

نقش گزارشگری مالی، شفافیت و راهبری شرکتی در حمایت از حقوق سرمایه گذاران

بهاره شفیع زاده^۱، سید علی حسینی^۲، علی رحمانی^۳، محمد سلطانی^۴

چکیده

در شرکت‌های سهامی عام به دلیل پیچیدگی نسبی روابط حاکم بین اجزای شرکت، قوانین از اهمیت ویژه‌ای برخوردار هستند. از آنجاییکه معمولاً در اغلب موارد مدیران شرکت‌ها توسط سهامداران عمده تعیین می‌شوند، موضوعی که در زمینه قوانین شرکت‌های سهامی بیشتر از سایر موارد بر آن تأکید می‌شود، حمایت از حقوق سرمایه گذاران به خصوص سرمایه گذاران خرد در مقابل سهامداران عمده و مدیران است. سهامداران عمده و مدیران شرکت به دلیل تسلطی که بر منابع شرکت دارند، در صورت حمایت ضعیف از سرمایه گذاران خرد، به روش‌های گوناگون می‌توانند از اختیارات خود، در جهت منافع شخصی خودشان سوء استفاده کنند. در تحقیق حاضر، با بکارگیری روش تحقیق نظریه پردازی زمینه بنیان، از طریق مصاحبه با خبرگان و اشخاص صاحب نظر و تحلیل داده‌های حاصل از مصاحبه، نقش گزارشگری مالی، شفافیت و راهبری شرکتی در حمایت از حقوق سرمایه گذاران مورد بررسی قرار گرفت. همچنین با استفاده از کدگذاری باز، کدگذاری محوری و کدگذاری انتخابی، مفاهیم، مقوله‌ها، مشخصات و ابعاد مقوله‌ها استخراج گردیدند و مقوله‌های مذکور به شرایط علی، راهبردها، شرایط مداخله گر، شرایط بستر و در نهایت پیامدها طبقه بندی شدند و در نهایت مدل به دست آمده، با ارائه به صاحب نظران (که تعدادی از آن‌ها قبلاً در مصاحبه شرکت نداشتند) مورد پالایش و تأیید قرار گرفت. نتایج نشان داد در حوزه گزارشگری مالی و قابلیت اتکای صورت‌های مالی و اثربخش بودن اطلاعات و در حوزه راهبری شرکتی، ترکیب سهامداران و رعایت مکانیزم‌های راهبری شرکتی به صورت محتوایی، از مهمترین عوامل تأثیرگذار بر حمایت از حقوق سرمایه گذاران هستند. بنابراین، تقویت محتوای گزارشات و نحوه افشای اطلاعات، تقویت قوانین و مقررات راهبری شرکتی، تقویت و رعایت الزامات معاملات با اشخاص وابسته و بهبود مکانیزم‌های پاسخگویی به سرمایه گذاران موجب افزایش حمایت از حقوق سرمایه گذاران می‌شود.

واژگان کلیدی: گزارشگری مالی، شفافیت، راهبری شرکتی، حمایت از حقوق سرمایه گذاران،

نظریه پردازی زمینه بنیان

طبقه بندی موضوعی: G11, G30, M41

۱. دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه الزهرا (س)

۲. استادیار رشته حسابداری دانشگاه الزهرا (س) - نویسنده مسئول

۳. استاد رشته حسابداری دانشگاه الزهرا (س)

۴. استادیار دانشکده حقوق دانشگاه شهید بهشتی

مقدمه

شرکت‌های تجاری همانگونه که می‌توانند در راستای کارآفرینی و رشد اقتصادی مفید واقع شوند، می‌توانند به عنوان ابزاری برای سوءاستفاده در جهت منافع شخصی نیز به کار گرفته شوند. از اینرو، همواره یکی از چالش‌های مهم و موضوعات مطرح و یکی از نگرانی‌های خاص سرمایه‌گذاران، سوءاستفاده سهامداران کنترلی در شرکت‌های سهامی عام است. از منظر اقتصادی این واقعیت پذیرفته شده است که حضور سهامداران کنترلی در یک شرکت، اگرچه متضمن منافع متعددی می‌باشد، اما در عین حال هزینه‌هایی نیز دربردارد (Urutiaga and Lacave, 2010). بنابراین، لازم است که از سرمایه‌گذاران در برابر سوءاستفاده مدیران و سهامداران کنترلی دارای قدرت، حمایت شود چرا که سهامداران کنترلی و مدیران به عنوان نمایندگان آن‌ها، می‌توانند از قدرت خود برای هدایت ثروت و منافع شرکت به سمت خود، بدون سهم کردن سایر سرمایه‌گذاران، استفاده کنند. (Djankov et. Al, 2008).

به علاوه، تجربه نهادهای مالی بین‌المللی، کشورها و بازارهای مالی مختلف نیز در سطح جهان به ویژه در مراکز توسعه یافته نشان می‌دهد که حمایت‌های قانونی و حقوقی از سرمایه‌گذاران از ضرورت‌های اولیه یک بازار سرمایه به شمار می‌رود. آمار و ارقام و بررسی سوابق سرمایه‌گذاران سهام، حتی در اقتصادهای توسعه یافته، بیانگر این است که اکثر آن‌ها از دانش مالی و سرمایه‌گذاری لازم برخوردار نیستند و اغلب توانایی دسترسی به داده‌های مورد نیاز و تجزیه و تحلیل و به کارگیری اطلاعات مالی در تصمیمات خود را ندارند. همچنین در بازارهای سرمایه، حتی در تکامل یافته‌ترین آن‌ها، ناکارآمدی، عدم تقارن اطلاعاتی، سوء استفاده و مشکلات دیگر کم و بیش به چشم می‌خورد و در چنین فضایی نمی‌توان انتظار داشت حقوق سرمایه‌گذاران، به ویژه سرمایه‌گذاران خرد، از سوی عناصر و عوامل بازار از جمله کارگزاران، مشاوران مالی، شرکت‌های تأمین سرمایه و سایر نهادها و گردانندگان بازار به خوبی و به طور کامل و منصفانه رعایت گردد (Lin et al., 2017).

با توجه به مطالب ذکر شده، یکی از مهم‌ترین سؤالات مطرح این است که با توجه به نقش غیر قابل انکار سهامداران در بازار سرمایه و با توجه به اهمیت حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران در بازارهای داخلی و بین‌المللی، تأثیر گزارشگری مالی، شفافیت و راهبری شرکتی در حمایت از حقوق سهامداران چقدر است تا آن‌ها بتوانند با اطمینان از فضای کسب‌وکار و مکانیزم‌های حمایتی، سرمایه‌های خود را در بورس اوراق بهادار سرمایه‌گذاری کنند؟ به منظور پاسخ به این سؤال، در تحقیق حاضر سعی می‌شود

مدلی در خصوص نقش گزارشگری مالی، شفافیت و راهبری شرکتی در حمایت از حقوق سرمایه- گذاران ارائه گردد.

حمایت از سرمایه گذاران و اهمیت آن

مفهوم حمایت از سرمایه گذاران، سابقه طولانی در شرکت های تجاری دارد. از اوایل قرن بیستم که برل و مینز (Berle and Means, 1932) آسیب پذیری سرمایه گذاران در شرکت های تجاری را برجسته کردند، حمایت از سرمایه گذاران، یک آرمان مهم در قانون اوراق بهادار بوده است (Dixon and Hill, 2018).

از نظر وانگ و همکاران (Wang et al., 2003)، حمایت از سرمایه گذاران دربرگیرنده سطح و کیفیت افشا، مشارکت در تصمیم گیری های عمده و حفاظت از سلب مالکیت یا معاملات شخصی توسط مدیران و سهامداران عمده می باشد.

