی، سید علی؛ شفیع‌زاده، بهاره (۱۳۹۸). تبیین مدلی برای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران با تأکید بر سازه‌های حسابداری. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۶(۲)، ۱۹۳-۲۱۶.
- دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۸۹). هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار.
- دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان (۱۳۸۶). هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار.

- دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۸۶). هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار.
- دستورالعمل حاکمیت شرکتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران (۱۳۹۷). هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار.
- شعری، صابر؛ حمیدی، الهام (۱۳۹۱). شناسایی انگیزه‌های معاملات با اشخاص وابسته. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۲(۴)، ۴۹-۶۴.
- صفرزاده، محمدحسین (۱۳۹۲). تأثیر رعایت حقوق سهام‌داران بر کیفیت سود. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۳(۳)، ۱۴۷-۱۷۲.
- قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران (۱۳۸۴). مصوب مجلس شورای اسلامی.
- کمبجانی، اکبر؛ سهیلی احمدی، حبیب (۱۳۹۱). تحلیل و بررسی نقش حمایت از حقوق سهام‌داران در گسترش بازار سهام در منتخبی از کشورهای در حال توسعه. *فصلنامه مطالعات اقتصادی کاربردی ایران*، ۱(۱)، ۴۱-۶۲.
- محمدی خانقاه، گلشن؛ پیری، پرویز؛ منصورفر، غلامرضا (۱۳۹۸). مدیریت سود واقعی، کیفیت حاکمیت شرکتی و رتبه اعتباری. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۶(۴)، ۵۹۵-۶۱۴.
- مهربان‌پور، محمدرضا؛ کرمی، غلامرضا؛ جندقی قمی، محمد (۱۴۰۰). تحلیل SWOT برای حرفه حسابرسی مستقل در ایران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۸(۲)، ۳۵۹-۳۹۷.
- ندری، کامران؛ حسینی، سید محمدرضا (۱۳۹۴). تأثیر حمایت از حقوق مالکیت سهام‌داران خرد بر ارزش بازار سرمایه کشورهای منتخب با استفاده از روش پانل دیتا: توصیه‌هایی برای قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران. *دو فصلنامه علمی - پژوهشی تحقیقات مالی اسلامی*، ۴(۲)، ۱۶۳-۱۹۰.
- نیکبخت، محمدرضا؛ فیروزنیا، امیر؛ قیطانچیان، سروناز؛ کلهرنیا، حمید (۱۳۹۷). تأثیر عضویت در ترکیب‌های تجاری بر سطح نگهداری وجه نقد. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۱۰(۴۰)، ۵-۲۴.

## References

- Adjaoud, F. & Ben-Amar, W. (2010). Corporate Governance and Dividend Policy: Shareholders' Protection or Expropriation? *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(5), 648-667.
- Agyemang, O. S., Osei-Effah, M., Agyei, S. K. & Gatsi, J. G. (2019). Country-level corporate governance and protection of minority shareholders' rights: Evidence from African countries, *Accounting Research Journal*, 32(3), 532-552.
- Ahiabor, F. S., James, G. A., Kwabi F.O. & Siems, M. M. (2018). Shareholder protection, stock markets and cross-border mergers. *Economics Letters*. www.ssrn.com.
- Amiri, E. & Fakhari, H. (2020). A Composite Index for Audit Opinion Shopping Based on Discriminant Analysis Technique. *Accounting and Auditing Review*, 27(1), 1-31. (in Persian)
- Anderson, H., Jing, CH. & Jing, L. (2019). Foreign strategic ownership and minority shareholder protection. *Emerging Markets Review*, 39(C), 34-49.

