



Studying the Regulatory Framework and Implementation of the Principle of Fair and Equitable Treatment of Shareholders by Issuers in Tehran Stock Exchange

Ali Lotfi

PhD. Candidate, Department of Financial Management, Faculty of Management and Accounting, Farabi Campus of University of Tehran, Qom, Iran. E-mail: ali.lotfi@ut.ac.ir

Mohammad Kashanipour

*Corresponding author, Associate Prof., Department of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Farabi Campus of University of Tehran, Qom, Iran. E-mail: kashanipour@ut.ac.ir

Hossein Abdoh Tabrizi

PhD. Department of Banking and Finance, University of Manchester, Manchester, United Kingdom. E-mail: h.abdoh.tabrizi@gmail.com

Sam Savadkouhifar

Assistant Prof., Department of Private Law, Faculty of Law, South Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. E-mail: savadkouhifar.sam@nicc.ir

Abstract

Objective: Ensuring fair and equitable treatment of shareholders can pave the way for an efficient, fair and transparent market. The purpose of this study is to examine the adequacy and implementation of the regulations related to fair and equitable transactions between shareholders and issuers.

Methods: In this study, principle 17 of IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation on Fair and Equitable Treatment of Shareholders are reviewed, and the analysis showed that the Iran-US regulatory framework is in line with the standards of this principle. In this process, the weaknesses of the existing regulations appear. In the following, with a quantitative approach, using the questionnaire tool and designing the hypothesis test, the extent of implementation of the existing rules and regulations has been investigated.

Results: The three key themes highlighted in the IOSCO document are: fundamental rights of shareholders, reporting of transactions affecting the control and reporting of inside information holders. The most important structural weakness of the regulations in this field, is neglecting the transactions affecting the control of the company. While US regulations have precise requirements for tracking and reporting such transactions. In general, the extent of disclosure in US is more than Iran.

Conclusion: In implementing the existing laws and regulations, in the area of fundamental rights of shareholders, except for the payment of dividend, implementation of laws and regulations was approved in other sectors. However, there were serious

problems in the reporting of insiders, and none of these hypotheses were confirmed with the relevant sub-assumptions.

Keywords: Shareholders rights, Regulator, Reporting, Issuer.

Citation: Lotfi, A., Kashanipour, M., Abdoh Tabrizi, H., & Savadkouhifar, S. (2020). Studying the Regulatory Framework and Implementation of the Principle of Fair and Equitable Treatment of Shareholders by Issuers in Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 22(1), 44-68. (in Persian)

Financial Research Journal, 2020, Vol. 22, No.1, pp. 44-68

DOI: 10.22059/frj.2019.285208.1006897

Received: July 18, 2019; Accepted: January 05, 2020

© Faculty of Management, University of Tehran



بررسی چارچوب مقرراتی و چگونگی پیاده‌سازی اصل «رفتار عادلانه و منصفانه با صاحبان سهام از سوی ناشران» در بورس اوراق بهادار تهران

علی لطفی

دانشجوی دکتری، گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و حسابداری، پردیس فارابی دانشگاه تهران، قم، ایران. رایانامه: ali.lotfi@ut.ac.ir

محمد کاشانی‌پور

* نویسنده مسئول، دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، پردیس فارابی دانشگاه تهران، قم، ایران. رایانامه: kashanipour@ut.ac.ir

حسین عبده تبریزی

دکتری، گروه مالی و بانکداری، دانشگاه منچستر، منچستر، انگلستان. رایانامه: h.abdoh.tabrizi@gmail.com

سام سوادکوهی‌فر

استادیار، گروه حقوق خصوصی، دانشکده حقوق، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، تهران، ایران. رایانامه: savadkouhifar.sam@nicc.ir

چکیده

هدف: تضمین رفتار عادلانه و منصفانه با سهام‌داران، مسیر رسیدن به بازار کارا، منصفانه و شفاف را هموار می‌سازد. هدف از این پژوهش، بررسی کفایت و پیاده‌سازی مقررات مرتبط با اصل رفتار عادلانه و منصفانه با صاحبان سهام از سوی ناشران است.

روش: در این پژوهش، پس از بررسی اصل ۱۷ سند «اهداف و اصول مقررات‌گذاری اوراق بهادار» آیسکو در خصوص رفتار عادلانه و منصفانه با صاحبان سهام، چارچوب مقرراتی ایران و ایالات متحده با استانداردهای این اصل تطابق داده شد. در این فرایند، ضعف‌های مقررات موجود نمایان شده است. در ادامه پژوهش با استفاده از رویکرد کمی و ابزار پرسش‌نامه و طراحی آزمون فروض، میزان پیاده‌سازی قوانین و مقررات موجود بررسی شده است.

یافته‌ها: سه مضمون کلیدی که در سند آیسکو بر آنها تأکید شده، عبارت‌اند از: حقوق اساسی سهام‌داران، گزارش‌دهی معامله‌های مؤثر بر کنترل و گزارش‌دهی دارندگان اطلاعات نهانی. مهم‌ترین ضعف ساختاری مقررات در حوزه ناشران، بی‌توجهی به معامله‌های است که به تغییر کنترل و گزارش‌دهی این‌گونه معامله‌ها منجر می‌شود. در حالی که در قوانین و مقررات ایالات متحده، الزام‌های سخت‌گیرانه و دقیقی در خصوص ردیابی و گزارش‌دهی این‌گونه معامله‌ها وجود دارد. همچنین به‌طور کلی، دامنه و گستردگی افشای مورد درخواست در ایالات متحده بیش از ایران است.

نتیجه‌گیری: در پیاده‌سازی قوانین و مقررات موجود در حوزه حقوق اساسی سهام‌داران در همه بخش‌ها، به‌جز تخصیص سود تقسیمی مجمع، پیاده‌سازی قوانین و مقررات تأیید شد. اما در بخش گزارش‌دهی دارندگان اطلاعات نهانی، مشکل‌های جدی وجود داشته و این فرضیه به‌همراه فرضیه‌های فرعی مربوطه هیچ‌یک تأیید نشدند.

کلیدواژه‌ها: حقوق سرمایه‌گذاران، مقام ناظر، گزارش‌دهی، ناشر اوراق بهادار.

استناد: لطفی، علی؛ کاشانی‌پور، محمد؛ عبده تبریزی، حسین؛ سوادکوهی‌فر، سام (۱۳۹۹). بررسی چارچوب مقرراتی و چگونگی پیاده‌سازی اصل «رفتار عادلانه و منصفانه با صاحبان سهام از سوی ناشران» در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۲(۱)، ۴۴-۶۸

مقدمه

دستیابی به رشد بلندمدت اقتصادی، به تخصیص و تجهیز بهینه منابع در سطح ملی نیاز دارد و این مهم بدون کمک بازارهای مالی به‌ویژه بازار سرمایه گسترده و کارآمد امکان‌پذیر نیست. کارکرد مناسب بازار سرمایه می‌تواند کارایی، سرمایه‌گذاری و رشد را افزایش داده (چیانگ^۱، ۲۰۰۵) و از طریق کاهش نگهداری دارایی‌های نقدی و افزایش نرخ رشد سرمایه‌های فیزیکی در بلندمدت، رشد اقتصادی را افزایش دهد (بنچيونگا و اسمیت^۲، ۱۹۹۱).

همان‌گونه که در فصل دوم قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران و نیز دستورالعمل‌های سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار^۳ تأکید شده است، هدف غایی در حوزه بازار سرمایه حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و رسیدن به بازاری شفاف، منصفانه و کاراست.

در این پژوهش، بر حوزه ناشران تمرکز شده است. اصطلاح «ناشر»^۴ به‌طور موسع شامل همه شرکت‌ها و نهادهایی است که اوراق بهادار خود را به فروش می‌رسانند یا عرضه می‌کنند. در این حوزه، تمرکز پژوهش بر اصل «رفتار عادلانه و منصفانه با صاحبان سهام» است. پیاده‌سازی این اصل، به حمایت از منافع سهام‌داران منجر شده و نیل به هدف اساسی بازاری کارا، شفاف و منصفانه را تسهیل می‌کند.

امروز رعایت حقوق سهام‌داران به‌ویژه سهام‌داران اقلیت از آرمان‌های مهمی است که بیش از گذشته در شرکت‌های سهامی به آن توجه شده است (بولو، ۱۳۸۵). باید توجه داشت که مدیران در شرکت‌های سهامی عام در اغلب موارد توسط سهام‌داران عمده تعیین می‌شوند، بنابراین موضوعی که در این شرکت‌ها از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است، حمایت از حقوق سهام‌داران اقلیت در مقابل مدیران و سهام‌داران عمده است (کميجانی و احمدی، ۱۳۹۱).

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار، هماهنگ‌کننده و ناظر بر سازمان‌های نظارتی بازارهای سرمایه کشورها است و به‌عنوان یک مرجع استانداردساز بین‌المللی برای بازارهای اوراق بهادار به شمار می‌رود (پاسبان و بدیع صنایع اصفهانی، ۱۳۹۷).

سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار در سال ۱۹۹۷، پیش‌نویسی را که دربردارنده اصول اساسی مقررات اوراق بهادار بود و می‌بایست توسط مقام‌های ملی اوراق بهادار پذیرفته شود، برای اظهار نظر دولت‌ها ارسال کرد (باقری و قنبری، ۱۳۸۹). این سازمان در سال ۱۹۹۸ سندی جامع از اهداف و اصول تنظیم بازارهای سرمایه (سند اهداف و اصول مقررات‌گذاری اوراق بهادار)^۵ را تصویب کرد که به‌عنوان معیار تنظیم بین‌المللی برای تمامی بازارهای سرمایه شناخته شده است. در سال ۲۰۰۳ سازمان متدولوژی جامعی با عنوان «روش‌شناسی ارزیابی اعمال اهداف و اصول مقررات‌گذاری

1. Chiang

2. Bencivenga & Smith

3. International Organization of Securities Commissions (IOSCO)

4. Issuer

5. IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation

اوراق بهادار^۱ را تدوین کرد که امکان ارزیابی عینی سطح اجرای اصول سازمان در حوزه صلاحیت اعضای خود را فراهم آورد. در سند اهداف و اصول آیسکو، ۳۸ اصل به‌عنوان اصول تنظیم بازارهای سرمایه مقرر شده است که هشت اصل آن در سال ۲۰۱۰ به آن اضافه شد. این اصول بر سه هدف زیر مبتنی هستند (پاسبان و بدیع صنایع اصفهانی، ۱۳۹۷):

۱. حمایت از سرمایه‌گذاران

۲. تضمین عادلانه، منصفانه و شفاف‌بودن بازارها

۳. کاهش ریسک سیستمی

از میان اصول ۳۸ گانه آیسکو، اصول ۱۶ تا ۱۸ مربوط به ناشران بوده که در میان این سه اصل، اصل هفدهم مربوط به رفتار منصفانه و عادلانه با سهام‌داران می‌شود که اصل مبنای این پژوهش قرار گرفته است.

بسیاری از موضوع‌های مطرح‌شده در این اصل با اصول دو و سه از اصول حاکمیت شرکتی سازمان توسعه و همکاری اقتصادی^۲ در رابطه با حقوق و رفتار منصفانه با سهام‌داران، به‌ویژه در ارتباط با تصمیم‌های رأی‌گیری، مزایده تصاحب و سایر معامله‌هایی که ممکن است به تغییر در کنترل منجر شود یا کنترل را تقویت کند، هم‌پوشانی دارد. مقرراتی که رفتار منصفانه و هم‌سان با سهام‌داران را تضمین می‌کنند، باید به افشای دارایی‌های اوراق بهادار مدیران و کسانی که منافع قابل توجه مالکیتی در شرکت دارند، الزام داشته باشند که این مسئله به‌طور کلی به‌عنوان اطلاعات لازم برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری آگاهانه در نظر گرفته می‌شود.

