

Formulation of a Minority Shareholder Protection Model Based on Global Indices Using a Grounded Theory Approach¹

Soraya Yari², Mir Feiz Fallah Shams³, Hamid Reza Vakili Fard⁴, Gholamreza Zomorrodian⁵

Received: 15 September 2025 Revised: 27 January 2026
Accepted: 01 February 2026 Published Online: 10 March 2026

Research Paper

Highlights

- The global index for minority shareholder protection has been developed by the World Bank.
- Iran's ranking in the latest published World Bank report is below the global average.
- The global index is based on two main pillars: "Conflict of Interest Requirements" and "Shareholder Governance Requirements," which have been identified as causal factors in the model.
- The two main pillars of the global index encompass components such as disclosure and approval, extent of director liability, ease of shareholder suits, shareholder rights, ownership and control, and corporate transparency.
- The developed model, utilizing World Bank indicators as a reference, seeks to establish an effective link between global principles and the institutional and structural conditions of Iran's capital market.
- The results of this model not only fill theoretical and methodological gaps but also provide a valid foundation for optimizing minority shareholder protection mechanisms in Iran's capital market.

Abstract

The capital market, as a fundamental pillar of the financial system, plays a central role in resource mobilization and optimal capital allocation; however, minority shareholders are persistently vulnerable to risks stemming from information asymmetry, conflicts of interest, and inadequate regulatory mechanisms. The capital market crisis of August 2020 in Iran exemplified structural deficiencies in investor protection policies, which inflicted severe financial losses on millions of retail investors, eroded public trust, and amplified systemic risk within the national economy. The World Bank report indicates that Iran's ranking on the Minority Investor Protection Index remains below the global average, highlighting the need for a context-sensitive framework. This study aims to develop a comprehensive model aligned with Iran's capital market conditions, employing a qualitative approach based on Grounded Theory. World Bank indicators were adopted as the reference framework, and data were collected through semi-structured interviews with 20 capital market experts via snowball sampling until theoretical saturation was achieved. Data analysis was conducted through open, axial, and selective coding using MAXQDA software. The core category of minority shareholder protection was identified as the central phenomenon around which all other categories were systematically organized. The final conceptual framework, comprising 39 components across 6 dimensions, was validated and refined by an external expert panel to ensure theoretical rigor and practical applicability. By presenting a multidimensional framework, this study provides a roadmap for policymakers and capital market regulators, with the potential to enhance public confidence, improve market efficiency, and strengthen Iran's standing in global investor protection indices.

Keywords: Iran's Capital Market, Minority Shareholder Protection, World Bank Indicators, Grounded Theory Methodology.

JEL Classification: C15, G34, G32, O53.

1. doi: [10.22034/JSE.2026.12609.2387](https://doi.org/10.22034/JSE.2026.12609.2387)

2. Ph.D. Student, Department of Financial Management, CTC, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (soraya.yari@iau.ac.ir).

3. Associate Professor, Department of Financial Management, CTC, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (Corresponding Author). (Mirfeiz.Fallah@iau.ac.ir).

4. Professor, Department of Accounting, Science and Research Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (hamidrezavakilifard@iau.ac.ir)

5. Associate Professor, Department of Financial Management, CTC, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (gho.zomorrodian@iau.ac.ir).



Copyright © 2026 The Authors. Published by Securities and Exchange Organization.

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0

International license (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>). Non-commercial uses of the work are permitted, provided the original work is properly cited.

Cite This Article: Yari, Soraya; Fallah Shams, Mir Feiz; Vakili Fard, Hamid Reza; Zomorrodian, Gholamreza; (2026). Formulation of a Minority Shareholder Protection Model Based on Global Indices Using a Grounded Theory Approach. *Quarterly Journal of Securities Exchange*, 19 (74), 171-214.