- Azevedo, S. G., Carvalho, H. & Cruz-Machado, V. (2016). LARG index, Benchmarking. *An International Journal*, 23(6), 1472 – 1499.
- Basak, S. & Chabakauri, G., & Yavuz, M. D. (2016). *Investor Protection and Asset Prices*. Available in: file:///C:/Users/q/Downloads/21864\_paper\_hynGBYQ4.pdf
- Bhagat, S. & Romano, R. (2005). Empirical studies of corporate law. *Working Paper*. 44/2005.
- Bourveau, T., Lou, Y. & Wang, R. (2018). Shareholder litigation and corporate disclosure: Evidence from derivative lawsuits. *Journal of Accounting Research*, 797-842.
- Brockman, P. & Chung, D. Y. (2008). Investor Protection, Adverse Selection, and the Probability of Informed Trading. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 30, 111-131.
- Burkart, M. C. & Panunzi, F. (2006). Agency Conflicts, Ownership Concentration, and Legal Shareholder Protection. *Journal of Financial Intermediation*, 15(1), 1-31.
- Cahan, S. & Emanuel, D. & Sun, J. (2009). The effect of earnings quality and country-level institutions on the value relevance of earnings. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 33(4), 371–391.
- Casado, R. B. & Burkert, M. & Dávila, A., & Oyon, D. (2016). Shareholder Protection: The Role of Multiple Large Shareholders. *Corporate Governance: An International Review*, 24(2), 105–129.
- Centre for Business Research. (2003). *Extended Creditor Protection Index 1990-2013*. Centre for Business Research. University of Cambridge.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H. & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance*, 57, 2741-2771.
- De Muro, P. & Mazziotta, M. & Adriano Pareto, A. (2010). Composite Indices of Development and Poverty: An Application to MDGs. *Social Indicators Research*, 104(1), 1-18.
- DeFond, M. & Zhang, J. (2014). A review of archival auditing research. *Journal of Accounting and Economics*, 58(2), 275-326.
- Desender, K. A. & Aguilera, R. V. & Crespi, R. & Garcia-cestona, M. (2013). When does ownership matter? Board characteristics and behavior. *Strategic Management Journal*, 34(7), 823–842.
- Dittmar, A. & Mahrt-Smith, J. & Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial Quantitative analysis*, 38(1), 111-133.
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88 (3), 430-465.
- Enomoto, M. & Kimura, F. & Yamaguchi, T. (2015). Accrual-based and real earnings management: an international comparison for investor protection. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(3), 183-198.
- Fakhari, H. & Rezaei Pitenoeei, Y. (2017). The Impact of Audit Committee and Its Characteristics on the Firms' Information Environment. *Iranian Journal of Management Studies*, 10(3), 577-608.

- Ferguson, J. & Power, D. & Stevenson, L. & Collison, D. (2016). Shareholder protection, income inequality and social health: A proposed research agenda. *Accounting Forum*, 41(3), 253-265.
- Franks, J. & Volpin, P. & Wagner, H. F. (2012). The life cycle of family ownership. *Review of Financial Studies*, 25(6), 675-712.
- Gormley, T. A. & Matsa, D. A. (2016). Playing it safe? Managerial preferences, risk, and agency conflicts. *Journal of Finance Economics*, 122(3), 431-455.
- Heugens, P. P. M. A. R. & Turturea, R. & van Essen, M. (2019). Does state ownership hurt or help minority shareholders? International evidence from control blocks acquisitions. *Global Strategy Journal*, 10(4), 750-778.
- Hope, O. K. & Thomas, W. B. (2008). Managerial Empire Building and Firm Disclosure. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 591-626.
- Hosseini, S.A. & Shafizadeh, B. (2019). Developing a Model for Protecting Investors' Rights With Emphasis On Accounting Constructs. *Journal of Accounting and Auditing Review*, 26(2), 193-216. (in Persian)
- Hutton, A. P. & Marcus, A. J. & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports,  $R^2$ , and crash risk. *Journal of Finance Economic*, 94(1), 67-86.
- Iannotta, G. & Minichilli, A. & Zattoni, A. (2010). Ownership Structure, Board Composition and Investors Protection: Evidence from S&P 500 Firms. *Centre for Applied Research Financial*, www. Ssrn.com.
- International Organization of Securities Commissions. (2003). Objectives and Principles of Securities Regulation.
- Iskandar-Datta, M. E. & Jia, Y. (2014). Investor protection and corporate cash holdings around the world: new evidence. *Review of Quantitative Finance*, 43(2), 245-273.
- Jaggi, B. & Low, P. Y. (2011). Joint Effect of Investor Protection and Securities Regulations on Audit Fees. *The International Journal of Accounting*, 46, 241-270.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jiang, G. & Lee, C. M. & Yue, H. (2010). Tunneling through intercorporate loans: The China experience. *Journal of Finance Economics*, 98 (1), 1-20.
- Jin, L. & Myers, S. (2006).  $R^2$  around the world: New theory and new tests. *Journal of Financial Economics*, 79, 257-292.
- Kanthapanit, CH. (2013). The Analysis of Corporate Governance Practices and Their Impact on Minority Shareholder Rights in the Thai Banking Sector. Doctor of Philosophy.
- Kim, K. A., Kitsabunnarat-Chatjuthamard, P., & Nofsinger, J. R. (2007). Large shareholders, board independence, and minority shareholder rights: Evidence from Europe. *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 859-880.