موضوع‌های کلیدی این اصل در سه دسته کلی طبقه‌بندی می‌شوند که عبارت‌اند از: حقوق اساسی سهام‌داران، گزارش‌دهی مباحث مربوط به معامله‌های کنترلی و گزارش‌دهی دارندگان اطلاعات نهانی و سهام‌داران عمده. برای هر یک از این سه دسته نیز زیرگروه‌هایی تعریف شده که به شرح ذیل است:

• حقوق اساسی سهام‌داران

- حق مالکیت و انتقال مالکیت
- حق شرکت در تصمیم‌های اخذ رأی (اگر اوراق بهادار دارای حق رأی باشند).
- حق شرکت در تقسیم سود و سایر توزیع‌ها به‌صورت عادلانه
- حق تصویب تغییرهای در شرایط حقوق مرتبط به سهام آنها
- حق الزام مدیران شرکت به پاسخ‌گویی در خصوص اقدام‌های خود از جمله دخالت یا نظارتی که به نقض قانون منجر شود.
- حق دریافت رفتار منصفانه و هم‌سان (به‌طور خاص و سهام‌داران اقلیت) از جمله در رابطه با پیشنهادها و دریافت‌شده برای خرید کنترلی شرکت و در رابطه با ورشکستگی یا درماندگی مالی شرکت.

- گزارش‌دهی معامله‌های مؤثر بر کنترل
 - تغییر کنترل شرکت یا تغییر عمده در ترکیب سهام‌داری شرکت و همچنین معامله‌هایی که ممکن است به تغییر کنترل یا تغییرات اساسی در ترکیب سهام‌داری شرکت منجر شوند.
 - اطلاعات لازم برای تصمیم‌گیری آگاهانه با توجه به عرضه‌های بلوکی، پیشنهاد تملک و سایر معامله‌های که با هدف تغییر کنترل انجام می‌شوند یا به‌طور بالقوه ممکن است به تغییر کنترل منجر شوند.

- گزارش‌دهی دارندگان اطلاعات نهانی و سهام‌داران عمده
 - سهام‌داری هیئت مدیره و مدیران اجرایی
 - سهام‌داری افرادی که بخشی زیادی از سهام را در اختیار دارند.

بر اساس دسته‌بندی ذکر شده در این پژوهش ابتدا چارچوب قانونی و مقرراتی موضوع‌های کلیدی بالا بررسی شده و سپس بر مبنای این موضوع‌ها و زیرگروه‌های آنها، فرضیه‌هایی طراحی شده که میزان پیاده‌سازی قوانین و مقررات موجود سنجیده شود.

در بخش ادبیات موضوع، عمده پژوهش‌های انجام شده در این حوزه بر مبنای اصول حاکمیت شرکتی سازمان همکاری و توسعه اقتصادی است، زیرا اصول دو و سه از اصول شش‌گانه حاکمیت شرکتی به‌ترتیب بر «حقوق سهام‌داران و کارکردهای اصلی مالکیت» و «رفتار عادلانه با سهام‌داران» دلالت دارد که قرابت مفهومی بالایی با اصل ۱۷ سند اهداف و اصول مقررات‌گذاری آیسکو دارد، از این رو عمده پژوهش‌های موجود در موضوع حقوق سهام‌داران و حمایت از حقوق ایشان متمرکز شده است.

حمایت از حقوق سهام‌داران موضوعی حیاتی است، زیرا در بسیاری از کشورها سوءاستفاده از سهام‌داران خرد توسط سهام‌داران عمده، امری رایج است (لاپورتا، لویز، شلیفر و ویشنی^۱، ۱۹۹۹)، به این دلیل که در مدیریت شرکت‌های سهامی بر مبنای نظر اکثریت، به حقوق اقلیت کمتر توجه شده و در برخی موارد، مدیران شرکت از موقعیت خود سوءاستفاده می‌کنند (تقی‌پور، سرمدی و عابدینی، ۱۳۹۷).

سلسله پژوهش‌هایی که از اواسط دهه ۱۹۹۰ لاپورتا و همکاران از دانشگاه هاروارد و ویشنی از دانشگاه شیکاگو شروع کردند، سرآغاز فصلی جدید در موضوع حقوق سرمایه‌گذاران به‌ویژه حقوق سهام‌داران بود. لاپورتا و همکاران در سال ۱۹۹۹ اشکال مختلف سوءاستفاده از سهام‌داران خرد را بیان کردند. بر اساس نظر ایشان در برخی کشورها که حمایت از سهام‌داران بسیار ضعیف است، درونی‌ها به‌راحتی سهم بیشتری از سود را کسب می‌کنند. در برخی کشورهای دیگر که وضعیت حمایت از سهام‌داران اندکی بهتر است، درونی‌ها محصول یا دارایی شرکت را به شرکت دیگری که خود مالک آن هستند، پایین‌تر از قیمت‌های بازار می‌فروشند. چنین معامله‌هایی هرچند ظاهری تقریباً قانونی دارند، اما نتیجه آن برای سایر سهام‌داران دقیقاً مثل دزدی، زیان‌بار است. در موارد دیگر سوءاستفاده‌ها کاملاً قانونی هستند؛ مواردی مثل

انتصاب خویشاوندان ناشایسته در مناصب شرکت یا پرداخت‌های بیش از حد به کارکنان (کميجانی و سهیلی احمدی، ۱۳۹۱).

دیدگاه کلی به بازارهای مالی این است که حمایت از سرمایه‌گذاران توسعه بازارهای مالی را تشویق می‌کند. هنگامی که سرمایه‌گذاران در مقابل سوءاستفاده حمایت می‌شوند، حاضرند مقادیر بالاتری برای اوراق بهادار بپردازند و همین تمایل سرمایه‌گذاران، انتشار اوراق بهادار را برای کارآفرینان و مؤسسان شرکت نیز جذاب‌تر می‌کند (کميجانی و احمدی، ۱۳۹۱).

سوچیک^۱ (۲۰۱۲) نشان داد حمایت کمتر از سرمایه‌گذاران هزینه تأمین مالی را برای کارآفرینان افزایش می‌دهد. فرانکس، ولفین و واگنر^۲ (۲۰۱۲) نشان دادند در کشورهایی که حمایت‌های قوی‌تری از سرمایه‌گذاران وجود دارد، شاهد بازارهای مالی توسعه‌یافته هستیم و بازار به‌طور فعال شرکت‌های بزرگ را کنترل می‌کند. به‌طور معکوس در کشورهایی که حمایت از سرمایه‌گذاران ضعیف است، بازارهای مالی کمتر توسعه‌یافته و بازارهای غیرفعال را بر کنترل شرکت‌های بزرگ مشاهده می‌کنیم.

با افزایش محدوده فعالیت شرکت‌های سهامی عام و بزرگ‌تر شدن آنها، پراکندگی «مالکیت سهم» به وجود می‌آید که نتیجه‌ای جز کاهش قدرت سهام‌داران و افزایش تدریجی اختیارهای مدیران ندارد و از آن به «مشکل نمایندگی» یاد می‌شود. به عقیده جنسن و مک‌لینگ^۳ (۱۹۷۶)، مشکل نمایندگی زمانی بروز می‌یابد که مدیران به‌عنوان نماینده توسط سهام‌داران انتخاب می‌شوند تا بازدهی سود آنها را به حداکثر برسانند. حال اگر مدیران، مالک سهمی در شرکت نباشند، ممکن است برای افزایش دارایی خود، ریسک مضاعفی را بر منافع سهام‌داران وارد سازند. حال آنکه سایر گروه‌های ذی‌نفعان، دارای سیستم‌های حمایتی خاص خود در شرکت هستند؛ به‌طور مثال، سپرده‌گذاران سرمایه‌های درازمدت، با درج شروطی در قرارداد یا اخذ ضمانت‌های ویژه می‌توانند از منافع خویش محافظت کنند (بیکر و اندرسن^۴، ۲۰۱۰).

نقی نتاج، مومن‌زاده و مومن‌زاده (۱۳۹۷) در پژوهش خود به بررسی راهکارهای حمایت از سهام‌داران خرد پرداخته‌اند. یکی از راهکارهای ارائه‌شده توسط ایشان، الزام به ارائه پیشنهاد خرید سهام سهام‌داران خرد در صورت اقدام به خرید بلوک کنترلی توسط خریدار است، زیرا در بسیاری موارد جابه‌جایی بلوک‌های مدیریتی، ترجیح‌های سهام‌داران را در خصوص نگهداری سهام تغییر می‌دهد. با توجه به اینکه ممکن است این دسته از سهام‌داران با عدم امکان فروش یا افت قیمت متضرر شوند، در بسیاری از کشورها برای اطمینان از محفوظ ماندن حق خروج سهام‌داران خرد، سهام‌دار کنترلی جدید ملزم می‌شود در قیمتی که بر اساس ضوابط مربوط تعیین می‌شود به سایر سهام‌داران پیشنهاد خرید سهام آنها را ارائه دهد (هشی^۵، ۲۰۰۳). به‌طور نمونه در انگلستان اگر شخص خواهان کسب کنترل یک شرکت باشد، باید به‌اجبار به تمام سهام‌داران دیگر نیز پیشنهاد خرید بدهد. همچنین مطابق قوانین مالزی هرگاه مالکیت فرد از مرز ۳۳ درصد عبور کند، باید برای خرید سایر سهام، بالاترین قیمت معامله‌شده سهام طی شش ماه گذشته را پیشنهاد کند.

1. Sevcik

2. Volphin & Wagner

3. Jensen & Meckling

4. Baker & Anderson

5. Hashi

تقی‌پور و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی حقوق اقلیت در شرکت‌های سهامی عام بر مبنای نظام اداره شرکت‌ها پرداخته‌اند. ایشان چنین نتیجه‌گیری می‌کنند: در مدل آمریکایی «نظام اداره شرکت‌ها»، در چهار دسته حقوق اطلاعاتی، حقوق مدیریتی، حقوق کنترلی و حقوق دادرسی، سازوکارهای مناسبی برای حمایت از حقوق سهام‌داران اقلیت پیش‌بینی شده است، اما بررسی مقررات مرتبط با شرکت‌های سهامی در حقوق ایران نشان می‌دهد قانون‌گذار بر خلاف حقوق ایالات متحده، به‌طور ویژه به حقوق اقلیت توجه نکرده است. بت‌شکن و رهبری خرازی (۱۳۸۸) در پژوهشی میزان رعایت حقوق سهام‌داران در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران را بررسی کرده و نتیجه‌گیری کردند که اجزای حقوق سهام‌داران به‌طور خاص و حقوق سهام‌داران به‌طور عام رعایت نمی‌شود و در این رابطه کاستی‌های فراوانی وجود دارد. در نهایت، تقی‌پور و همکاران (۱۳۹۷)، در نتایج پژوهش خود به شناسایی نقایص متعدد در مقررات قانونی الزام‌آور در رابطه با حقوق اقلیت در شرکت‌های سهامی عام به‌ویژه در زمینه‌های «افشا و شفافیت مالی»، «سیستم رأی‌گیری» و «امکان اقامه دعوا توسط سهام‌داران علیه مدیران متخلف» اشاره کرده‌اند.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف از نوع پژوهش‌های کاربردی به شمار می‌رود که به روش ترکیبی (کیفی - کمی) صورت پذیرفته است. رویکرد پژوهش، توصیفی - پیمایشی است. گردآوری اطلاعات به شیوه کتابخانه‌ای و میدانی (پرسش‌نامه محقق‌ساخته طیف پنج‌گزینه‌ای لیکرت) انجام گرفته است.