همچنین شیفر و ولفنسان (Shleifer and Wolfenzon, 2002) حمایت از سرمایه گذاران را به عنوان حمایت از سرمایه گذاران بیرونی از طریق اجرای قوانین و مقررات تعریف کرده اند. منظور از سرمایه گذاران بیرونی در تحقیق ایشان، سرمایه گذارانی به غیر از مدیران و پرسنل شرکت می باشد. سازمان بین المللی کمیسیون های اوراق بهادار^۵ در قالب نشریه ای با عنوان اهداف و اصول پایه ای تنظیم مقررات اوراق بهادار^۶ که در سال ۱۹۹۸ منتشر و در سال ۲۰۰۳ تجدید چاپ نمود، بیان می کند که سه هدف عمده تدوین مقررات خوب بازار اوراق بهادار عبارتند از: ۱) حمایت از سرمایه گذار، ۲) اطمینان بخشی نسبت به منصفانه، کارا و شفاف بودن بازارها و ۳) کاهش ریسک سیستماتیک.

آیسکو در تشریح هدف اول بیان می کند که در این متن، حمایت از سرمایه گذاران بدین معنی است که "سرمایه گذاران باید درمقابل هرگونه اقدام گمراه کننده، دستکاری بازار، تقلب و فریبکاری شامل معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی، انجام معاملات قبل از یا بدون سفارش مشتری و سوءاستفاده از داراییهای مشتریان، حمایت و محافظت شوند". در این رابطه افشای کامل اطلاعات مهم ترین عامل در کمک به تصمیم گیری بهتر و آگاهانه تر سرمایه گذاران به شمار می رود و آنان را قادر می سازد تا با برآورد دقیق تری از ریسک و بازده بالقوه سرمایه گذاری، به نحو بهتری بتوانند از منافع خود حمایت کنند. همچنین رعایت دقیق استانداردهای حسابداری و حسابرسی به عنوان یکی از ارکان مهم افشای کامل اطلاعات توصیه می شود. از دیگر مواد ضروری در این رابطه، لزوم اخذ مجوز از نهادهای

⁵ The International Organization of Securities Commissions (IOSCO)

⁶ Objectives and Principles of Securities Regulation

ذریبٹ برای تمامی ارائه‌دهندگان خدمات مشاوره سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری‌ها، رعایت دقیق الزامات حد کفایت سرمایه در نهادهای مالی و واسطه‌گران و رعایت سایر استانداردهای موجود از سوی این نهادها، پیش‌بینی و بکارگیری سیستم مناسب نظارت و بازرسی بازار و نهادهای آن و بالاخره رعایت کلیه قوانین و مقررات مرتبط با ارکان و معامله‌گران بازار و پیشگیری از قانون‌شکنی و قانون‌گریزی را می‌توان نام برد. به‌علاوه، در صورت عدم رعایت قوانین، استانداردها و تعهدات از سوی هر شخص حقیقی یا حقوقی، باید به نحوی ضرر و زیان وارده بر سرمایه‌گذاران مورد ارزیابی و جبران قرار گیرد و سرمایه‌گذاران در چنین مواردی باید دسترسی کامل و آسان به یک دادگاه و مرجع بی‌طرف و سازوکار عادلانه داشته باشند (IOSCO, 2003).

بدیهی است که اگر در داخل کشور در مقایسه با سایر کشورها، حمایت کمتری از سرمایه‌گذاران وجود داشته باشد، موجب کاهش سرمایه‌گذاری خارجی در کشور و حتی فرار سرمایه می‌شود. از طرف دیگر بی‌توجهی به حقوق سرمایه‌گذاران باعث افزایش هزینه جذب سرمایه در شرکت‌ها می‌گردد. به این جهت در تدوین قوانین و سیاست‌های اقتصادی، باید از حقوق سهامداران سرمایه‌گذاران به ویژه سرمایه‌گذاران اقلیت حمایت به عمل آید تا در نتیجه آن، اعتماد مردم جلب شده و فرهنگ سرمایه‌گذاری در شرکت‌های سهامی افزایش یابد و اداره شرکت بر اساس نظر اکثریت با حفظ حقوق اقلیت صورت پذیرد. در حقیقت هنر دموکراسی در ایجاد این تعادل بین اداره بر اساس نظر اکثریت با حفظ حقوق اقلیت است. بهترین سیستمی که می‌توان از طریق آن به حمایت شایسته از حقوق سرمایه‌گذاران دست یافت، در نظام راهبری شرکتی شکل گرفته است (آرین و باقریان، ۱۳۹۳). البته شواهدی نیز در خصوص علیت معکوس توسعه بازار سرمایه و حمایت از سرمایه‌گذاران وجود دارد. به این معنا که توسعه بازار سهام در سطح کشور موجب بهبود در قوانین حمایت از سرمایه‌گذاران می‌شود (Deakin et al., 2018).

نهادهای تنظیم‌گر مالی، از جمله بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار، نقشی عمده در تنظیم روابط مالی کشور ایفا می‌کنند. شورای عالی بورس و سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان ارکان اصلی بازار سرمایه ایران، از جمله چنین نهادهای مالی هستند (رهبر، ۱۳۹۵). در خصوص وظایف پیشگیرانه سازمان بورس و اوراق بهادار به منظور جلوگیری از ایجاد ناملایمات بازار سرمایه می‌توان به وظایف نظارتی سازمان بورس بر حسن اجرای قانون، ثبت و صدور مجوز عرضه عمومی اوراق بهادار، نظارت بر سرمایه‌گذاری اشخاص حقیقی و حقوقی خارج از بورس، بررسی و نظارت بر افشای اطلاعات با اهمیت توسط شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان، اتخاذ تدابیر لازم جهت پیشگیری از وقوع تخلفات

در بازار اوراق بهادار، اتخاذ تدابیر ضروری و انجام اقدامات لازم به منظور حمایت از حقوق سرمایه-گذاران، ثبت تأسیس بورس ها و بازارهای خارج از بورس و ... اشاره کرد (جوانمردی و همکاران، ۱۳۹۶).

هرچند در ایران از اواسط دهه ۴۰ بورس اوراق بهادار تأسیس شد و در لایحه قانون تجارت ۱۳۴۷ در مواد مرتبط با نحوه تشکیل و اداره شرکت های سهامی تا حدودی مباحث مربوط بدین حوزه مورد توجه قرار گرفت، اما طرح و بررسی موضوع راهبری شرکتی با مفهوم کنونی آن در اوایل دهه ۸۰ مطرح گردید.

راهبری شرکتی، ساز و کارهایی است که در هنگام جدایی مالکیت و مدیریت در شرکت ها با ایجاد توازن قدرت به وسیله تقویت تفکیک ارکان اجرایی شرکت ها امکان فعالیت مبتنی بر حفظ منافع گروه های متعدد را به آن ها می دهد (حساس یگانه، ۱۳۸۵).

هیأت مدیره مسئول راهبری شرکت بوده و مسئولیت آن شامل تعیین اهداف راهبردی شرکت، هدایت و رهبری شرکت در جهت تحقق اهداف مذکور، نظارت بر مدیریت اجرایی شرکت و ارائه گزارش به سهامداران و سایر ذینفعان در چارچوب مقررات می باشد. هیأت مدیره باید نسبت به ایجاد، استمرار و تقویت سازوکارهای اثربخش جهت کسب اطمینان معقول از محقق شدن اصول راهبری شرکتی به شرح زیر، اقدام نماید:

الف) رعایت حقوق سهامداران و برخورد منصفانه با آن ها،

ب) افشا و شفافیت،

ج) پاسخگویی،

د) درستکاری (پیش نویس دستورالعمل راهبری شرکتی ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق

بهادار تهران و فرابورس ایران، ۱۳۹۲).

اصل اول از این اصول، حقوق سهامداران (سرمایه گذاران) می باشد. مدیران مستقل، مهمترین ویژگی قوانین راهبری مدرن است. در سراسر جهان، دادگاه ها و قانون گذاران به منظور حمایت از سرمایه گذاران در مقابل فرصت طلبی سهامداران کنترلی، به این مدیران اتکا می کنند و این اعتماد به طور فزاینده ای رو به رشد است (Bebchuk and Hamdani, 2017).