- Komijani, A. & Habibsoheily, H. (2012). Analysis of The role of protecting shareholders rights in expanding stock market in a selected developing countries. *Journal of Applied Economics Studies in Iran*, 1(1), 41-62. (in Persian)
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, 52, 1131–1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106, 1113–1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, 57, 1147–1170.
- Lay, S. (2004). Perte D'une Chance Et Droit Des Marches Financier. Strasbourg: Mémoire présenté en vue de l'obtention du D.E.A de droit des affaires, Université Robert Schuman-Strasbourg.
- Leuz, C. & Nanda, D. & Wysocki, P. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Finance. Economics*, 69, 505–527.
- Li, X. & Qiao, P. & Zhao, L. (2018). CEO media exposure, political connection and Chinese firms' stock price synchronicity. *International Review of Economics and Finance*, doi: 10.1016/j.iref.2018.08.006.
- Maglio, R. & Rey, A. & Agliata, F. & Rosa Lombardi, R. (2019). Exploring sustainable governance: Compliance with the Italian related party transactions regulation for the legal protection of minority shareholders. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(1), 272-282.
- Manos, R. & Murinde, V. & Green, C. J. (2012). Dividend policy and business groups: Evidence from Indian firms. *International Review of Economics and Finance*, 21, 42–56.
- Maux, J. L. & Francoeur, C. (2014). Block Premia, Litigation Risk, and Shareholder Protection. *European Financial Management*, 20(4), 756–769.
- Mehrabanpour, M., Karami, G., Jandaghi Ghomi, M. (2021). SWOT Analysis of the Independent Audit Profession in Iran. *Accounting and Auditing Review*, 28(2), 359-397. (in Persian)
- Mihalovič, M. (2016). Performance Comparison of Multiple Discriminant Analysis and Logit Models in Bankruptcy Prediction, *Economics and Sociology*, 9(4), 101-118.
- Mirshekary, S. & Saudagaran, S. M. (2005). Perceptions and characteristics of financial statement users in developing countries: Evidence from Iran. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 14(1), 33-54.
- Mohammad Rezaei, F. & Mohd-Saleh, N. & Ahmed, K. (2018). Audit firm ranking, audit quality and audit fees: Examining conflicting price discrimination views. *International Journal Accounting*, 53(4), 295-313.
- Mohammadi Khanghah, G., Piry, P., & Mansourfar, GH. (2019). Real Earnings Management, Corporate Governance Quality and Credit Rating. *Accounting and Auditing Review*, 26(4), 595-614. (in Persian)