<http://10.22034/JSE.2026.12609.2387>

Homepage: <https://journal.seo.ir>

Introduction

Protection of minority shareholders constitutes a fundamental component in enhancing capital market efficiency and strengthening public trust. With the expansion of corporate public ownership, this group of investors faces numerous risks due to information asymmetry, conflicts of interest, and weaknesses in regulatory mechanisms. Given Iran's low ranking in the global minority investor protection index, this research aims to develop an integrated and comprehensive model for minority shareholder protection in Iran's capital market based on international indicators.

The World Bank's Ease of Doing Business Report 2020 revealed that Iran ranked 127th out of 190 countries in the minority shareholder protection index with a score of 40 out of 100, indicating weak performance compared to the average of developed countries. Iran's poorest performance was in the "ease of shareholder litigation" dimension, and it received below-average scores in other indicators as well. Improving this situation not only contributes to better protection of minority shareholders but also provides grounds for attracting foreign investment, increasing public trust in financial markets, and achieving sustainable economic growth.

Methodology

This research employed a qualitative approach based on grounded theory using the Strauss and Corbin method. The initial conceptual framework was grounded in World Bank indicators to ensure alignment with global requirements and standards while addressing the characteristics and necessities of Iran's capital market.

Research data were collected through in-depth semi-structured interviews with 20 experts and specialists in the capital market domain. Participants included supervisory institution managers, financial institution managers, listed company managers, certified public accountants and corporate executives, and university faculty members in finance and accounting active in the capital market. The selection of these groups aimed to achieve maximum theoretical diversity and cover different dimensions of policy-making, regulatory, executive, and professional aspects of minority shareholder protection.

Interview data were collected using snowball sampling until theoretical saturation was achieved. Model components were extracted through open, axial, and selective coding using MAXQDA software.

Findings

Following the interviews, data were analyzed. In the open coding stage, 203 initial codes were identified, and in the axial coding stage, 114 codes

were extracted. The 114 axial codes comprised 2 categories for core conditions, 22 categories for causal conditions, 9 categories for contextual conditions, 32 categories for intervening conditions, 33 categories for strategies, and 16 categories for consequences related to the main research phenomenon.

In the selective coding stage, the core category of "minority shareholder protection" was selected as the central nucleus of the model, and other categories were systematically organized in relation to it. Ultimately, the research conceptual model was formulated comprising 39 components across 6 dimensions.

Results

The dimensions of the conceptual model for minority shareholder protection are as follows:

- 1) Core Category: Minority shareholder protection was identified as the central phenomenon providing an integrated framework for connecting all components. In essence, minority shareholder protection was identified as the main umbrella encompassing all components.
- 2) Causal Factors: Causal factors generate and shape the central phenomenon, influencing the main category. Causal factors are based on two main axes of the global minority shareholder protection index: a) Conflict of interest-based requirements, including three components: disclosure and approval index, extent of director liability index, and ease of shareholder litigation index. b) Shareholder governance-based requirements, including three components: shareholder rights index, ownership and control index, and corporate transparency index.

The sub-indices are defined as follows:

Disclosure and Approval Index: Evaluates the extent of legal requirements and internal corporate transparency regarding disclosure of related-party transactions, particularly transactions with conflicts of interest.

Extent of Director Liability Index: Evaluates the scope of director liability and measures their legal accountability for damaging decisions, conflicting interest transactions, and managerial violations, as well as the possibility of claiming damages by minority shareholders.

Ease of Shareholder Litigation Index: Evaluates minority shareholders' ability to file lawsuits against violating directors, access internal company documents, and benefit from judicial protection.

Shareholder Rights Index: Evaluates the scope of shareholders' legal rights to vote and participate in major corporate decision-making and monitor management performance.

Ownership and Control Index: Evaluates legal instruments to prevent excessive concentration of power among major shareholders and create balance in the company's decision-making and control structure.

Corporate Transparency Index: Evaluates the quality and extent of disclosed information, public access to accurate, timely, and reliable information regarding ownership structure, financial reports, and key company activities.