در نهایت، با توجه به سند چشم انداز بیست ساله و همچنین ابلاغ سیاست های کلی با اهدافی همچون بهبود شاخص های اقتصادی، اصلاح و تقویت همه جانبه نظام مالی کشور، گسترش و تعمیق نظام جامع تأمین مالی و گسترش سهم بازار سرمایه، ضرورت توجه به حقوق سرمایه گذاران اهمیت بیشتری یافته و

از آنجا که یکی از پیامدهای توسعه بازار سرمایه حضور بیشتر مردم و بخش‌های خصوصی و تعاونی در فضای اقتصادی کشور است، توسعه راهکارهایی به منظور حمایت مؤثرتر از حقوق سرمایه‌گذاران و ایجاد اعتماد بیشتر برای سرمایه‌گذاران ضروری به نظر می‌رسد.

گزارشگری مالی و حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران

محصول نهایی فرآیند حسابداری مالی، ارائه اطلاعات مالی به استفاده‌کنندگان مختلف، اعم از استفاده‌کنندگان داخلی و استفاده‌کنندگان خارج از واحد تجاری، در قالب گزارش‌های حسابداری است. آن گروه از گزارش‌های حسابداری که با هدف تأمین نیازهای اطلاعاتی استفاده‌کنندگان خارج از واحد تجاری تهیه و ارائه می‌شود، در حیطه عمل گزارشگری مالی قرار می‌گیرد. صورت‌های مالی، بخش اصلی فرآیند گزارشگری مالی را تشکیل می‌دهد.

بر اساس مفاهیم نظری گزارشگری ایران، هدف صورت‌های مالی عبارت از ارائه اطلاعاتی تلخیص و طبقه‌بندی شده درباره وضعیت مالی، عملکرد مالی و انعطاف‌پذیری مالی واحد تجاری است که برای طیفی گسترده از استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی در اتخاذ تصمیمات اقتصادی مفید واقع گردد. صورت‌های مالی همچنین نتایج وظیفه مباشرت مدیریت یا حسابداری آن‌ها را در قبال منابعی که در اختیارشان قرار گرفته، منعکس می‌کند. استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی برای اتخاذ تصمیمات اقتصادی، غالباً خواهان ارزیابی وظیفه مباشرت یا حسابداری مدیریت می‌باشند. تصمیمات اقتصادی مزبور به عنوان نمونه شامل مواردی از قبیل فروش یا حفظ سرمایه‌گذاری در واحد تجاری و انتخاب مجدد یا جایگزینی مدیران می‌باشد (فصل ۱، مفاهیم نظری گزارشگری مالی ایران، ۱۳۸۸).

افشای نامناسب و ناکافی در گزارش‌های مالی و عدم شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها موجب می‌شود که مشکلات ناشی از تفکیک مالکیت از مدیریت افزایش یابد. عدم ارائه اطلاعات مربوط و قابل اتکا، زیان‌های اقتصادی جبران‌ناپذیری برای سهامداران و سایر ذینفعان به دنبال دارد (مهدوی و همکاران، ۱۳۹۰). در مقابل، نظام راهبری شرکتی ارزنده‌تر موجب دسترسی بیشتر به تأمین مالی، هزینه سرمایه کمتر، عملکرد بهتر و رفتار مناسب‌تر ذینفعان می‌شود (Claessens and Yurtoglu, 2012).

سلب مالکیت سهامداران اقلیت توسط سهامداران کنترل‌کننده از مشکلات اصلی نمایندگی در اقتصادهای دارای ساختار مالکیت متمرکز است. اعطای حق رأی به سهامداران اقلیت طبق قوانین می‌تواند مانع سلب مالکیت و حل تضاد منافع بین سهامداران کنترل‌کننده و اقلیت شود. افراد درون سازمانی سود شرکت را در جهت منافع خویش استفاده می‌کنند و نگران بازگشت پول به سرمایه‌گذاران بیرونی نمی‌باشند (Yao et al., 2011).

از سوی دیگر، لوز و همکاران (Leuz et al., 2003) سطح مدیریت سود از جمله هموارسازی سود را در کشورهای مختلف بررسی کردند. تمرکز آن‌ها بر فرصت‌طلبی بود و استدلال کردند که مدیران انگیزه دارند تا با مدیریت سود، عملکرد واقعی شرکت را در ابهام نگه دارند و از این طریق بتوانند منافع کنترلی خصوصی خود را از دید بیرونی‌ها پنهان کنند. آن‌ها پیش‌بینی کردند که این انگیزه‌ها در سطوح مختلف حمایت از سرمایه‌گذاران متفاوت باشد، به طوری که حمایت قوی از سرمایه‌گذاران باعث کاهش توانایی مدیر برای تأمین منافع خصوصی به هزینه سهامداران بیرونی می‌شود. این محققان انتظار داشتند که مدیران به دلیل فرصت‌طلبی در محیط‌های با حمایت ضعیف از سرمایه‌گذاران انگیزه‌های بیشتری برای مشارکت در مدیریت سود داشته باشند و نتایج تحقیق آن‌ها شواهدی برای تأیید پیش‌بینی آنان فراهم کرد. یوتای و همکاران (U-Thai et al., 2006) رابطه بین حمایت از سرمایه‌گذاران و کیفیت سود را بر اساس چهار ویژگی سود شامل کیفیت ارقام تعهدی^۷، پایداری سود^۸، قابلیت پیش‌بینی سود^۹ و هموارسازی سود^{۱۰} بررسی کردند. فرضیه آن‌ها بر این اساس بود که ارزش‌های مطلوب هر یک از ویژگی‌ها (که به طور جداگانه در نظر گرفته شدند) در کشورهایی که ویژگی‌های نهادی آن‌ها موجب حمایت قوی‌تری از سرمایه‌گذاران می‌شود، بروز می‌کند. نتایج تحقیق نشان داد که هموارسازی سود در کشورهای با حمایت قوی از سرمایه‌گذاران کمتر دیده می‌شود. کیفیت ارقام تعهدی و قابلیت پیش‌بینی سود رابطه نسبتاً ضعیفی با ویژگی‌های نهادی دارد و هیچ رابطه‌ای بین حمایت از سرمایه‌گذاران و پایداری سود وجود ندارد.

در رسوایی‌های مالی اخیر، معاملات با اشخاص وابسته نیز به عنوان یکی از کانون‌های نگرانی بوده است، به گونه‌ای که استفاده هدفمند از این معاملات و عدم افشای آن‌ها یا کافی نبودن افشا، از عوامل سقوط شرکت‌ها می‌باشد. تصاحب منابع شرکت از طریق معاملات با اشخاص وابسته، در کشورهای توسعه‌یافته مرسوم است، اما در اقتصادهای نوظهور به دلیل نقص بازارهای خارجی و ضعف راهبری شرکتی بیشتر مشاهده می‌شود. در بسیاری از موارد، معاملات با اشخاص وابسته احتساب‌ناپذیر و سودمند است و در چرخه عملیات شرکت تکرار می‌گردد، ولی در شرایطی خاص، به سهامداران عمده یا مدیران شرکت‌ها اجازه می‌دهد به هزینه اشخاص وابسته، یکی از عواملی است که به ویژه در کشورهای آسیایی که روابط تجاری در آن‌ها به گونه‌ای است که انجام معاملات با اشخاص وابسته را تسهیل می‌کند،

⁷ Accruals Quality

⁸ Earnings Persistence

⁹ Earnings Predictability

¹⁰ Earnings Smoothness

موجب کاهش ارزش بازار سرمایه می شود. اگرچه تمام معاملات با اشخاص وابسته فرصت طلبانه نیستند، اما نگرش غالب این است که از عوامل تأثیرگذار بر ریسک می باشند و سرمایه گذاران، قبل از انجام سرمایه گذاری برای آن اهمیت زیادی قایل می شوند.