در بخش کیفی از اصل هفدهم سند «روش‌شناسی ارزیابی اعمال اهداف و اصول مقررات‌گذاری اوراق بهادار» وضع‌شده توسط سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار استفاده شده است. همچنین میزان انطباق سازوکارهای بازار سرمایه ایالات متحده آمریکا با استانداردهای یادشده، توسط صندوق بین‌المللی پول در پژوهشی بررسی شده که در آن بدان استناد شده است. این استناد به‌منظور افزایش قابلیت مقایسه‌پذیری و درک بهتر قوت‌ها و ضعف‌های قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران صورت گرفته است. البته در این میان تمرکز بر شفاف‌سازی ضعف‌ها بوده، زیرا گام نخست در اصلاح و بهبود، شناسایی ضعف‌ها است که در نهایت در بخش کیفی، ضعف‌ها و کمبودهای قوانین و مقررات بازار سرمایه در حوزه ناشران به دست آمده است.

در گام بعدی در بخش کمی و به کمک تحلیل آماری، بررسی شده است که قوانین و مقررات موجود چه میزان

پیاده‌سازی می‌شوند.

در این بخش، جامعه آماری پژوهش، مدیران عامل و مدیران مالی ناشران پذیرفته‌شده در بورس، شرکت‌های تأمین سرمایه، سبذگردانان، شرکت‌های مشاور سرمایه‌گذاری، کارگزاران، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و همچنین مدیران و مدیران سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک است. نمونه‌گیری به شیوه تصادفی ساده بوده و حجم نمونه به کمک جدول مورگان به دست آمده است. در این جامعه، مدیران شرکت‌های غیرناشر به‌عنوان سرمایه‌گذاران نهادی بوده و نظرهای ایشان منعکس‌کننده نظرهای سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه است.

داده‌های مورد نیاز برای پاسخ به پرسش‌ها و آزمون فرضیه‌ها، با استفاده از پرسش‌نامه جمع‌آوری شد. این پرسش‌نامه از نوع بسته بوده و بر اساس طیف پنج‌گزینه‌ای لیکرت طراحی شده است. پرسش‌نامه طراحی شده در اختیار پنج نفر از اساتید مالی و حسابداری و همچنین ده نفر از خبرگان و دست‌اندرکاران بازار سرمایه قرار گرفت و پس از اخذ نظرهای ایشان، اصلاح‌های لازم در پرسش‌نامه انجام شد و بدین ترتیب روایی پرسش‌نامه تأیید می‌شود. برای تأیید پایایی پرسش‌نامه، محاسبه آلفای کرونباخ در هر بخش از پرسش‌نامه در دستور کار قرار گرفت که نتایج به شرح جدول ذیل است و با توجه به بالاتر بودن ضریب آلفا از ۰/۷ پایایی پرسش‌نامه تأیید می‌شود.

جدول ۱. آلفای کرونباخ بخش‌های مختلف پرسش‌نامه

| پرسش‌نامه | آلفای کرونباخ |
|---------------------------|---------------|
| پرسش‌های مربوط به فرضیه ۱ | ۰/۹۱ |
| پرسش‌های مربوط به فرضیه ۲ | ۰/۸۶ |

برای تجزیه و تحلیل داده‌های پرسش‌نامه، از آمار توصیفی برای ارائه اطلاعات و ویژگی‌های عمومی نمونه مورد بررسی (در قالب جدول) و آمار استنباطی برای آزمون فرضیه‌های تحت نرم‌افزارهای استاتاستیک^۱ و مینی‌تبا^۲ بهره گرفته شد. در تجزیه و تحلیل داده‌ها در آمار استنباطی، ابتدا به کمک آزمون شاپیرو - ویلک، نرمال بودن یا نبودن توزیع داده‌ها بررسی شد. سپس با توجه به ماهیت آزمون‌های فرض مد نظر، در خصوص توزیع‌های نرمال از آزمون t یک‌طرفه و دوطرفه به‌عنوان آزمون‌های پارامتریک استفاده شد و در خصوص توزیع‌های غیرنرمال، از آزمون‌های ویلکاکسون و من‌ویتنی به‌عنوان آزمون‌های ناپارامتریک استفاده شد. به کمک آزمون‌های t یک‌طرفه و ویلکاکسون، فرضیه‌های پژوهش آزمایش شدند. سپس با تقسیم جامعه آماری به دو دسته ناشران و سرمایه‌گذاران نهادی و به کمک آزمون‌های t دوطرفه و من - ویتنی، اختلاف نظرهای دو گروه سرمایه‌گذاران و ناشران بررسی شدند. در گام نهایی، پس از مشخص شدن موارد اختلاف با استفاده از آزمون‌های t یک‌طرفه و ویلکاکسون، اختلاف موجود بررسی شد.

پرسش‌های و فرضیه‌های پژوهش

در بخش کیفی فرضیه‌ای مطرح نشده و فقط با پرسش دنبال می‌شود و از روش کتابخانه‌ای و تطبیقی به این پرسش‌ها پاسخ داده می‌شود. اما در بخش کمی هم پرسش و هم فرضیه وجود دارد که برای این بخش، از آزمون فرض برای بررسی فرضیه‌ها و پاسخ به پرسش‌ها استفاده می‌شود.

پرسش‌های بخش کیفی به شرح ذیل است:

- نقص‌ها و ضعف‌های چارچوب مقرراتی بازار سرمایه ایران در تضمین رفتار عادلانه و منصفانه با صاحبان سهام بر اساس استانداردهای آیسکو کدام است؟
- مقایسه چارچوب مقرراتی پیش‌گفته در بازارهای سرمایه ایران و ایالات متحده چگونه است؟

پرسش‌های بخش کمی به شرح ذیل است:

پرسش ۱: آیا قوانین و مقررات موجود در زمینه حقوق سهام‌داران توسط ناشران رعایت و پیاده‌سازی می‌شوند؟

پرسش فرعی اول: آیا قانون هر سهم یک رأی توسط ناشران رعایت می‌شود؟

پرسش فرعی دوم: آیا تشریفات قانونی دعوت به جلسه مجمع (نصاب زمانی دعوت، ارائه دستور جلسه و ...) توسط

ناشران رعایت می‌شود؟

پرسش فرعی سوم: آیا اطلاع‌رسانی به موقع مجمع به بورس توسط ناشران انجام می‌شود؟

پرسش فرعی چهارم: آیا تشریفات قانونی انتخاب مدیران توسط ناشران رعایت می‌شود؟

پرسش فرعی پنجم: آیا تشریفات قانونی تصویب اقدام‌های شرکتی توسط ناشران رعایت می‌شود؟

پرسش فرعی ششم: آیا تخصیص سود سهام مطابق قوانین و مقررات به سهام‌داران حاضر در مجمع انجام

می‌شود؟

پرسش فرعی هفتم: آیا پرداخت سود سهام‌داران حاضر در مجمع در موعد قانونی انجام می‌شود؟

پرسش فرعی هشتم: آیا سیاست تقسیم سود توسط ناشران افشا می‌شود؟

پرسش ۲: آیا قوانین و مقررات موجود در زمینه گزارش‌دهی معامله‌های دارندگان اطلاعات نهانی و سهام‌داران عمده

رعایت و پیاده‌سازی می‌شود؟

پرسش فرعی نهم: آیا افشای میزان سهام‌داری مدیران در شرکت توسط ناشران انجام می‌شود؟

پرسش فرعی دهم: آیا میزان سهام‌داری مدیران به صورت دوره‌ای توسط ناشران به روزرسانی و افشا می‌شود؟

پرسش فرعی یازدهم: آیا دارندگان اطلاعات نهانی ظرف مهلت مقرر برای ارائه گزارش سهام‌داری اولیه اقدام

می‌کنند؟

پرسش فرعی دوازدهم: آیا دارندگان اطلاعات نهانی ظرف مهلت مقرر برای گزارش معامله‌های خود اقدام می‌کنند؟

فرضیه‌های بخش کمی به شرح ذیل است:

فرضیه ۱: قوانین و مقررات موجود در زمینه حقوق سهام‌داران توسط ناشران رعایت و پیاده‌سازی می‌شود.

فرضیه فرعی اول: قانون هر سهم یک رأی توسط ناشران رعایت می‌شود.

فرضیه فرعی دوم: تشریفات قانونی دعوت به جلسه مجمع (نصاب زمانی دعوت، ارائه دستور جلسه و ...) توسط

ناشران رعایت می‌شود.

فرضیه فرعی سوم: اطلاع‌رسانی به موقع مجمع به بورس توسط ناشران انجام می‌شود.

فرضیه فرعی چهارم: تشریفات قانونی انتخاب مدیران توسط ناشران رعایت می‌شود.

فرضیه فرعی پنجم: تشریفات قانونی تصویب اقدام‌های شرکتی توسط ناشران رعایت می‌شود.

فرضیه فرعی ششم: تخصیص سود سهام مطابق قوانین و مقررات به سهام‌داران حاضر در مجمع انجام می‌شود.

فرضیه فرعی هفتم: پرداخت سود سهام‌داران حاضر در مجمع در موعد قانونی انجام می‌شود.

فرضیه فرعی هشتم: سیاست تقسیم سود توسط ناشران افشا می‌شود.

فرضیه ۲: قوانین و مقررات موجود در زمینه گزارش‌دهی معامله‌های دارندگان اطلاعات نهانی و سهام‌داران عمده رعایت و پیاده‌سازی می‌شوند.

فرضیه فرعی نهم: افشای میزان سهام‌داری مدیران در شرکت توسط ناشران انجام می‌شود.

فرضیه فرعی دهم: میزان سهام‌داری مدیران به صورت دوره‌ای توسط ناشران به روزرسانی و افشا می‌شود.

فرضیه فرعی یازدهم: دارندگان اطلاعات نهانی ظرف مهلت مقرر برای ارائه گزارش سهام‌داری اولیه اقدام می‌کنند.

فرضیه فرعی دوازدهم: دارندگان اطلاعات نهانی ظرف مهلت مقرر برای گزارش معامله‌های خود اقدام می‌کنند.

یافته‌های بخش کیفی پژوهش

حقوق اساسی سهام‌داران

ایالات متحده: قوانین و مقررات ذیل بر حقوق سهام‌داران و حاکمیت شرکتی برقرار است:

- قانون شرکتی ایالتی^۱: ساختار و شخصیت حقوقی شرکت‌ها و قواعد حاکم میان سهام‌داران، هیئت مدیره و مدیریت شرکت را مشخص می‌کند (در میان ایالت‌های امریکا، قانون شرکتی ایالت دلاور، از دیدگاه بازار سرمایه مناسب‌ترین به شمار می‌رود، از این رو در این بخش، از قانون شرکتی این ایالت استفاده شده است).
- اسناد اختصاصی شرکت‌ها: مطابق قانون شرکتی ایالتی، شرکت‌ها می‌توانند از طریق اساس‌نامه، حقوقی متفاوت از آنچه در مقررات وجود دارد را تصویب کنند.
- قوانین اوراق بهادار فدرال: قانون اوراق بهادار^۲ و قانون بورس^۳، بر عرضه‌های اوراق بهادار و همچنین افشای دائمی اطلاعات اوراق بهادار پذیرفته شده نظارت می‌کنند.
- مقررات بورس‌ها: الزام‌های پذیرش حاکمیت شرکتی در بورس‌های مختلف امریکا نظیر بورس نیویورک و نزدک بسیار به هم شباهت دارند، هرچند در جزئیات تفاوت‌هایی وجود دارد.