- Mustafa, A. S. & Barwari, A. S. & Mohammed, N. H. (2018). Minority Shareholders' Rights and Audit Quality: Empirical Evidence from Turkey. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*, 4(4), 27-44.
- Nadri, K. & Hosseini, S. (2015). The Effect of Protecting Minority Investors on the Capital Market Value in Selected Countries by Using Panel Data Analysis; Corrective Recommendations for Iran's Laws and Regulations. *Islamic Finance Research Bi-quarterly Journal*, 4(2), 159-186. (in Persian)
- Nassreddine, G. (2016). Determinants of financial information disclosure: A visualization test by cognitive mapping technique. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 21, 8-13.
- Nguyen, A. H. & Doan, D. T. & Nguyen, L. H. (2020). Corporate Governance and Agency Cost: Empirical Evidence from Vietnam. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(103), 1-15.
- NikBakht, M. R., Firooznia, A., Gheyanchian, S., & Kalthornia, H. (2018). The Effect of Business Combinations on the Level of Cash Holdings. *Accounting and Auditing Research*, 10(40), 5-24. (in Persian)
- Obaydin, I. & Zurbruegg, R. & Hossain, M. N. (2020). Shareholder litigation rights and stock price crash risk, *Journal of Corporate Finance*, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101826>.
- OECD (2008). *Handbook on Constructing Composite Indicators: Methodology and User Guide*.
- OECD (2012). *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights*. OECD Publishing.
- Ouyang, W. & Zhu, P. (2016). An international study of shareholder protection in freeze-out M&A transactions. *International Review of Financial Analysis*, 45, 157-171.
- Peng, M. W. & Bruton, G. D. & Stan, C. V. & Huang, Y. (2016). Theories of the (state-owned) firm. *Asia Pacific Journal of Management*, 33, 293-317.
- Persakis, A. & Iatridis, E. G. (2016). Audit quality, investor protection and earnings management during the financial crisis of 2008: An international perspective. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 41, 73-101.
- Pindado, J. & Requejo, I. & Torre, C. (2013). Family control, expropriation, and investor protection: A panel data analysis of Western European corporations. *Journal of Empirical Finance*, 27, 58-74.
- Pizzo, M. (2013). Related party transactions under a contingency perspective. *Journal of Management and Governance*, 17, 309-330.
- Pohar, M. & Blas, M. & Turk, S. (2004). Comparison of Logistic Regression and Linear Discriminant Analysis: A Simulation Study. *Metodološki zvezki*, 1(1), 143-161
- Romano, R. (1991). The shareholder suit: Litigation without foundation. *Journal of Law Economics & Organization*, 7(1), 55-87.
- Roudaki, J. (2008). Accounting profession and evolution of standard setting in Iran. *Journal of Accounting, Business & Management*, 15(1), 33-52.

- Safarzadeh, M. (2013). The Effect of Shareholder Rights on Earnings Quality. *Empirical Research in Accounting*, 3(3), 147-172. (in Persian)
- Sheri, S., Hamidi, E. (2012). Identifying Motives of Related Party Transactions. *Empirical Research in Accounting*, 2(4), 49-64. (in Persian)
- Siekkinen, J. (2016). Value relevance of fair values in different investor protection environments. *Accounting Forum*, 40(1), 1-15.
- Teymoori, Z., Hashemi, S., Amiri, H. (2021). Developing the Qualitative Model of the Factors Affecting the Accounting Information Quality Pricing in Iran. *Accounting and Auditing Review*, 28(3), 435-459. (in Persian)
- The Regulations on Disclosure of Information by The Companies Registered with the Organization. (2007). *Board of Directors of the Securities and Exchange Organization*. (in Persian)
- The Regulations on Corporate Governance by The Companies Registered with the Organization. (2018). *Board of Directors of the Securities and Exchange Organization*. (in Persian)
- The Regulations on Corporate Governance by The Companies Registered with the Organization. (2018). *Board of Directors of the Securities and Exchange Organization*. (in Persian)
- The Regulations on Securities Listing. (2006). *Board of Directors of the Securities and Exchange Organization*. (in Persian)
- The Regulations on Transaction Enforcement by The Companies Registered with the Organization. (2007). *Board of Directors of the Securities and Exchange Organization*. (in Persian)
- The Securities Market Act of the Islamic Republic of Iran. (2005). *Parliament (Islamic Consultative Assembly)*. (in Persian)
- Tran, Q. T. (2019). Financial Crisis, Shareholders Protection and Cash Holdings. *Research in International Business and Finance*.
- Utama, A. & Utama. C. A. & Yuniasih, R. (2010). Related Party Transaction Efficient or Abusive: Indonesia Evidence. *Asia Pacific Journal of Accounting and Finance*, 1(1), 77-102.
- World Bank Group (2000). *Doing Business*. Protecting of Minority Investors.