در تئوری های موجود، دو دیدگاه نسبت به معاملات با اشخاص وابسته وجود دارد که شامل دیدگاه رفتار فرصت طلبانه (تئوری تضاد منافع) و دیدگاه رفتار کارا (فرضیه معاملات کارا) می باشد، که وجود یا عدم وجود هر یک از این رفتارها تابعی از راهبری شرکتی، قوانین حمایت از سرمایه گذاران و به طور کلی فضای کسب و کار کشورها می باشد. در اقتصادهای نوظهور، که انتصاب و ابقای مدیران، با نفوذ سهامداران عمده انجام می گیرد، تصاحب منابع شرکت ها رواج دارد و بین سهامداران عمده و خرد، عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منافع به وجود می آید. فرصت طلبانه بودن معاملات با اشخاص وابسته، یکی از چالش های راهبری شرکتی است. یکی از موضوعات مهم مربوط به معاملات با اشخاص وابسته، حمایت از سرمایه گذاران خرد است (شعری و حمیدی، ۱۳۹۱).

شفافیت و حمایت از حقوق سرمایه گذاران

مهم ترین عامل موثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران بالقوه و بالفعل بازار سرمایه، اطلاعاتی است که در دوره های زمانی مشخص شده، از طرف شرکت ها در این بازار منتشر می شود؛ این اطلاعات تنها زمانی مؤثر هستند که در زمان مناسب گزارش شوند. اطلاعاتی به موقع تلقی می شوند که بر تصمیم سرمایه گذاران موثر باشند؛ بنابراین به موقع گزارش کردن اطلاعات می تواند از فاکتورهای کارایی یک بازار سرمایه تلقی شود. زمان ارائه اطلاعات، یک رابطه دو طرفه از مقررات و ضوابط انتشار اطلاعات توسط بازار سرمایه و ویژگی های شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است، بنابراین در صورتی که در یک شرکت مشخصه ها و ویژگی های لازم وجود داشته باشد، انتشار اطلاعات در سایه یک چارچوب منظم به بازار ارائه خواهد شد. شفافیت اطلاعاتی و دسترسی فعالان بازار سرمایه به اخبار و اطلاعات صحیح و به هنگام به عنوان یکی از مهم ترین الزامات بازار سرمایه کارآمد است (احمدپور و خاکپور، ۱۳۸۶).

شفافیت اطلاعات مالی، عنصر کلیدی در تعیین کارایی تصمیمات تخصیص منابع و رشد اقتصادی می باشد. به همین دلیل امروزه کمتر کسی می تواند اهمیت شفافیت صورت های مالی را نادیده بگیرد. تاکنون تعاریف زیادی از شفافیت صورت گرفته است. شفافیت صورت های مالی و اطلاعات منتشر شده در نگاه کلان منجر به شفافیت بازارهای مالی به خصوص بازارهای سرمایه شده و کارایی این بازارها را افزایش می دهد. افشای عمومی، عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و مبادله کنندگان سهام

آن را کاهش داده و موجب می‌شود مبادله‌کنندگان هر زمان که تمایل به معامله سهام به قیمت منطقی را داشته باشند، به انجام آن بپردازند. به عبارت دیگر کیفیت افشا، نقدشوندگی سهام را افزایش داده و در پی آن هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد. حاصل چنین وضعیتی می‌تواند تصمیم‌گیری صحیح‌تر، آگاهانه‌تر و با ریسک کمتر باشد. پیامد این تصمیم‌گیری، تخصیص منابع به سوی مولدترین و کاراترین شرکت‌ها خواهد بود به گونه‌ای که شرکت‌های با عملکرد ضعیف نخواهند توانست با فریب بازار و ارائه اطلاعات غیرشفاف منافی کسب کنند و شرکت‌هایی که عملکرد خوبی دارند، در تأمین منابع مالی با بحران و مشکل مواجه نشده و امکان ادامه فعالیت سودآور را خواهند داشت. در نتیجه بازار از نظر شفافیت اطلاعات ارائه شده و بهینه بودن تصمیمات اتخاذ شده با ثبات خواهد بود و عدم اطمینان درباره رویدادهای آتی با نوسانات کمتر همراه خواهد شد. پژوهش‌های تجربی در زمینه ارتباط بین عدم شفافیت و بحران در بازارهای مالی حاکی از این است که در بازارهای مالی غیرشفاف، وقوع بحران‌های مالی دور از انتظار نمی‌باشد (Heflin et al., 2000).

بوشمن و همکاران (Bushman et al., 2004)، شفافیت اطلاعات شرکت را به معنی در دسترس بودن، مربوط بودن، قابل اتکا بودن و به موقع بودن تعریف کرده‌اند. مربوط بودن و قابل اتکا بودن ویژگی‌های کلیدی اطلاعات مالی مورد استفاده در تصمیمات ارزش‌گذاری است (Hellstron, 2005). اطلاعاتی مربوط تلقی می‌شود که بر تصمیمات اقتصادی استفاده‌کنندگان در ارزیابی رویدادهای گذشته، حال یا آینده یا تأیید و یا تصحیح ارزیابی‌های گذشته آن‌ها مؤثر واقع شود. همچنین اطلاعاتی قابل اتکا است که عاری از اشتباه و تمایلات جانبدارانه با اهمیت باشد و به طور صادقانه معرف آن چیزی باشد که مدعی بیان آن است یا به گونه‌ای معقول انتظار می‌رود بیان کند (بندهای ۸-۲ و ۱۲-۲، فصل ۲، مفاهیم نظری گزارشگری مالی ایران، ۱۳۸۸).

دسترسی بیشتر به اطلاعات شرکت می‌تواند اثرات خوبی داشته باشد. به طور مثال، وقتی که شرکت‌ها ملزم به افشای اطلاعات در مورد تأمین مالی خود، پاداش مدیران و مدیریت ایشان در سایر شرکت‌ها باشند، مطالعات به این نتیجه رسیده است که شفافیت، راهبری شرکتی را بهبود می‌بخشد و هزینه سرمایه‌گذاری را در بازارهای سرمایه کاهش می‌دهد (Lima and Sanvicente, 2013). همچنین، هر چه کیفیت افشا بیشتر باشد، حمایت بیشتری از سرمایه‌گذاران صورت می‌گیرد (Gruszczynski, 2010).

سازوکارهای راهبری شرکتی و حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران

در سال‌های اخیر، راهبری شرکتی از جنبه‌های اصلی و پویای تجارت محسوب شده و مورد توجه بسیار، قرار گرفته است. نظام راهبری شرکتی، سازوکاری است که تحت آن، شرکت‌ها مدیریت و کنترل می‌شوند. راهبری شرکتی چارچوبی از قوانین، ساختارها و فرایندهای کنترلی در واحدهای تجاری است و بر چگونگی تدوین و حصول اهداف شرکت، چگونگی ارزیابی و نظارت بر ریسک و چگونگی بهینه کردن عملکرد شرکت اثرگذار است. نظام‌های راهبری شرکتی مؤثر منجر به پاسخ‌گویی، خلق ارزش از طریق کارآفرینی، خلاقیت، توسعه و تحقیق و فراهم کردن ساختارهای کنترلی متناسب با ریسک‌ها می‌شود (ASX, 2014).

بر اساس اصول سازمان همکاری و توسعه اقتصادی، در یک نگاه کلی، راهبری شرکتی شامل ساختارهای کنترلی، حقوقی، فرهنگی و نهادی می‌شود که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کند. عناصری که در این صحنه حضور دارند عبارت از سهامداران و ساختار مالکیت ایشان، اعضای هیأت مدیره و ترکیبشان، مدیریت شرکت که آن را هدایت می‌کند و سایر ذینفعان که امکان اثرگذاری بر حرکت شرکت را دارند، می‌باشد. از دیدگاه این سازمان، هدف از اعمال راهبری شرکتی، اطمینان یافتن از وجود چارچوبی است که تعادل مناسبی بین آزادی عمل مدیریت، پاسخگویی و منافع ذینفعان مختلف شرکت را فراهم کند. یکی از عناصر اصلی در بهبود کارایی اقتصادی شرکت، راهبری شرکتی است که ناظر بر روابط میان مدیران، سهامداران و سایر ذینفعان شرکت است. راهبری شرکتی سازوکاری فراهم می‌کند که از طریق آن اهداف شرکت تنظیم می‌شود و روش‌های دستیابی به آن اهداف و نظارت بر عملکرد شرکت تعیین می‌گردد (Pascal, 2015).