ایران: چارچوب قوانین و مقررات در مبحث حاکمیت شرکتی در ایران به شرح ذیل است:

- لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت: قانون بالادستی که ساختار و شخصیت حقوقی شرکت‌ها را مشخص کرده و چارچوب روابط میان سهام‌داران و مدیران شرکت را ارائه داده است.

- اسناد اختصاصی شرکت‌ها: شامل اساس‌نامه و شرکت‌نامه که بر اساس آن سهام‌داران می‌توانند قواعدی را برای شرکت تدوین کنند.
- قوانین و مقررات سازمان بورس و اوراق بهادار: این مقررات بر شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و فرابورس اعمال می‌شوند. همچنین در خصوص پذیرش و عرضه اولیه اوراق بهادار اظهار نظر می‌کنند. مهم‌ترین دستورالعمل‌های این حوزه عبارت‌اند از: «دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان»، «دستورالعمل انضباطی ناشران پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» و «دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران».
- مقررات بورس‌ها: شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران می‌بایست مقررات پذیرش و سایر مقررات بورس‌ها را به اجرا درآورند.

حق رأی سهام‌داران

ایالات متحده: قوانین شرکتی ایالتی، پایه مقررات در خصوص حقوق رأی‌دهی سهام‌داران است. این حقوق شامل موارد زیر است:

- حق سهام‌داران برای رأی دادن تحت اصل «هر سهم یک رأی»، مگر در مواردی که ترتیب‌های دیگری در اساس‌نامه پیش‌بینی شده باشد (بند ۲۱۲-الف قانون شرکتی دلاور).
 - حق شرکت برای فراهم آوردن حقوق متفاوت رأی‌دهی از طریق انتشار بیش از یک طبقه از سهام بر اساس تصریح صورت‌گرفته در اساس‌نامه (بخش ۱۵۱ قانون شرکتی دلاور).
 - حق سهام‌داران برای اعطای وکالت به فردی دیگر به‌منظور شرکت در مجمع صاحبان سهام و رأی‌دهی (بخش ۲۱۲-ب قانون شرکتی دلاور).
 - حق سهام‌داران برای آگاهی از مجمع به‌صورت مکتوب حداقل ده روز و حداکثر شصت روز پیش از مجمع (بخش ۲۲۲ قانون شرکتی دلاور).
 - تنظیم روزی برای ثبت سهام‌داران^۱ به‌منظور شرکت در مجمع. این روز باید بین ده تا شصت روز پیش از مجمع تنظیم شود (بخش ۲۱۳ قانون شرکتی دلاور).
- قوانین اوراق بهادار فدرال، چارچوب بالا را تکمیل می‌کنند. این قوانین الزام دارند موضوع‌هایی را که باید در خصوص آنها در مجمع رأی‌گیری صورت پذیرد، در قالب دستور جلسه مجمع مطابق ضمیمه ۱۴-الف قانون بورس افشا کنند. همچنین می‌بایست در خصوص مواردی که در مجمع طرح خواهد شد، مطابق ضمیمه ۱۴-سی قانون بورس افشا صورت پذیرد.
- بر اساس ضمیمه ۱۴-الف دستور جلسه مجمع باید شامل تاریخ، زمان و مکان جلسه مجمع باشد. همچنین تاریخ،

زمان و مکان ثبت مالکیت سهام‌داران نیز باید در آن مشخص شده باشد. روش رأی‌دهی و همچنین میزان رأی هر طبقه از سهام نیز در این دستور جلسه مشخص می‌شود.

ایران: لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت^۱ مصوب سال ۱۳۴۷، پایه قوانین و مقررات در خصوص حق رأی سهام‌داران است. همچنین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس موظف به استفاده از اساس‌نامه نمونه تهیه‌شده توسط سازمان هستند و بر اساس این اساس‌نامه اداره می‌شوند. اهم حقوق سهام‌داران بر مبنای قانون تجارت و اساس‌نامه نمونه مصوب سازمان به شرح ذیل است:

- حق سهام‌داران برای رأی دادن تحت اصل «هر سهم یک رأی»، مگر در مواردی که ترتیب‌های دیگری در اساس‌نامه پیش‌بینی شده باشد (تبصره ۷۵ قانون تجارت - ماده ۱۹ اساس‌نامه).
 - حق شرکت برای ترتیب دادن سهام ممتاز و ارائه امتیازهایی نظیر حق رأی بیشتر به این طبقه از سهام (ماده ۴۲ قانون تجارت). شایان ذکر است، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس بر اساس ماده ۵ اساس‌نامه مجاز به انتشار سهام ممتاز نبوده و کلیه سهام آنها عادی است، از این رو حق اعطای حق رأی بیشتر از طریق سهام ممتاز در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس منتفی است.
 - حق سهام‌داران برای اعطای وکالت به فردی دیگر به‌منظور شرکت در مجمع صاحبان سهام و رأی‌دهی (ماده ۱۰۲ ل.ا.ق.ت و ماده ۱۹ اساس‌نامه).
 - حق سهام‌داران برای آگاهی از مجمع به‌صورت مکتوب حداقل ده روز و حداکثر چهار روز پیش از مجمع (مواد ۹۷ و ۹۸ ل.ا.ق.ت).
 - تنظیم روزی برای ثبت سهام‌داران به منظور شرکت در مجمع (ماده ۹۹ ل.ا.ق.ت).
- بر اساس ماده ۱۰۰ ل.ا.ق.ت و مواد ۲۰ و ۲۱ اساس‌نامه، انتشار دستور جلسه پیش از برگزاری مجمع الزامی است. برای دستور جلسه فرمت خاصی وجود نداشته و همچنین الزامی به تفکیک موارد قابل رأی‌گیری و مواردی که نیاز به رأی‌گیری ندارد، وجود ندارد. در آگهی دعوت به مجمع، مشخص کردن تاریخ، زمان و مکان جلسه الزامی است.
- بر اساس بند یک ماده ۲ «دستورالعمل ثبت، نگهداری و گزارش‌دهی اسناد، مدارک و اطلاعات اشخاص تحت نظارت»، ناشر موظف است تاریخ، ساعت، محل و دستور جلسه هر یک از مجامع عمومی خود را لااقل ده روز قبل از تاریخ تشکیل مجمع به سازمان ارائه دهد.

انتخاب مدیران

ایالات متحده: قوانین شرکتی ایالتی برگزاری یک مجمع سالانه سهام‌داران برای انتخاب مدیران را الزام می‌کند (بخش ۲۱۱-ب قانون شرکتی دلاور).

۱. این لایحه قانونی از این پس به اختصار «ل.ا.ق.ت» نامیده می‌شود.

ایران: بر اساس مواد ۱۰۸ و ۱۰۹ ل.ا.ق.ت، مدیران شرکت توسط مجمع انتخاب شده و مدت مدیریت ایشان نمی‌تواند از دو سال بیشتر باشد.

دریافت سود سهام و سایر موارد توزیعی شرکت

ایالات متحده: قوانین شرکتی ایالتی منبع اولیه مقررات‌گذاری در خصوص پرداخت سود نقدی سهام هستند. به‌عنوان اصلی کلی قوانین شرکتی ایالتی تصریح می‌دارند که سود سهام باید به تمامی سهام‌دارانی که در روز ثبت مالکیت سهام‌دار بوده‌اند، تخصیص داده شود. قوانین شرکتی ایالتی (مقرره س - ک) افشای مقتضی در خصوص سود نقدی سهام در بیانیه ثبت و نیز گزارش‌های سالیانه را ملزم می‌کنند. همچنین بورس‌ها نیز مقرراتی در خصوص پرداخت سود نقدی به‌عنوان بخشی از الزام‌های پذیرش بورس مربوطه دارند (به‌طور مثال بخش ۲۰۴.۱۲ راهنمای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس نیویورک و بخش ۵۲۵۰ مقررات پذیرش نزدک).

ایران: مطابق ماده ۹۰ ل.ا.ق.ت تقسیم سود و اندوخته بین صاحبان سهام فقط پس از تصویب مجمع عمومی جایز خواهد بود و در صورت وجود منافع تقسیم ده درصد از سود ویژه سالانه بین صاحبان سهام الزامی است. همچنین بر اساس ماده ۲۴۰ ل.ا.ق.ت احراز وجود سود قابل تقسیم با مجمع عمومی بوده و نحوه پرداخت سود قابل تقسیم توسط مجمع عمومی تعیین می‌شود. اگر مجمع عمومی در خصوص نحوه پرداخت تصمیمی نگرفته باشد، هیئت مدیره نحوه پرداخت را تعیین خواهد کرد، ولی در هر حال پرداخت سود به صاحبان سهام باید ظرف هشت ماه پس از تصمیم مجمع عمومی راجع به تقسیم سود انجام پذیرد.

ماده ۱۵ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان، شرکت‌های پذیرفته‌شده را ملزم می‌کند تا جدول زمان‌بندی پرداخت سود نقدی پیشنهادی توسط هیئت مدیره را قبل از برگزاری مجمع عمومی عادی افشا کنند. همچنین قسمت «ب» این دستورالعمل اشاره می‌کند که ناشران باید تغییر در سیاست تقسیم سود خود را به‌طور فوری افشا کنند.

جدول ۲. مقایسه مضمون «حقوق اساسی سهام‌داران»

| عنوان | ایالات متحده | ایران |
|--|--|---|
| حق رأی مساوی برای هر سهم | بله | بله |
| انتشار سهام ممتاز با حق رأی بیشتر از سهام عادی | بله | بله (در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس خیر) |
| اعطای وکالت به فردی دیگر برای شرکت در مجمع | بله | بله |
| حداقل و حداکثر زمان دعوت به جلسه مجمع | ۱۰ و ۶۰ روز | ۱۰ و ۴۰ روز |
| ارائه دستور جلسه پیش از مجمع | بله - در قالب فرمت مشخص | بله - فرمت خاصی ندارد. |
| اطلاع‌رسانی مجمع به بورس | حداقل ۱۰ روز پیش از تاریخ ثبت | حداقل ۱۰ روز پیش از روز مجمع |
| تخصیص سود سهام | تمامی سهام‌دارانی که در روز ثبت سهام‌دار بوده‌اند. | تمامی سهام‌دارانی که در روز مجمع سهام‌دار بوده‌اند. |
| افشای سیاست تقسیم سود | بله | بله |

گزارش‌دهی معامله‌های مؤثر بر کنترل

ایالات متحده: سیستم گزارش‌دهی ذی‌نفعان نهایی، در خصوص تجمیع طبقه‌های آرایه که پتانسیل تغییر یا اثرگذاری بر کنترل ناشر دارد، اطلاعاتی به سرمایه‌گذاران و ناشر می‌دهد. ذی‌نفع نهایی شخص حقیقی یا حقوقی است که منافع اوراق بهادار در نهایت به وی می‌رسد، هرچند اوراق به‌طور رسمی به نام او نباشد.

مقررات مربوطه الزام می‌دارد شخصی که مالکیت نهایی وی در اوراق بهادار ثبت‌شده در قانون بورس به پنج درصد می‌رسد، ظرف ده روز از خرید سهام برای پر کردن ضمیمه ۱۳-د اقدام کند. در این ضمیمه علاوه بر درصد مالکیت، باید اطلاعات دیگری از جمله چگونگی خرید سهام، دلیل خرید سهام (از جمله اینکه خرید سهام با هدف تصاحب کنترل شرکت بوده است یا نه) و ... را اعلام کند. بخش ۹۲۹ قانون داد-فرانک^۱ به کمیسیون بورس و اوراق بهادار^۲ اجازه می‌دهد این مهلت اولیه ده روزه را کوتاه‌تر کند، ولی کمیسیون تاکنون از این اختیار خود استفاده نکرده است.

هرگونه تغییر اساسی در اطلاعات ارائه‌شده می‌بایست در قالب اصلاحیه به‌شکل فوری افشا شود. مطابق مقررات، خرید یا تغییر وضعیت سهام‌داری بیش از یک درصد سهام، تغییر اساسی به حساب می‌آید، هرچند با توجه به موقعیت و وضعیت سهام‌داران، تغییر کمتر از یک درصد هم می‌تواند اساسی تلقی شود. سایر تغییرهای اساسی در حقایق پیش‌افشاشده - از جمله هرگونه تغییر در برنامه‌ها و اهداف به‌ویژه در خصوص به دست گرفتن کنترل - نیز باید به‌سرعت افشا شوند.

مقررات به برخی از سرمایه‌گذاران اجازه می‌دهد فرم خلاصه‌شده ۱۳-ج را برای افشا پر کنند. این دسته از سرمایه‌گذاران شامل برخی سرمایه‌گذاران حقوقی که اوراق بهادار را در حد معمول تجارت و بدون قصد کنترل سهام خریداری می‌کنند، می‌شوند. این ضمیمه باید توسط سرمایه‌گذاران نام‌برده تا ۴۵ روز پس از ۳۱ دسامبر سالی که سهام آنها به مرز پنج درصد رسیده است، پر شود. اصلاح‌های مربوط به این فرم هر ساله می‌بایست تا ۴۵ روز پس از پایان سال تقویمی انجام گیرد (فارغ از اینکه تغییرهای صورت‌گرفته بااهمیت بوده یا خیر).

اگر دو گروه یا بیشتر از اشخاص حقیقی یا حقوقی با یکدیگر همراه شده و برای خرید سهام اقدام کنند، به‌عنوان یک شخص واحد نگریسته می‌شوند و مقررات بالا در خصوص ایشان صدق می‌کند. به‌طور مثال چنانچه گروه نام‌برده به خرید پنج درصد از سهام یک شرکت اقدام کنند، باید تک‌تک آنها فرم‌های ۱۳-د یا ۱۳-ج را پر کنند.

بر اساس مقرره ۴۰۳ از مقررات س-ک مالکیت هیئت مدیره و مدیران اجرایی و همچنین هر فردی که بیش از پنج درصد سهام شرکت را در اختیار دارد، باید در گزارش‌های سالیانه افشا شود.

تمامی گزارش‌های مورد اشاره این بخش به‌صورت فوری از طریق سیستم ادگار^۳ در اختیار عموم نیز قرار می‌گیرد.

ایران: در قوانین و مقررات ایران، به‌دلیل نبود روش‌های متنوع ادغام و تملیک، نظیر آنچه در ایالات متحده وجود دارد،

1. Dodd-Frank Act

2. Securities and Exchange Commission (SEC) - نامیده می‌شود -

3. EDGAR

توجه به معامله‌های منتج به تغییر کنترل یا معامله‌های مؤثر بر جابه‌جایی کنترل بسیار پایین است و مقام ناظر مقررات‌گذاری خاصی در این زمینه نکرده است. این مسئله یکی از ضعف‌های فعلی قوانین و مقررات بازار سرمایه به شمار می‌آید، زیرا با تملک سهام توسط یک شخص حقیقی یا حقوقی و تغییر کنترل شرکت، باید شفاف‌سازی‌های لازم از طرف سهام‌دار جدید در خصوص سیاست‌ها و استراتژی‌های وی صورت پذیرد تا سرمایه‌گذاران بتوانند برای ادامه یا عدم ادامه سهام‌داری خود تصمیم‌گیری کنند.

به هر صورت در قوانین و مقررات ایران، «ذی‌نفع‌نهایی» در «دستورالعمل ثبت، نگهداری و گزارش‌دهی اسناد، مدارک و اطلاعات توسط اشخاص تحت نظارت» بدین شکل تعریف شده است: شخص حقیقی است که مالک مستقیم یا غیرمستقیم شخص حقوقی است یا شخصی حقیقی است که نماینده یا وکیل به نیابت از وی عمل می‌کند.

در قوانین و مقررات، الزامی برای گزارش‌دهی ذی‌نفعان نهایی وجود ندارد و تنها مواردی که الزام‌هایی بر گزارش‌دهی میزان سهام سهام‌داران وضع کرده، دستورالعمل انتشار اطلاعات معامله‌های توسط بورس اوراق بهادار تهران و دستورالعمل اجرایی نحوه گزارش‌دهی دارندگان اطلاعات نهانی است. بر این اساس مطابق ردیف ۱۱ بند الف ماده دو «دستورالعمل انتشار اطلاعات معامله‌های توسط بورس اوراق بهادار تهران»، نام و میزان سهام سهام‌داران حقوقی بالای یک درصد ناشر باید توسط بورس اعلام شود.

همچنین مطابق ماده ۱۷ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان، ناشر موظف به افشای فوری اطلاعات بااهمیت است که از آن جمله می‌توان به تغییر سهام‌دار عمده اشاره کرد.

جدول ۳. مقایسه مضمون «گزارش‌دهی معامله‌های مؤثر بر کنترل»

| عنوان | ایالات متحده | ایران |
|--|---|-------|
| الزام ذی‌نفعان نهایی به گزارش‌دهی | ذی‌نفعان نهایی بیش از پنج درصد اوراق بهادار | خیر |
| الزام گزارش‌دهی هدف خرید سهام برای ذی‌نفعان نهایی عمده | بله | خیر |
| الزام افشای فوری تغییرهای اساسی در میزان سهام برای ذی‌نفعان نهایی عمده | بله | خیر |
| افشای عمومی گزارش‌های ذی‌نفعان نهایی مؤثر | بله | خیر |

گزارش‌دهی دارندگان اطلاعات نهانی و سهام‌داران عمده

ایالات متحده: افشای اطلاعات مالکیتی هیئت مدیره و مدیران اجرایی و تغییرهای اساسی در سهام ایشان بر مبنای دو مؤلفه تحت قوانین اوراق بهادار فدرال الزامی است. مؤلفه نخست مربوط به الزام‌های افشای دوره‌ای ناشر تحت قوانین اوراق بهادار فدرال بوده و مؤلفه دوم به افشای دارندگان اطلاعات نهانی تحت بخش ۱۶ قانون بورس مربوط می‌شود.

اول) افشای ناشر

ناشران موظف هستند برای تهیه جدول‌هایی به منظور افشای سهام‌داری مدیران شرکت اقدام کنند. این جدول‌ها شامل

خود شرکت، زیرمجموعه‌ها و شرکت مادر می‌شوند. در این جدول‌ها تمامی هیئت مدیره و نمایندگان ایشان (با ذکر نام)، پنج مدیر اجرایی که بیشترین پاداش را دریافت کرده‌اند (با ذکر نام) و تمامی هیئت مدیره و مدیران اجرایی به‌عنوان گروه (بدون ذکر نام) بررسی می‌شوند. اطلاعاتی که در این جدول‌ها افشا می‌شوند شامل تعداد و درصد سهام افراد نام‌برده هستند. این افشا باید در امیدنامه و بیانیه ثبت انجام پذیرد. همچنین حداقل یک بار در سال می‌بایست به‌روز شده و در گزارش سالیانه ناشر یا دستور جلسه مجمع ارائه شود.

دوم) بخش ۱۶ قانون بورس

این بخش شامل تمامی هیئت مدیره و مدیران اجرایی ناشری که تحت بخش ۱۲ قانون بورس به ثبت رسیده می‌شود، همچنین هر شخصی که بیش از ده درصد سهام ناشر را در اختیار دارد مشمول این بخش می‌شود.

بخش ۱۶-الف از تمامی افرادی که الزام به گزارش دارند می‌خواهد ظرف مدت ده روز از زمان واجد شرایط شدن برای پر کردن و ارائه گزارش اولیه سهام‌داری اقدام کنند. بر این اساس دارنده اطلاعات نهانی می‌بایست تعداد سهامی که به‌صورت مستقیم یا غیرمستقیم از آن منتفع می‌شود را گزارش کند. به‌منظور به‌روز نگه داشتن این اطلاعات، بخش ۱۶-الف الزام دارد چنانچه این افراد برای خرید یا فروش اوراق بهادار ناشر اقدام کردند، قبل از پایان روز دوم کاری پس از معامله، به گزارش تغییرها اقدام کنند.

دارندگان اطلاعات نهانی که در رابطه با گزارش معامله‌هایشان غفلت کرده یا معامله‌هایی داشته‌اند که مشمول تأخیر در گزارش می‌شود، می‌بایست گزارش سالیانه‌ای حاوی معامله‌های گزارش نشده خود ارائه دهند. تمامی گزارش‌های بخش ۱۶ (شامل گزارش اولیه سهام‌داری، گزارش تغییرها سهام‌داری و گزارش سالیانه) به‌صورت الکترونیک از طریق سیستم ادگار ارسال می‌شوند. این گزارش‌ها بلافاصله پس از ارسال به‌صورت عمومی منتشر می‌شوند.

برنامه گزارش‌دهی متخلفان در کمیسیون بورس و اوراق بهادار روی گزارش‌های ارسالی پیاده‌سازی شده و کمیسیون به اتخاذ اقدام‌های تنبیهی در خصوص متخلفان اقدام می‌کند. **ایران:** در ایران نیز نظیر ایالات متحده افشای اطلاعات دارندگان اطلاعات نهانی و سهام‌داران عمده از دو مجرا صورت می‌گیرد. مجرای نخست الزام‌های تحمیل شده به ناشر و مجرای دوم از طریق افراد مشمول.

اول) الزام‌های ناشر

مطابق ماده ۴۲ دستورالعمل حاکمیت شرکتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران، اطلاعات بااهمیتی از قبیل نام، مشخصات کامل، تحصیلات، تجارب و مدارک حرفه‌ای اعضای هیئت مدیره و مدیر عامل، کمیته‌های تخصصی هیئت مدیره و اعضای آنها، موظف یا غیرموظف بودن آنان، مستقل بودن آنان، میزان مالکیت سهام آنان در شرکت، عضویت در هیئت مدیره سایر شرکت‌ها به اصالت یا به نمایندگی، حقوق و مزایای مدیران اصلی ... باید به‌نحو مناسبی در پایگاه اینترنتی شرکت و در یک یادداشت جداگانه در گزارش تفسیری مدیریت افشا شود.