به اعتقاد حسن و بوت (Hasan and Butt, 2009) راهبری شرکتی شامل فرآیندهایی برای راهبری تلاش‌های شرکت جهت ایجاد ارزش برای سهامداران است و به عنوان فلسفه و سازوکاری در جهت حمایت از منافع فردی و گروهی تمام مدعیان و ذینفعان شرکت محسوب می‌شود.

تحقیقات انجام شده نشان داده‌اند که برقراری نظام راهبری شرکتی برای سرمایه‌گذاران از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است و موجب افزایش ارزش سهام شرکت می‌شود (Lee and Lin, 2010). این نظام بستر دسترسی آسانتر به منابع مالی، کاهش هزینه سرمایه و عملکرد بهتر ذینفعان را فراهم می‌کند (Claessens and Yurtoglu, 2012). راهبری شرکتی بیش از هر چیز، حیات بنگاه اقتصادی را در درازمدت هدف قرار می‌دهد و درصدد است از منافع سهامداران در مقابل مدیریت سازمان‌ها حفاظت

کند (اسماعیل زاده مقری و همکاران، ۱۳۸۹). آنچه از تعریف خود راهبری شرکتی مهم تر است، توجه به اصول اساسی نظام راهبری شرکتی است که در این راستا می توان به موارد زیر اشاره کرد:

اصل اول- ایجاد زیربنای لازم برای اجرای کارآمد اصول راهبری شرکتی،

اصل دوم- حمایت از حقوق سهامداران عمده و جزء،

اصل سوم- رفتار یکسان با سهامداران،

اصل چهارم- توجه و به رسمیت شناختن نقش کارکنان در راهبری شرکتی،

اصل پنجم- شفافیت در افشای اطلاعات،

اصل ششم- مشخص کردن دقیق مسئولیت های هیأت مدیره (Pascal, 2015).

از جمله سازوکارهای مؤثر راهبری شرکتی وجود اعضای غیرموظف هیأت مدیره، اعضای مستقل هیأت مدیره، کمیته حسابرسی، کمیته انتصابات، کمیته ریسک، سرمایه گذاران نهادی، سهامداران عمده (اف آر سی، ۲۰۱۴؛ حسینی و رهبری خرازی، ۱۳۸۷)، حقوق رأی دهی سهامداران در کنترل شرکت، ساختار مالکیت (Zheka, 2003) می باشد.

روش تحقیق

روش تحقیق مورد استفاده در این تحقیق، روش نظریه پردازی زمینه بنیان است. برای این روش تحقیق که تحت عنوان grounded theory شناخته می شود، ترجمه های مختلفی نظیر نظریه بنیادی، نظریه زمینه ای، نظریه مبنایی، نظریه داده بنیان، نظریه پردازی داده بنیاد، نظریه بسترزاد، نظریه مفهوم سازی بنیادی، رویش نظریه و نظریه برخاسته از داده ها صورت گرفته است. در این پژوهش از اصطلاح نظریه پردازی زمینه بنیان استفاده شده است. این نظریه یکی از روش های شناخته شده پژوهش های کیفی است که نخستین بار توسط گلیزر و استراوس (Glaser and Strauss, 1967) معرفی شد. آن ها در کتاب "اکتشاف نظریه زمینه بنیان"، چارچوبی نظام مند و دقیق برای گردآوری و تحلیل داده های کیفی معرفی نمودند که نه تنها نظریه پردازی زمینه بنیان را به دنیا معرفی نمود، بلکه با استقبال فراوانی از جانب همه پژوهشگران کیفی برای بهره گیری از آن به منظور گردآوری و تحلیل داده های کیفی مواجه شد. به دنبال انتشار این کتاب، منابع دیگری نیز همچون استراوس (Strauss, 1987) و استراوس و کوربین (Strauss and Corbin, 1990, 1998) منتشر شد که به معرفی رویه های تولید استقرایی نظریه در روش کیفی با اتکا به بررسی دقیق و منظم داده ها پرداختند. روش تئوری پردازی زمینه بنیان روشی برای نظریه پردازی و نظریه گستر است که نظریه تدوین شده برخاسته از داده هایی است که به شکل نظام مند

و به صورت همزمان گردآوری و تحلیل می‌شوند (Glaser and Strauss, 1967; Strauss and Corbin, 1998). منظور از استقرایی بودن تئوری پردازی داده‌بنیاد این است که این روش به آزمودن فرضیه نمی‌پردازد بلکه نظریه تدوین شده در نتیجه گردآوری و تحلیل همزمان داده‌ها روییده و زاییده می‌شود (Goulding, 2002).

در ذیل خلاصه‌ای از فرآیند کلی انجام این تحقیق ارائه گردیده است:

گام اول، بررسی نقش گزارشگری مالی، شفافیت و راهبری شرکتی بر حمایت از سرمایه گذاران:
بررسی ادبیات موضوع و مطالعه تحقیقات و پژوهش‌هایی که در گذشته در حوزه نقش گزارشگری مالی، شفافیت و راهبری شرکتی در حمایت از حقوق سرمایه گذاران انجام شده است.

گام دوم، مصاحبه با صاحب نظران و متخصصان:

مصاحبه با متخصصان و خبرگان حوزه‌های مختلف که در حوزه حمایت از حقوق سرمایه گذاران صاحب نظر بوده و دریافت نظرات آن‌ها در خصوص نقش گزارشگری مالی، شفافیت و راهبری شرکتی در حمایت از حقوق سرمایه گذاران.

گام سوم، تحلیل داده‌ها:

تحلیل داده‌های حاصل از مصاحبه با استفاده از روش تئوری پردازی زمینه‌بنیان و انجام کدگذاری سه‌گانه باز، محوری و انتخابی و استخراج مفاهیم، مقوله‌ها (به تفکیک شرایط علی، راهبردها، شرایط مداخله‌گر شرایط بستر و پیامدها) و در نهایت ارائه مدل نقش گزارشگری مالی، شفافیت و راهبری شرکتی در حمایت از حقوق سرمایه گذاران.

جامعه آماری تحقیق

با توجه به اهمیت موضوع تحقیق نیاز بود که با افرادی مصاحبه شود که دارای تخصص چندگانه بوده‌اند و بعضاً در حوزه خود تصمیم‌گیر باشند و دارای آگاهی کافی در این خصوص باشند. لذا در این تحقیق، از اعضای هیأت علمی دانشگاه، افراد شاغل در سازمان بورس و اوراق بهادار یا شاغل در سایر ارکان بازار سرمایه، اعضای کانون کارشناسان یا کانون کارگزاران بورس اوراق بهادار و جامعه حسابداران رسمی و مدیران اجرایی شرکت‌ها جهت مصاحبه استفاده شد. در این جوامع افرادی که قبلاً یا در حال حاضر در تجارب کاری خود در سایر حوزه‌ها تخصص داشته‌اند و شاغل بوده‌اند، جزء آن جامعه نیز قرار گرفته‌اند. در جدول ۱ ویژگی‌های خبرگانی که با آن‌ها مصاحبه شد، ارائه شده است.

جدول (۱): ویژگی‌های مصاحبه‌شوندگان

تحصیلات		تعداد	سمت / موقعیت شغلی
کارشناسی ارشد	دکتری		
-	۳	۳	عضو هیأت علمی دانشگاه
۱	۳	۴	شاغل در سازمان بورس و اوراق بهادار
۱	۱	۲	عضو کانون کارشناسان یا کانون کارگزاران بورس اوراق بهادار
۴	۳	۷	شاغل در سایر ارکان بازار سرمایه
-	۱	۱	عضو جامعه حسابداران رسمی
۱	۱	۲	مدیران اجرایی شرکت‌ها
۷	۱۲	۱۹	جمع

فرآیند انجام مصاحبه نیز به این صورت بود که ابتدا با سؤالات کلی شروع، و با پیشرفت در مصاحبه و بسته به شرایط مصاحبه، سؤالات دقیق‌تر ارائه می‌گردید. پس از انجام هر مصاحبه، تحلیل لازم در مورد داده‌ها صورت می‌گرفت و مفاهیم استخراج می‌شدند تا در نهایت پس از تشکیل مدل تحقیق، مدل تشکیل شده به ۶ نفر از صاحب‌نظران ارائه گردید که ۳ نفر از آن‌ها در گروه مصاحبه‌شونده‌های اولیه حضور نداشتند و در نهایت مدل نهایی تحقیق ارائه گردید. میانگین زمان انجام هر مصاحبه، حدود ۶۰ دقیقه بود.

روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

کدگذاری باز:

کدگذاری باز بخشی از فرآیند تحلیل داده‌هاست که به خرد کردن، مقایسه‌سازی، نام‌گذاری، مفهوم-پردازی و مقوله‌بندی داده‌ها می‌پردازد. طی کدگذاری باز، داده‌ها به بخش‌های مجزا خرد شده و برای به دست آوردن مشابهت‌ها و تفاوت‌هایشان مورد بررسی قرار می‌گیرند. سپس این "مفاهیم" بر اساس مشابهت‌هایشان مورد طبقه‌بندی قرار می‌گیرند که به این کار "مقوله‌پردازی" گفته می‌شود و "مقوله"، مفهومی است که از سایر مفاهیم انتزاعی‌تر است. بطور خلاصه، نتیجه کدگذاری باز مجموعه‌ای از مقوله‌های مفهومی ایجاد شده از داده‌هاست.

کدگذاری محوری:

کدگذاری محوری نامی است که به عملیات ثانوی در تحلیل نظریه‌پردازی زمینه‌بنیان داده شده است که در آن مقولات اصلی که از کدگذاری باز داده‌ها تکوین یافته‌اند، با یکدیگر مرتبط می‌شوند. اگر در کدگذاری باز داده‌ها را بشکنیم و از هم جدا کنیم، یا به منظور نمایش داده‌ها و مقوله‌های

نظری، داده‌ها را باز کنیم، کدگذاری محوری دوباره مقوله‌های قبلی را با روش‌های متفاوت مفهومی در کنار هم قرار می‌دهد. بنابراین در کدگذاری محوری بین مقوله‌های اساسی که در کدگذاری باز گسترش یافته‌اند، ارتباطات درونی برقرار می‌شود. در کدگذاری محوری پیوند بین مقوله‌ها به شرح زیر تعیین می‌شود:

(۱) شرایط علی یا سبب‌ساز^{۱۱}: منظور از شرایط علی، متغیرها یا رویدادهایی است که ایجاد یا توسعه یک پدیده را هدایت می‌نمایند و معمولاً آن دسته از رویدادها و وقایع هستند که بر پدیده‌ها اثر می‌گذارند.

(۲) راهبردها^{۱۲}: راهبردها، فعالیت‌های پیامد محور یا نتیجه محوری هستند که در رابطه با پدیده مورد بررسی و در بستر مورد بررسی و با وجود شرایط مداخله‌گر، می‌بایست انجام شود.

(۳) شرایط مداخله‌گر^{۱۳}: شرایط مداخله‌گر به شرایطی اطلاق می‌گردد که انجام راهبردها را با محدودیت روبرو می‌سازند و یا اینکه انجام آن‌ها را تسهیل می‌نمایند.

(۴) شرایط بستر^{۱۴}: که اشاره به منطقه‌ای خاص یا زمینه متغیرها دارد. مجموعه شرایطی است که بر راهبردها اثرگذار است (Strauss and Corbin, 1990).

(۵) پیامدها^{۱۵}: پیامدها نتایج اجرای راهبردها هستند.

کدگذاری انتخابی:

سومین عملیات در تحلیل نظریه‌پردازی زمینه‌بنیان، کدگذاری انتخابی است. در این نوع کدبندی، مقوله محوری شناسایی شده و سایر طبقات با آن مرتبط می‌شوند. مقوله محوری می‌تواند از درون مقوله-های اصلی استخراج گردد و چنانچه هیچ مقوله‌ای آنقدر کامل نبود که به عنوان مقوله محوری انتخاب شود، محقق می‌تواند از یک مقوله محوری انتزاعی استفاده نماید. در این تحقیق نیز حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران به عنوان مقوله محوری شناسایی شده است تا بتواند به عنوان چتری برای توضیح و ارتباط سایر مقوله‌ها با یکدیگر باشد. نتایج یک تحقیق نظریه‌پردازی زمینه‌بنیان به دو صورت کلی قابل بیان است: نوشتن سیر داستان و نمودار (Strauss and Corbin, 1990). در ادامه، ابتدا روش نمودار استفاده شده است و سپس خط سیر داستان مدل به دست آمده نیز در قالب تشریح مدل ارائه می‌گردد.

¹¹ Causal Conditions

¹² Action Strategies

¹³ Intervening Conditions

¹⁴ Context Conditions

¹⁵ Consequences

شکل (۱): مدل نقش گزارشگری مالی، شفافیت و راهبری شرکتی در حمایت از حقوق سرمایه گذاران



تشریح مدل نقش گزارشگری مالی، شفافیت و راهبری شرکتی در حمایت از حقوق سرمایه گذاران

در حال حاضر اهمیت سرمایه گذاری بیش از پیش شده است و اقتصاددانان نیز ضمن تبیین نقش حمایت از حقوق سرمایه گذاران در گسترش بازار سهام، تلاش کرده اند با طراحی شاخص هایی به کمی سازی قوانین مربوط به حمایت از سرمایه گذاران بپردازند. آنچه که در نظر مصاحبه شوندگان این تحقیق که

همگی در حوزه مورد مطالعه صاحب نظر بودند، نشان داد که همه آن‌ها دغدغه زیرساخت‌های مورد نیاز را دارند. آنچه که مسلم است دیر یا زود با حرکت به سمت استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی به منظور جذب سرمایه‌گذاران خارجی و افزایش روابط بین‌المللی، حمایت از سرمایه‌گذاران اهمیت بیشتری از قبل در کشورمان پیدا می‌کند. یکی از حوزه‌هایی که باید در نظر گرفت، گزارشگری مالی و شفافیت است. مهم‌ترین مسأله‌ای که مصاحبه‌شوندگان بر آن تأکید داشتند،

عدم قابلیت اتکای صورت‌های مالی و عدم اثربخش بودن اطلاعات بود که موجب تضییع حقوق سرمایه‌گذاران می‌گردد به همین دلیل، شفافیت تضاد منافع، به موقع بودن اطلاعات برای تصمیم‌گیری و از بین بردن عدم تقارن اطلاعاتی از جمله عواملی است که موجب تقویت حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران می‌شود. در این راستا، نظر خبرگان بر این بود که علی‌رغم تهیه صورت‌های مالی مطابق استانداردهای حسابداری، افشای اطلاعاتی بیشتر در مورد اقلامی مانند معاملات با اشخاص وابسته، تعهدات و بدهی‌های احتمالی، حقوق و مزایای مدیران ارشد، هیأت مدیره و ریسک‌های شرکت و راهکارهای مدیریت برای مقابله با آن‌ها، سیاست تقسیم سود و درجه انحراف از آن و دلایل آن می‌تواند اطلاعات بهتری برای تصمیم‌گیری در اختیار سرمایه‌گذاران قرار دهد. به علاوه، تعدیلات سنواتی مکرر در صورت‌های مالی و عدم موضع‌گیری حساب‌رسان نسبت به آن از جمله مواردی بود که اکثر صاحب‌نظران بر آن تأکید داشتند. به علاوه، در خصوص رتبه‌بندی ناشران که سازمان بورس و اوراق بهادار به صورت دوره‌ای انجام می‌دهد، معیارهای قابلیت اتکا و به موقع بودن اطلاعات کامل نبوده و باید با مطالعات گسترده معیارهای دیگری نیز در نظر گرفته شود.