همچنین مطابق بند ۱۲ ماده ۲۵ دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران، متقاضی پذیرش می‌بایست به انضمام درخواست پذیرش خود، فهرست و مشخصات دارندگان اطلاعات نهانی شرکت، موضوع تبصره یک ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار را به سازمان اعلام کند و بر اساس ماده ۲۷ همین دستورالعمل، شرکت موظف است تغییرهای بااهمیت در اطلاعات ارائه‌شده از جمله دارندگان اطلاعات نهانی را به اطلاع بورس برساند. از سوی دیگر بر اساس ماده شش دستورالعمل اجرایی نحوه گزارش‌دهی دارندگان اطلاعات نهانی، شرکت مکلف است فهرست اشخاص گزارش‌دهنده (دارای اطلاعات نهانی) را به سازمان و بورس اعلام کند. چنانچه شرکت در رابطه با ارائه فهرست اشخاص گزارش‌دهنده و تغییرهای آن تأخیر کند، مطابق ماده ۲۳ دستورالعمل ناشران پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، تخلف محسوب شده و با آن برخورد می‌شود.

دوم) الزام‌های شخص دارنده اطلاعات نهانی

ماده ۴۵ قانون بازار و همچنین ماده ۲ دستورالعمل اجرایی نحوه گزارش‌دهی دارندگان اطلاعات نهانی، دارندگان اطلاعات نهانی را برشمرده است.

در تبصره دو ماده ۴۵ قانون بازار و ماده سه همین دستورالعمل، دارندگان اطلاعات نهانی ملزم شده‌اند ظرف مدت پانزده روز از شمول تحت عنوان دارنده اطلاعات نهانی و نیز انجام معامله یا تغییر در مالکیت اوراق برای پر کردن فرم‌های مربوطه و ارائه آن به سازمان و بورس اقدام کند.

همچنین بر اساس ماده ۳ به تکمیل فرم‌هایی به‌منظور اعلام شمولیت دارنده اطلاعات نهانی و سپس انجام معامله و تغییر در مالکیت اوراق بهادار مکلف هستند.

جدول ۴. مقایسه مضمون «گزارش‌دهی دارندگان اطلاعات نهانی و سهام‌داران عمده»

| عنوان | ایالات متحده | ایران |
|--|---|------------------------------------|
| الزام ناشر به افشای میزان سهام‌داری مدیران در شرکت اصلی | بله - تمامی هیئت مدیره و پنج مدیر اجرایی با بیشترین دریافتی | بله - اعضای هیئت مدیره و مدیر عامل |
| الزام ناشر به افشای میزان سهام‌داری مدیران در شرکت‌های سرمایه‌پذیر و شرکت مادر | بله - تمامی هیئت مدیره و پنج مدیر اجرایی با بیشترین دریافتی | خیر |
| به‌روزرسانی افشای میزان سهام‌داری مدیران | سالیانه | گزارش تفسیری مدیریت (سه ماهه) |
| پرکردن و ارائه گزارش اولیه سهام‌داری توسط دارنده اطلاعات نهانی | بله - ظرف مدت ده روز از شمول | بله - ظرف مدت ۱۵ روز از شمول |
| گزارش معامله‌های انجام‌شده توسط دارنده اطلاعات نهانی | بله - ظرف مدت دو روز کاری | بله - ظرف مدت ۱۵ روز |
| افشای عمومی گزارش‌های ارائه‌شده توسط دارنده اطلاعات نهانی | بله - به‌صورت فوری از طریق سامانه ادگار | خیر |
| حداقل درصد سهام‌داری برای شمولیت گزارش‌دهی | ۵ درصد | ۱۰ درصد |

یافته‌های کمی پژوهش

در بخش کمی، با توجه به اینکه تمرکز پژوهش بر ناشران است، ناشران بورسی مهم‌ترین رکن جامعه آماری هستند. همچنین در طرف مقابل سرمایه‌گذاران قرار دارند، بنابراین رکن دیگر جامعه آماری از صندوق‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، کارگزاران، سبذگردانان، شرکت‌های مشاور سرمایه و شرکت‌های تأمین سرمایه تشکیل شده است که سرمایه‌گذاران نهادی بازار سرمایه به شمار می‌روند. جامعه آماری بر اساس اطلاعات تارنمای سازمان بورس و اوراق ۱۰۰۱ شرکت مشتمل بر ۵۲۵ ناشر بورسی، ۲۱۵ صندوق سرمایه‌گذاری، ۱۰۸ شرکت سرمایه‌گذاری، ۱۰۷ کارگزار، ۲۰ سبذگردان، ۱۷ مشاور سرمایه‌گذاری و ۹ تأمین سرمایه است و با توجه به اینکه از هر شرکت، مدیر و مدیر مالی مد نظر است، تعداد افراد جامعه آماری ۲۰۰۲ نفر به دست می‌آید. بر اساس جدول مورگان، حجم نمونه مناسب، ۳۲۳ به دست می‌آید. از این رو بدین منظور ۴۵۰ پرسش‌نامه تهیه و ارسال شده که ۳۳۱ پرسش‌نامه تکمیل شدند. خلاصه مشخصه‌های نمونه آماری به شرح جدول ذیل است:

جدول ۵. ویژگی‌های نمونه آماری

| متغیر | آیتم | فراوانی | درصد |
|--------------------|--------------------|---------|------|
| رشته تحصیلی | حسابداری | ۱۱۲ | ۳۳/۸ |
| | مالی | ۱۲۴ | ۳۷/۵ |
| | اقتصاد | ۳۲ | ۹/۷ |
| | سایر | ۶۳ | ۱۹ |
| میزان تحصیلات | دکتری | ۴۱ | ۱۲/۴ |
| | کارشناسی ارشد | ۱۴۵ | ۴۳/۸ |
| | کارشناسی | ۱۲۸ | ۳۸/۷ |
| | سایر | ۱۷ | ۵/۱ |
| جنسیت | مرد | ۲۹۴ | ۸/۸۸ |
| | زن | ۳۷ | ۱۱/۲ |
| سن | ۲۰-۳۰ | ۴۵ | ۱۳/۶ |
| | ۳۰-۴۰ | ۹۹ | ۲۹/۹ |
| | ۴۰-۵۰ | ۹۷ | ۲۹/۳ |
| | بیش از ۵۰ | ۹۰ | ۲۷/۲ |
| نوع نهاد تحت نظارت | ناشر | ۱۷۴ | ۵۲/۶ |
| | صندوق سرمایه‌گذاری | ۸۸ | ۲۶/۶ |
| | شرکت سرمایه‌گذاری | ۲۰ | ۶/۱ |
| | کارگزار | ۳۳ | ۱۰ |
| | سبذگردان | ۷ | ۲/۱ |
| | مشاور سرمایه‌گذاری | ۷ | ۲/۱ |
| | تأمین سرمایه | ۲ | ۰/۵ |

آمار استنباطی

تعیین نرمال بودن داده‌ها

ابتدا برای تعیین نوع آزمون مورد استفاده (پارامتریک یا ناپارامتریک) از آزمون شاپیرو - ویلک استفاده می‌شود. نتایج این آزمون به شرح ذیل است:

جدول ۶. نتایج آزمون شاپیرو - ویلک

| متغیر | تعداد مشاهده | آماره W | آماره V | آماره Z | Prob>z |
|---------------|--------------|---------|---------|---------|--------|
| فرضیه ۱ | ۳۳۱ | ۰/۹۹ | ۱/۹۸ | ۱/۶۱ | ۰/۰۵ |
| فرضیه فرعی ۱ | ۳۳۱ | ۰/۸۳ | ۴۰/۳۴ | ۸/۷۲ | ۰/۰۰ |
| فرضیه فرعی ۲ | ۳۳۱ | ۰/۹۸ | ۵/۲۲ | ۳/۹۰ | ۰/۰۰ |
| فرضیه فرعی ۳ | ۳۳۱ | ۰/۹۳ | ۱۶/۹۲ | ۶/۶۷ | ۰/۰۰ |
| فرضیه فرعی ۴ | ۳۳۱ | ۱/۰۰ | ۰/۵۶ | -۱/۳۹ | ۰/۹۲ |
| فرضیه فرعی ۵ | ۳۳۱ | ۰/۹۹ | ۲/۴۸ | ۲/۱۴ | ۰/۰۲ |
| فرضیه فرعی ۶ | ۳۳۱ | ۰/۹۰ | ۲۲/۷۳ | ۷/۳۷ | ۰/۰۰ |
| فرضیه فرعی ۷ | ۳۳۱ | ۰/۹۹ | ۱/۶۵ | ۱/۱۹ | ۰/۱۲ |
| فرضیه فرعی ۸ | ۳۳۱ | ۰/۹۶ | ۹/۳۹ | ۵/۲۸ | ۰/۰۰ |
| فرضیه ۲ | ۳۳۱ | ۰/۹۹ | ۲/۰۵ | ۱/۷۰ | ۰/۰۴ |
| فرضیه فرعی ۹ | ۳۳۱ | ۰/۹۹ | ۱/۰۴ | ۰/۰۹ | ۰/۴۶ |
| فرضیه فرعی ۱۰ | ۳۳۱ | ۰/۹۸ | ۵/۷۲ | ۴/۱۱ | ۰/۰۰ |
| فرضیه فرعی ۱۱ | ۳۳۱ | ۰/۹۹ | ۱/۱۶ | ۰/۳۵ | ۰/۳۶ |
| فرضیه فرعی ۱۲ | ۳۳۱ | ۰/۹۹ | ۱/۹۱ | ۱/۵۳ | ۰/۰۶ |

بر این اساس در سطح اطمینان ۹۵ درصد مشخص است که داده‌های مربوط به فرضیه یک از توزیع نرمال برخوردار هستند. همچنین در میان فرضیه‌های فرعی، داده‌های فرضیه‌های فرعی ۴، ۷، ۹، ۱۱ و ۱۲ از توزیع نرمال برخوردار هستند. بنابراین برای آزمون فرضیه‌های بالا از آزمون‌های پارامتریک استفاده می‌شود و در مقابل، بررسی سایر فرضیه‌ها به کمک آزمون‌های غیرپارامتریک انجام می‌شود. با توجه به ماهیت آزمون‌ها، در این مرحله می‌بایست از آزمون t تک‌نمونه‌ای و ویلکاکسون به ترتیب به عنوان آزمون پارامتریک و آزمون ناپارامتریک استفاده شود. در این پژوهش کلیه آزمون‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد انجام شده‌اند.

آزمون فرضیه‌های مربوط به مضمون حقوق اساسی سهام‌داران

نتایج آزمون این فرضیه‌ها به شرح جدول ذیل است:

جدول ۷. نتایج آزمون فرضیه‌های مربوط به مضمون حقوق اساسی سهام‌داران

| فرضیه / فرضیه فرعی | آزمون | مقدار آماره | P-value | نتیجه آزمون فرضیه |
|--------------------|---------------|-------------|---------|-------------------|
| فرضیه ۱ | t تک‌نمونه‌ای | ۴/۳۸ | ۰/۰۰ | تأیید |
| فرضیه فرعی ۱ | ویلکاکسون | ۴۹۳۴۴ | ۰/۰۰ | تأیید |
| فرضیه فرعی ۲ | ویلکاکسون | ۲۸۷۰۴ | ۰/۰۰ | تأیید |
| فرضیه فرعی ۳ | ویلکاکسون | ۴۲۷۹۸ | ۰/۰۰ | تأیید |
| فرضیه فرعی ۴ | t تک‌نمونه‌ای | ۳/۲۸ | ۰/۰۰ | تأیید |
| فرضیه فرعی ۵ | ویلکاکسون | ۱۵۱۳۹ | ۰/۰۰ | تأیید |
| فرضیه فرعی ۶ | ویلکاکسون | ۴۳۹۱۱ | ۰/۰۰ | تأیید |
| فرضیه فرعی ۷ | t تک‌نمونه‌ای | -۵/۷۰ | ۱/۰۰ | رد |
| فرضیه فرعی ۸ | ویلکاکسون | ۳۳۶۴۲ | ۰/۰۰ | تأیید |

بنابراین پیاده‌سازی مضمون «حقوق اساسی سهام‌داران» که با فرضیه نخست سنجیده شده، تأیید می‌شود. از این رو، در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان نتیجه گرفت: ناشران، قوانین و مقررات موجود در زمینه حقوق اساسی سهام‌داران را رعایت و پیاده‌سازی می‌کنند.