راهبری شرکتی نیز حوزه دیگری بود که خبرگان به آن اشاره کردند. از نظر آنان رعایت سازوکارهای راهبری شرکتی به صورت محتوایی و نه صرفاً شکلی می‌تواند روشنگر بسیاری از امور برای سرمایه‌گذاران باشد. حضور بیشتر اعضای غیرموظف نسبت به اعضای موظف در ترکیب هیأت مدیره، مستق بودن اعضای هیأت مدیره و حضور نماینده سرمایه‌گذاران خرد در اعضای هیأت مدیره، تقویت سیستم نظارت بر مدیریت از جمله ایجاد کمیته‌های تخصصی و فعال هیأت مدیره و برقراری سیستم کنترل داخلی قوی، تقویت ارتباط با سرمایه‌گذاران از طریق امکان طرح سؤالات آنان، پاسخگویی مدیران به سهامداران در مجامع و ایجاد سایت رسمی توسط شرکت، از جمله مواردی است که برای حمایت هر چه بهتر از سرمایه‌گذاران باید انجام داد. معاملات موضوع ماده ۱۲۹ و نحوه رأی‌گیری آن در مجامع نیز از جمله مواردی است که باید با حساسیت بیشتری با آن برخورد نمود.

شرایط بستر حاکم بر جامعه که بر حمایت از سرمایه گذاران مؤثر است، عوامل اقتصادی مانند سیاست‌های مالی، اقتصادی و پولی اتخاذ شده در سطح کلان اقتصاد و عوامل فرهنگی و اجتماعی مانند میزان رعایت قوانین توسط افراد جامعه و سلامت محیط می‌باشد. همچنین مطابق نظر خبرگان، حمایت از سرمایه گذاران موجب توسعه بین‌المللی، رشد بازار سرمایه، رشد اقتصادی و اجرای صحیح قوانین می‌شود که در قسمت پیامدهای مدل تبیین شده است.

نتیجه‌گیری

هرچند برخی تحقیقات در سطح بین‌الملل به مقایسه کشورها از لحاظ برخی سازه‌های حسابداری و با در نظر گرفتن شاخص حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران با استفاده از معیار معرفی شده بانک جهانی پرداخته است، لیکن این نخستین بار است که تحقیقی در سطح ملی و بین‌المللی به منظور شناسایی عوامل تأثیرگذار بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران انجام می‌پذیرد. در تحقیق حاضر، مطابق با ادبیات موضوع، عوامل گزارشگری مالی، شفافیت و راهبری شرکتی به عنوان عوامل کلی تأثیرگذار بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران شناسایی شد. طی مصاحبه با صاحب‌نظران، ضمن تأیید عوامل فوق، با توجه به آنکه از نظر خبرگان مرز مشخصی بین گزارشگری مالی و شفافیت وجود نداشت، گزارشگری مالی و شفافیت در یک سطح و راهبری شرکتی نیز در سطح دیگری شناسایی شده و جزئیات پارامترهای مربوط به هر یک از این عوامل از مصاحبه‌ها استخراج گردید.

نتایج نشان داد در حوزه گزارشگری مالی و قابلیت اتکای صورت‌های مالی و اثربخش بودن اطلاعات تأثیر بسزایی بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران دارد و تقویت محتوای گزارشات و افشای مناسب اطلاعات می‌تواند موجب ارتقای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران گردد. همچنین در حوزه راهبری شرکتی، ترکیب سهامداران و رعایت مکانیزم‌های راهبری شرکتی به صورت محتوایی تأثیر مهمی بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران دارد و تصویب قوانین و مقررات مربوط به راهبری شرکتی در خصوص هیأت مدیره و سیستم‌های نظارت بر مدیریت، تقویت رعایت الزامات معاملات با اشخاص وابسته و الزام پاسخگویی شرکت‌ها به سرمایه‌گذاران منجر به ارتقای سطح حمایت از سرمایه‌گذاران می‌شود.

نتایج این تحقیق با تحقیق تریوون و همکاران (Trivun et al., 2012) که نشان دادند اقتصادهایی که حمایت قوی‌تری از سرمایه‌گذاران اعمال می‌کنند، از تعریف دقیقی از معاملات با اشخاص وابسته، الزامات جامع افشا، مشارکت سهامداران در تصمیم‌گیری‌های کلیدی و استانداردهای شفاف‌تری در

خصوص مسئولیت‌های افراد درون‌سازمانی برخوردارند، منطبق است زیرا در این تحقیق نیز نشان داده شد که افشای دقیق‌تر معاملات با اشخاص وابسته، حساسیت نسبت به رأی‌گیری آن در مجامع به عنوان راهبرد و میزان آشنایی مدیران با مسئولیت‌های قانونی خود به عنوان یکی از شرایط مداخله‌گر، می‌تواند در حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران اثرگذار باشد. همچنین نتایج این تحقیق با تحقیق کاهان و همکاران (Cahan et al., 2008) و یوتای و همکاران (U-Thai et al., 2006) از این نظر که مدیریت سود و هموارسازی سود با اهداف فرصت‌طلبانه یکی از نشانه‌های حمایت ضعیف از سرمایه‌گذاران است، مطابقت دارد. پین‌دادو و همکاران (Pindado et al., 2013) دریافتند که هر چه تمرکز مالکیت بیشتر باشد، ریسک سلب مالکیت (برای سایر سهامداران) افزایش می‌یابد که در این تحقیق نیز ترکیب سهامداری و میزان سهام شناور آزاد یکی از راهبردهای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران شناخته شد.

منابع و مآخذ

- ۱) احمدپور، احمد و حسین خاکپور (۱۳۸۶) "نقش گزارشگری و افشای مالی در بهبود کارکرد بورس اوراق بهادار"، روزنامه دنیای اقتصاد، شماره ۱۳۷۵.
- ۲) آرین، محسن و امیر باقریان (۱۳۹۳) "حمایت از حقوق سهامداران اقلیت در شرکت‌های بورس اوراق بهادار"، کنفرانس بین‌المللی اقتصاد، حسابداری، مدیریت و علوم اجتماعی.
- ۳) اسماعیل‌زاده مقری، علی، جلیلی، محمد و عباس زند عباس‌آبادی (۱۳۸۹) "بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت سود در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله حسابداری مدیریت، سال سوم، شماره ۷.
- ۴) جوانمردی، محمد و اسدالله مسعودی مقام (۱۳۹۶) "تأثیرپذیری جرایم بورسی از نوآوری‌های قانون مجازات اسلامی"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۳۸، صص ۱۱۱-۱۳۷.
- ۵) حساس یگانه، یحیی (۱۳۸۵) "حاکمیت شرکتی در ایران"، فصلنامه حسابرس، شماره ۳۲، صص ۳۲-۳۹.
- ۶) حسینی، سیدعلی و مهسا رهبری خرازی (۱۳۸۷) "حاکمیت شرکتی؛ حمایت از سهامداران"، همایش راهبری شرکتی بورس اوراق بهادار.
- ۷) رهبر، نوید (۱۳۹۵) "حفظ استقلال نظام بورس و اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۳۵، صص ۱۲۵-۱۵۴.
- ۸) سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۲) "پیش‌نویس دستورالعمل راهبری شرکتی ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران"، www.seo.ir.
- ۹) شعری، صابر و الهام حمیدی (۱۳۹۱) "شناسایی انگیزه‌های معاملات با اشخاص وابسته"، پژوهش‌های تجربی حسابداری، شماره ۶، صص ۴۹-۶۴.
- ۱۰) کمیته تدوین استانداردهای حسابرسی سازمان حسابرسی (۱۳۸۸) "مفاهیم نظری گزارشگری مالی"، سازمان حسابرسی.
- ۱۱) مهدوی، غلامحسین، منفرد مهارلویی، محمد و فهیمه ابراهیمی (۱۳۹۰) "بررسی تأثیر نظام راهبردی شرکتی بر اندازه مؤسسه حسابرسی منتخب شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۳، صص ۱۳۵-۱۵۵.
- 12) ASX, C. G. C. (2010) "Corporate Governance Principles and Recommendations". Australian Securities Exchange .
- 13) Bebchuk, L. A. and A. Hamdani (2017) "Independent Directors And Controlling Shareholders", University of Pennsylvania, Law Review, Issue. 6.