در خصوص فرضیه‌های فرعی مربوط به این مضمون، کلیه فرضیه‌ها به جز فرضیه فرعی هفت، تأیید شد. در مقابل، تنها فرضیه‌ای که تأیید نشد، مربوط به پرداخت سود تقسیمی به شرح ذیل است. در ادامه وجود اختلاف میان پاسخ‌های دو گروه ناشران و سرمایه‌گذاران نهادی در سطح اطمینان ۹۵ درصد آزمایش شد که نتایج به شرح جدول ذیل است.

جدول ۸. نتایج آزمون وجود اختلاف در پاسخ‌های دو گروه

| فرضیه / فرضیه فرعی | آزمون | درجه آزادی | مقدار آماره | P-value | نتیجه آزمون فرضیه |
|--------------------|--------------|------------|-------------|---------|-------------------|
| فرضیه ۱ | t دونمونه‌ای | ۳۲۸ | ۰/۹۷ | ۰/۳۳ | رد |
| فرضیه فرعی ۱ | من - ویتنی | - | ۲۴۳۹۰ | ۰/۰۵ | رد |
| فرضیه فرعی ۲ | من - ویتنی | - | ۲۵۷۹۴ | ۰/۷۶ | رد |
| فرضیه فرعی ۳ | من - ویتنی | - | ۲۶۶۵۶ | ۰/۴۹ | رد |
| فرضیه فرعی ۴ | t دونمونه‌ای | ۲۹۷ | -۰/۹۵ | ۰/۳۴۵ | رد |
| فرضیه فرعی ۵ | من - ویتنی | - | ۲۷۳۷۹ | ۰/۱۳ | رد |
| فرضیه فرعی ۶ | من - ویتنی | - | ۲۶۵۱۹ | ۰/۶۰ | رد |
| فرضیه فرعی ۷ | دونمونه‌ای | ۳۱۵ | ۱/۴ | ۰/۱۶۱ | رد |
| فرضیه فرعی ۸ | من - ویتنی | - | ۲۶۷۳۰ | ۰/۴۴ | رد |

بر اساس نتایج بالا، در همه فرضیه‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد نمی‌توان نتیجه گرفت که میان نظرهای ناشران و سرمایه‌گذاران نهادی اختلاف معناداری وجود دارد.

آزمون فرضیه‌های مربوط به مضمون گزارش‌دهی دارندگان اطلاعات نهانی

نتایج آزمون این فرضیه‌ها در جدول ذیل آمده است:

جدول ۹. نتایج آزمون فرضیه‌های مربوط به مضمون گزارش‌دهی دارندگان اطلاعات نهانی

| فرضیه / فرضیه فرعی | آزمون | مقدار آماره | P-value | نتیجه آزمون فرضیه |
|--------------------|---------------|-------------|---------|-------------------|
| فرضیه ۲ | ویلکاکسون | ۱۳۷۲۷ | ۰/۹۸ | رد |
| فرضیه فرعی ۹ | t تک‌نمونه‌ای | -۵/۹۲ | ۱/۰۰ | رد |
| فرضیه فرعی ۱۰ | ویلکاکسون | ۵۷۴۸ | ۱/۰۰ | رد |
| فرضیه فرعی ۱۱ | t تک‌نمونه‌ای | -۱/۸۹ | ۰/۹۷ | رد |
| فرضیه فرعی ۱۲ | t تک‌نمونه‌ای | -۶/۵۷ | ۱/۰۰ | رد |

در خصوص مضمون «گزارش‌دهی دارندگان اطلاعات نهانی و سهام‌داران عمده»، بر اساس آزمون به‌عمل‌آمده، فرضیه ۲ رد می‌شود. از این رو، نمی‌توان تأیید کرد که قوانین و مقررات موجود در زمینه گزارش‌دهی معامله‌های دارندگان اطلاعات نهانی و سهام‌داران عمده رعایت و پیاده‌سازی می‌شوند. همچنین کلیه فرضیه‌های فرعی این مضمون رد شده است.

در ادامه وجود اختلاف میان پاسخ‌های دو گروه ناشران و سرمایه‌گذاران نهادی در سطح اطمینان ۹۵ درصد آزمایش شد که نتایج به شرح جدول ذیل است.

جدول ۱۰. نتایج آزمون وجود اختلاف در پاسخ‌های دو گروه

| فرضیه / فرضیه فرعی | آزمون | درجه آزادی | مقدار آماره | P-value | نتیجه آزمون فرضیه |
|--------------------|--------------|------------|-------------|---------|-------------------|
| فرضیه ۲ | من - ویتنی | - | ۲۶۶۲۸ | ۰/۵۰ | رد |
| فرضیه فرعی ۹ | t دونمونه‌ای | ۳۱۴ | ۲/۶۰ | ۰/۰۱ | تأیید |
| فرضیه فرعی ۱۰ | من - ویتنی | - | ۲۶۶۳۹ | ۰/۵۱ | رد |
| فرضیه فرعی ۱۱ | t دونمونه‌ای | ۳۱۱ | -۴/۲۱ | ۰/۰۰ | تأیید |
| فرضیه فرعی ۱۲ | t دونمونه‌ای | ۳۲۶ | -۱/۹۰ | ۰/۰۶ | رد |

بنابراین نظرهای دو گروه ناشران و سرمایه‌گذاران نهادی در فرضیه ۲ و نیز فرضیه‌های فرعی ۱۰ و ۱۲ تفاوت معناداری ندارند، به بیان دیگر هر دو گروه ناشران و سرمایه‌گذاران نهادی در رد فرضیه ۲ و فرضیه‌های فرعی ۱۰ و ۱۲ هم‌نظر هستند.

از طرف دیگر در فرضیه‌های فرعی ۹ و ۱۱ نظر ناشران و سرمایه‌گذاران نهادی تفاوتی معنادار دارد.

در این مرحله، آزمون فرضیه‌های مورد اختلاف دوباره در دستور کار قرار می‌گیرد، با این تفاوت که این بار هر یک

از دو گروه سرمایه‌گذاران نهادی و ناشران به‌طور جداگانه بررسی می‌شوند. بر اساس جدول‌های ذیل، ناشران فرضیه

فرعی ۱۱ را تأیید می‌کنند، حال آنکه سرمایه‌گذاران نظری متفاوت دارند. بنابراین ریشه اختلاف نظر سرمایه‌گذاران و ناشران در خصوص این فرضیه مشخص شد، به نحوی که ناشران برخلاف سرمایه‌گذاران معتقدند: دارندگان اطلاعات نهانی ظرف مهلت مقرر برای ارائه گزارش سهام‌داری اولیه اقدام می‌کنند.

نتیجه‌گیری بیان شده منطقی است، زیرا این اطلاعات فقط برای سازمان بورس ارسال می‌شوند و افشای عمومی ندارند. از این رو، به لحاظ نداشتن افشای عمومی، فقط خود ارسال‌کننده اطلاعات (ناشر) از آن باخبر است و دلیلی ندارد که سرمایه‌گذاران از آن مطلع باشند.

در مقابل در فرضیه فرعی ۹، هم ناشران و هم سرمایه‌گذاران معتقد به رد این فرضیه هستند، ولی علی‌رغم اینکه هر دو معتقد به رد فرضیه هستند، در ناحیه رد میان نظرهای ایشان تفاوت معناداری وجود دارد.

جدول ۱۱. نتایج آزمون فرضیه فرعی ۱۱ به تفکیک گروه

| نمونه آماری | آزمون | فرض صفر و مقابل | مقدار آماره | P-value | نتیجه |
|---------------|---------------|---|-------------|---------|----------|
| سرمایه‌گذاران | t تک‌نمونه‌ای | $\begin{cases} H_0: \mu \leq 3 \\ H_1: \mu > 3 \end{cases}$ | ۰/۶۰ | ۰/۲۷۴ | پذیرش H. |
| ناشران | t تک‌نمونه‌ای | $\begin{cases} H_0: \mu \leq 3 \\ H_1: \mu > 3 \end{cases}$ | ۷/۳۳ | ۰/۰۰ | رد H. |

جدول ۱۲. نتایج آزمون فرضیه فرعی ۹ به تفکیک گروه

| نمونه آماری | آزمون | فرض صفر و مقابل | مقدار آماره | P-value | نتیجه |
|---------------|---------------|---|-------------|---------|----------|
| سرمایه‌گذاران | t تک‌نمونه‌ای | $\begin{cases} H_0: \mu \leq 3 \\ H_1: \mu > 3 \end{cases}$ | -۰/۶۹ | ۰/۷۵ | پذیرش H. |
| ناشران | t تک‌نمونه‌ای | $\begin{cases} H_0: \mu \leq 3 \\ H_1: \mu > 3 \end{cases}$ | -۴/۸۴ | ۱/۰۰ | پذیرش H. |

یادآوری می‌شود که به دلیل نبود قوانین و مقررات در خصوص گزارش‌دهی معامله‌های مؤثر بر کنترل، فرضیه‌ای در خصوص این مضمون ساخته نشد، زیرا فرضیه‌های این پژوهش، میزان پیاده‌سازی قوانین و مقررات موجود را بررسی می‌کنند. در حالی که در خصوص این مضمون اساس قوانین و مقرراتی وجود ندارد، بنابراین طراحی آزمون فرض برای آن امکان‌پذیر نیست.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

ناشران اوراق بهادار نقش پررنگی در بازار سرمایه داشته و تضمین رفتار عادلانه و منصفانه ایشان با سهام‌داران، از راهکارهای نیل به هدف اساسی «حمایت از حقوق سهام‌داران» است.

در این پژوهش ابتدا به مقایسه چارچوب مقرراتی بازار سرمایه ایران و ایالات متحده در اصل «رفتار عادلانه و منصفانه با سهام‌داران» پرداخته شد. این اصل از سه بخش اصلی شامل «حقوق اساسی سهام‌داران»، «گزارش‌دهی معامله‌های مؤثر بر کنترل» و «گزارش‌دهی دارندگان اطلاعات نهانی» تشکیل شده است.

در بخش حقوق اساسی سهام‌داران، شباهت‌های فراوانی میان قوانین و مقررات دو کشور وجود دارد، به‌نحوی که وجود حق رأی مساوی، انتشار سهام ممتاز با حق رأی بیشتر (در ایران فقط برای شرکت‌های پذیرفته‌نشده در بورس)، اعطای وکالت برای شرکت در مجمع، انتشار آگهی دعوت به مجمع حداقل ده روز پیش از زمان جلسه، ارائه دستور جلسه پیش از مجمع، اطلاع‌رسانی مجمع به بورس، افشای سیاست تقسیم سود و تخصیص سود سهام به سهام‌داران در قوانین و مقررات هر دو کشور مشابه است.

در قسمت گزارش‌دهی معامله‌های مؤثر بر کنترل، در قوانین و مقررات ایران کمبود بزرگی دیده می‌شود. در قوانین و مقررات ایران، به‌دلیل نبود روش‌های متنوع ادغام و تملیک - نظیر آنچه در ایالات متحده وجود دارد - توجه به معامله‌های منتج به تغییر کنترل یا معامله‌های مؤثر بر جابه‌جایی کنترل بسیار پایین است و در این زمینه مقررات خاصی وجود ندارد. در قوانین و مقررات ایران الزامی برای گزارش‌دهی ذی‌نفعان نهایی وجود نداشته و این مسئله به تملک‌های خارج از رویه در بازارهای بورس و فرابورس و عدم اطلاع‌رسانی سیاست‌های تیم جدید مدیریتی شرکت منجر می‌شود که به تضییع حقوق سهام‌داران ختم شده است. شایان ذکر است، این اواخر تعداد تملک‌های انجام‌گرفته در بورس اوراق بهادار تهران به‌شکل درخور توجهی بالا رفته و با توجه به خلأ قانونی بیان‌شده، موجب ضرر و زیان سنگین سهام‌داران شده است. در مقابل در قوانین و مقررات ایالات متحده به‌طورمفصل به این مقوله پرداخته شده و مقررات زیادی در خصوص معامله‌ها به تغییر کنترل و همچنین اطلاع‌رسانی ذی‌نفعان نهایی و معامله‌های ایشان با هدف ردیابی احتمال تغییر کنترل شرکت وضع منجر شده است. بر این اساس، کلیه ذی‌نفعان نهایی که مالک مستقیم و غیرمستقیم پنج درصد سهام باشند، به ارائه گزارشی حاوی چگونگی و به‌ویژه انگیزه خرید سهم موظف هستند. همچنین این افراد به افشای فوری معامله‌های خود موظف هستند که این گزارش‌ها به‌صورت عمومی منتشر می‌شوند. در مجموع قانون‌گذار در ایالات متحده تلاش وافر برای حفاظت از سهام‌داران در برابر معامله‌های منجر به تغییر کنترل دارد.

در مضمون گزارش‌دهی دارندگان اطلاعات نهانی و سهام‌داران عمده در هر دو کشور برای افشای دارندگان اطلاعات نهانی و معامله‌های ایشان، چه از سوی ناشر و چه از سوی شخص دارنده اطلاعات نهانی، الزام‌هایی وجود دارد. البته دامنه و گستردگی افشای مورد درخواست در قوانین و مقررات ایالات متحده بیشتر بوده، به‌نحوی که در مقررات این کشور علاوه بر الزام گزارش‌دهی میزان سهام مدیران شرکت اصلی، میزان سهام مدیران شرکت‌های سرمایه‌پذیر و نیز شرکت مادر نیز باید گزارش‌دهی شود. در حالی که در ایران، این الزام فقط شامل مدیران شرکت اصلی می‌شود. همچنین در ایالات متحده، پنج مدیر اجرایی شرکت با بیشترین دریافتی نیز مشمول گزارش‌دهی ناشر می‌شوند، در حالی که در ایران، در میان مدیران اجرایی فقط مدیر عامل مشمول گزارش‌دهی از سوی ناشر می‌شوند. تفاوت عمده دیگر، در انتشار عمومی گزارش‌ها است. در ایالات متحده، این گزارش‌ها به‌صورت عمومی منتشر می‌شوند، ولی در ایران این‌گونه نبوده و

گزارش‌ها فقط برای اطلاع مقام ناظر ارسال می‌شوند. مهلت‌های زمانی برای اظهار و ارسال گزارش نیز به‌طور عموم در ایالات متحده کمتر از ایران است.

در بخش دوم پژوهش، میزان پیاده‌سازی قوانین و مقررات بحث‌شده در بخش نخست ارزیابی شد. بر اساس نتایج حاصل، به‌طور کلی قوانین و مقررات موجود در زمینه حقوق اساسی سهام‌داران توسط ناشران رعایت و پیاده‌سازی می‌شوند. در میان فرضیه‌های فرعی این مضمون فقط در خصوص پرداخت سود سهام مصوب مجامع، نمی‌توان رعایت آن را تأیید کرد و این تأیید نکردن از سوی هر دو گروه ناشران و سرمایه‌گذاران است.

در مضمون گزارش‌دهی دارندگان اطلاعات نهانی، وضعیت پیاده‌سازی قوانین و مقررات مناسب نیست، زیرا خود مضمون به‌همراه تمامی فرضیه‌های فرعی آن پذیرفته نشدند. به بیان دیگر بر اساس نتایج این پژوهش، نمی‌توان نتیجه گرفت که قوانین و مقررات موجود در زمینه گزارش‌دهی معامله‌های دارندگان اطلاعات نهانی شامل افشا و به‌روزرسانی میزان سهام‌داری مدیران، ارائه گزارش سهام‌داری و همچنین معامله‌های توسط دارندگان اطلاعات نهانی رعایت می‌شوند. البته در برخی فرضیه‌های این مضمون، میان نظرهای سرمایه‌گذاران و ناشران تفاوت‌هایی وجود داشت که عمده این تفاوت‌ها به موافقت بیشتر ناشران با فرضیه‌های نام‌برده معطوف است، اما در عمده فرضیه‌ها حتی ناشران نیز پیاده‌سازی قوانین و مقررات مربوطه را تأیید نکرده‌اند. در این حوزه، اندیشیدن و اجرای تمهیدهایی که به بهبود گزارش‌دهی دارندگان اطلاعات نهانی کمک کند، می‌تواند به ارتقای شفافیت بازار سرمایه و همچنین افزایش رقابت‌پذیری بازار یاری رساند.

همچنین به‌دلیل نبود قوانین و مقررات در حوزه گزارش‌دهی معامله‌های مؤثر بر کنترل، امکان تشکیل فرضیه و انجام آزمون وجود نداشت، زیرا فرضیه‌های طرح‌شده، میزان پیاده‌سازی قوانین و مقررات را می‌سنجند و در این مورد، به‌طور اساسی قوانین و مقرراتی وجود ندارد تا برای بررسی میزان پیاده‌سازی آن آزمون صورت گیرد.

منابع

باقری، محمود؛ قنبری، حمید (۱۳۸۹). مشکلات حقوقی ناشی از بین‌المللی شدن بازارهای سرمایه و جایگاه قوانین ملی، فصلنامه پژوهش حقوقی، ۱۲(۲۹)، ۶-۲۵.

بت‌شکن، محمدحاشم؛ رهبری خرازی، مهسا (۱۳۸۸). حاکمیت شرکتی: میزان رعایت حقوق سهام‌داران در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مطالعات حسابداری، ۲۲، ۱-۲۱.

بولو، قاسم (۱۳۸۵). نظام راهبری شرکت و تأثیر آن بر کیفیت سود. ماهنامه بورس، ۸، ۲۵-۳۸.

پاسبان، محمدرضا؛ بدیع صنایع اصفهانی، امین (۱۳۹۷). بررسی تطبیقی زمان ایفای تعهدها و تسویه معامله‌های بورسی در اصول و استانداردهای سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار و نظام حقوقی ایران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱۱(۴۱)،

تقی پور، بهرام؛ عباسی سرمدی، مهدی؛ عابدینی، حسین (۱۳۹۷). حقوق اقلیت در شرکتهای سهامی عام بر مبنای نظام اداره شرکتهای، مطالعه تطبیقی در حقوق ایران و آمریکا. *دوفصلنامه علمی - پژوهشی پژوهشنامه حقوق اسلامی*، ۱۹(۴۸)، ۳۶۹-۳۹۶.

کمیجانی، اکبر؛ احمدی، حبیب (۱۳۹۱). تحلیل و بررسی نقش حمایت از حقوق سهامداران در گسترش بازار سهام. *پژوهش و مطالعات اقتصادی کاربردی در ایران*، ۱، ۴۱-۶۲.

نقی نتاج، غلامحسین؛ مؤمنزاده، مهدی؛ مؤمنزاده، محمدهادی (۱۳۹۷). توسعه و توانمندسازی بازار سرمایه در راستای تحقق اهداف اقتصاد مقاومتی (با تأکید بر حمایت و صیانت از حقوق سهامداران خرد)، *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۳۹، ۳۹-۷۵-۹۲.

References

- Badavar Nahandi, Y., & Ahmadlou, H. (2016). Studying the relationship between corporate governance mechanisms and the reported profits. *Journal of Accounting and Auditing*, 8(31), 50-67. (in Persian)
- Bagheri, M. & Ghanbari, H. (2010). Legal problems arising from the internationalization of capital markets and the status of national laws. *Quarterly Journal of Law*, 12(29), 6-25. (in Persian)
- Baker, H. K., & Anderson, R. (2010). *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research and Practice*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Bavaloo, G. (2006). Corporate governance and its impact on the quality of profit. *Journal of Stock, Exchange*, 8, 25-38. (in Persian)
- Bencivenga, V.R., & Smith, B. D. (1991). Financial Intermediation and Endogenous Growth. *Review of Economic Studies*, 58(2), 55-81.
- Botshekan, H. & Rahbari Kharazi, M. (2009). Corporate Governance: Compliance with shareholders' rights in listed companies of Tehran Stock Exchange. *Quarterly Journal of Accounting Studies*, 22, 1-21 (in Persian)
- Chiang, H. (2005). An Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance. *Journal of American Academy of Business*, 6(1), 178-211.
- Franks, J., Volpin, P., & Wagner, H. F. (2012). The Life Cycle of Family Ownership. *Review of Financial Studies*, 25(6), 1675-1712.
- Hashi, I. (2003). *The Legal Framework for Effective Corporate Governance: Comparative Analysis of Provisions on Selected Transition Economies*. Staffordshire University Business School Press.
- International Organization of Securities Commissions (2003). *Objectives and Principles of Securities Regulation*.
- International Organization of Securities Commissions (2017). *Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO objectives and Principles of Securities Regulation*.

- Jensen, M. C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 6(3), 191-222.
- Komejani, A. & Ahmadi, H. (2012). Analyzing the role of protecting shareholders' rights in the expansion of the stock market, *Applied Economic Research and Studies in Iran*, 1, 41-62. (in Persian)
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999). Investor protection: Origins, Consequences, Reform, *NBER Working Paper No.7428*.
- Monetary and Capital Markets Department of International Monetary Fund (2015). *Detailed Assessment of Implementation of IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, March 2015.
- Naghi Nattaj, G., Momenzadeh, M., & Momenzadeh, M. (2018). Development and empowerment of the capital market in pursuit of the objectives of the resistive economy (with emphasis on protecting the rights of shareholders). *Accounting and Audit Research*, 39, 75-92. (in Persian)
- OECD. (2004) Principles of Corporate Governance. Paris: OECD, Available at www.oecd.org/dataoecd/32/18/3155724.pdf
- Pasban, M., & Badie Sanaye Esfahani, A. (2018). A Comparative Study of the Time of Clearance and Settlement of Exchange Trading in the Principles and Standards of the IOSCO and the Legal System of Iran. *Journal of Stock Exchange*, 11(41), 26-67. (in Persian)
- Ševčík, P. (2012). Financial Contracts and the Political Economy of Investor Protection. *America Economic Journal*, 4(4), 163-197.
- Taghipour, B., Abbasi Sarmadi, M., & Abedini, H. (2018). Minority rights in public corporations based on corporate governance, a comparative study of Iranian-American law. *Islamic Law Research Journal*, 19(48), 369-396. (in Persian)
- Zariffard, A., & Mehrjoo, H. (2004). Studying stock pricing performance at the initial public offering of Tehran stock exchange. *Emperical Studies of Financial Accounting*, 2(8), 1-28. (in Persian)