- 14) Berle, Jr., A.A. and G.C Means (1932) "The Modern Corporation and Private Property", New Jersey: Transaction Publishers.
- 15) Bushman, R. M., Piotroski, J. D and J. J. McConnell (2004) "What Determines Corporate Transparency?", *Journal of Accounting Research*, 42(2), 207- 252.
- 16) Cahan, Steven F., Liu, Guoping and Jerry Sun (2008) "Investor Protection, Income Smoothing, and Earnings Informativeness", *Journal of International Accounting Research*, Vol. 7, No. 1, pp. 1-24.
- 17) Claessens, S. and B. B. Yurtoglu (2012) "Corporate governance in emerging markets: A survey". *Emerging Markets Review*, Article In Press.
- 18) Deakin, S., Sarkar, P. and M. Siems (2018) "Is There a Relationship between Shareholder Protection and Stock Market Development", Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3105234
- 19) Dixon, O. and J. G. Hill (2018) "The Protection of Investors and the Compensation for their Losses: Australia", Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3264939.
- 20) Djankov, S., LaPorta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Andrei Shleifer (2008) "The Law and Economics of Self-Dealing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 88, Issue 3, pp. 430-465.
- 21) FRC, F. R. C. (2014) *The UK Corporate Governance Code*.
- 22) Glaser, B. G. and A. Strauss (1967) "The Discovery Of Grounded Theory: Strategies Forqualitative Research" Chicago: Aldine Publishing.
- 23) Goulding, C. (2002) "Grounded Theory: A Practical Guide For Management", Business Andmarket Researchers. London: Sage.
- 24) Gruszczynski, Marek (2010) "Investor protection and disclosure. Quantitative evidence", Warsaw School of Economics – Department of Applied Econometrics Working Paper, No. 6-10.
- 25) Hasan, A., S. A. Butt (2009) "Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies", *International Journal of Business and Management*, Vol.4, No.2, pp. 50-57.
- 26) Heflin, F., Shaw, K. and J. Wild (2000) "Disclosure Quality and Market Liquidity", <http://ssrn.com/abstract=251849>.
- 27) Hellstron, K. (2005) "The value relevance of Financial Accounting in a Transitional Economy: the case of Czech Republic", Working paper Series in Business Administration.
- 28) International Organization of Securities Commissions (2003) "Objectives and Principles of Securities Regulation".
- 29) Lee, Shih-Cheng and Chien-Ting Lin (2010) "An accounting-based valuation approach to valuing corporate governance in Taiwan". *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, Vol. 6, pp. 47–60.
- 30) Leuz, C., Nanda, D. and P. Wysocki (2003) "Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison", *Journal of Financial Economics*, Vol. 69, pp. 505-527.

- 31) Lima, Bruno Faustino and Antonio Zoratto Sanvicente (2013) "Quality of Corporate Governance and Cost of Equity in Brazil", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 25, No. 1, pp. 72-80.
- 32) Lin, Tsui-Jung, Chen, Yi-Pei and Han-Fang Tsai (2017) "The Relationship among information asymmetry, dividend policy and ownership structure", *Finance Research Letters*, Vol. 20, pp. 1-12.
- 33) Pascal, Andre (2015) "OECD Principles of Corporate Governance", Head of Publications Service.
- 34) Pindado, J., Requejo, I. and C. Torre (2013) "Family control, expropriation, and investor protection: A panel data analysis of Western European corporations", *Journal of Empirical Finance*, Vol. 27, pp. 58-74.
- 35) Shleifer, A. and D. Wolfenzon (2002) "Investor protection and equity markets", *Journal of Financial Economics*, Vol. 66, No.1, pp. 3-27.
- 36) Strauss, A. (1987) "Qualitative Analysis For Social Scientists", New Work: Cambridge University Press.
- 37) Strauss, A. and J. Corbin, (1990) "Basics Of Qualitative Research: Grounded Theory Procedures And Techniques", Newbury Park, CA: Sage
- 38) Strauss, A. and J. Corbin (1998) *Basics Of Qualitative Research: Techniques And Procedures For Developing Grounded Theory*, (2nd Ed.) Sage Publications, Thousand Oaks, CA, USA.
- 39) Trivun, V, Silajdzic, V. Mahmutćehajic, F. and M. Mrgud (2012), "Related Party Transactions And Protection of Minority Shareholders", *International Journal of Management Cases*, Vol. 14, no. 3, pp. 15–22.
- 40) Urtiaga, M. G. and M. I. S. Lacave (2010) "A Carrot and Stick Approach to Discipline Self-Dealing by Controlling Shareholders", ECGI - Law Working Paper No. 138/2010. Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1549403>.
- 41) U-Thai, Kriengkrai Boonlert, Meek, Gary K. and Sandeep Nabar (2006) "Earnings attributes and investor-protection: International evidence", *The International Journal of Accounting*, Vol. 41, pp. 327-357.
- 42) Wang, Yihui, Liao, Li and Xiaotie Deng (2003) "The Effect of Investor Protection on Information Asymmetry in a Stock Market", Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=383901>
- 43) Yao, Y., Xu, L. and Z. Liu (2011) "Taking Away the Voting Powers from Controlling Shareholders: Evidence from the Chinese Securities Market", *Journal of International Financial*, Vol. 3, pp 187–219.
- 44) Zhaka, V. (2003) "Corporate Governance, Ownership Structure And Corporate Efficiency: The Case of Ukraine", A thesis submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Arts in Economics, National University of "Kyiv-Mohyla Academy" Economic Education and Research Consortium Master's Program in Economics.

The role of Financial Reporting, Transparency and Corporate Governance in Investors Protection

Bahareh Shafizadeh ^{۱۶}

Seyed Ali Hoseini ^{۱۷}

Ali Rahmani^{۱۸}

Mohammad Soltani^{۱۹}

Abstract:

In public corporations, rules and regulations are important because of the relative complexity of the relationship between executives. According to the agency theory, the goal of the company is to maximize shareholder wealth. This goal is limited and the supporters of the stakeholder theory believe that such a narrow goal with the responsibilities of modern companies, which requires attention to its impact on working conditions, relationships with customers and the environment, is not the same. The issue that is emphasized more than other issues in the corporate law is to protect of investors rights, especially minority investors against major executives and shareholders. Major shareholders and corporate executives can exploit their authority in a variety of ways, due to their dominance in investing resources, if weak support is provided to minority investors.

In the present study, using the grounded theory methodology, through interviewing experts and specialists and analyzing the data from the interview, the role of financial reporting, transparency and corporate governance is investigated in investors protection. Also, using open, axis and selective coding, the concepts, categories, specifications and dimensions of the categories were categorized as causal conditions, action strategies, intervening conditions, context conditions and consequences. Finally, the model was refined and validated by presenting to experts (some of which were not previously present in the interview).

Keywords: Financial Reporting, Transparency, Corporate Governance, Investors Protection, Grounded Theory

Jelclassification: M41 ,G30 ,G11

-
- 16 .Graduate Student of Accounting, Al-Zahra University.
 17. Assistant Professor of Accounting, Al-Zahra University.
 18. Professor of Accounting, Al-Zahra University.
 - 19 . Assistant Professor of Law, Shahid Beheshti University.