- 3) Contextual Factors: These factors relate to the macro-economic and social environment in which protective strategies are implemented. These factors include economic policies in financial, monetary, and foreign exchange domains, the legal and regulatory structure of the capital market, international developments and sanctions, low levels of financial literacy, and different decision-making patterns.
- 4) Intervening Factors: These factors negatively impact minority shareholder protection strategies and include lack of stability in macro-economic policies, weak corporate governance requirements, lack of stock exchange independence from government, government ownership structure in the form of listed companies, command economy and government interventions, inefficient judicial structure in handling shareholder litigation, weaknesses in technical, operational, and information infrastructure of the market, weak supervision by capital market regulatory institutions, weak financial reporting and auditing, and lack of efficiency in announced capital market indices.
- 5) Strategies: Implementation strategies are formulated based on analysis of causal, contextual, and intervening conditions and include effective government intervention in the capital market, stability in fundamental and macro-economic variables, strengthening legal requirements of corporate governance structure, strengthening specialized judicial institutions for the capital market, strengthening structure and independence of market mechanism regulatory institutions, developing and improving technical and operational structure, developing and improving information structure, improving financial reporting and auditing quality, increasing diversity and efficiency of innovative financial instruments, educating and empowering minority shareholders, and establishing associations of individual shareholder forums.
- 6) Consequences: Consequences represent the results and effects of implementing these strategies. Implementation of this model leads to enhancing the capital market's position, promoting transparency and developing accountability culture, improving efficiency, advancing financial equity, restoring public trust, creating an enabling environment for attracting foreign investors, and

improving Iran's ranking in international indices. Implementation requires coordination among institutions. The model possesses the necessary flexibility to adapt to changing economic conditions and can serve as a reference framework for policymakers and researchers.

The developed model demonstrates that minority shareholder protection is a function of causal, contextual, intervening, strategic factors, and consequences. In fact, results indicate that the interaction of these factors plays a significant role in realizing protective strategies and achieving the model's expected outcomes.

Conclusion

The presented multidimensional and integrated model provides a practical and operational framework for policymakers, market regulators, and supervisory institutions and can serve as an effective guide for improving minority shareholder protection. The results of this model not only fill theoretical and methodological gaps but also provide a valid foundation for optimizing minority shareholder protection mechanisms in Iran's capital market.

Results indicate that effective protection of minority shareholders cannot be limited to minor legal amendments but requires systematic redesign of policies and processes to enhance transparency, accountability, and strengthen justice-oriented mechanisms. Effective implementation of these solutions requires a comprehensive, systematic, and coordinated approach among policymakers, financial institutions, legislators, and market participants, including legislative, executive, and judicial branches, regulatory institutions, companies active in the capital market, and shareholders themselves.

Achieving this multilayered cooperation and implementing combined legal, institutional, economic, cultural, and technical reforms with a medium-term perspective will lead to increased public trust, enhanced market efficiency, and the return of minority investors to the capital market.

From a theoretical perspective, this research provides a comprehensive framework for minority shareholder protection, and from a practical standpoint, it proposes applicable solutions to prevent the recurrence of crises such as the August 2020 crisis. These achievements will not only contribute to sustainable capital market development and strengthen its role in the country's economic development but also provide grounds for improving Iran's position in global minority investor protection indices.

Ethical considerations

The authors have observed the principles of ethics in conducting and publishing this scientific research, and this is confirmed by all of them.

Authors' Contribution

The authors' contribution to the article extracted from the thesis is approximately as follows:

First author: Preparation and preparation of samples, conducting experiments and collecting data, performing calculations, statistical analysis of data, analysis and interpretation of information and results, preparing a draft of the article;

Other Authors: overseeing the research process, reviewing and finalizing the manuscript.

Conflict of Interest

According to the authors' declaration, this article has no conflict of interest.

Sponsor

This research didn't receive any specific grant from funding agencies in the public commercial, or not-for-profit sectors.

Declaration of Generative AI and AI-assisted technologies in the writing process

During the preparation of this work the authors used ChatGPT in order to review and edit the manuscript. After using this tool/service, the authors reviewed and edited the content as needed and take full responsibility for the content of the publication.

Acknowledgements

The authors would like to thank and appreciate anonymous referees for their constructive comments.



سازمان بورس و اوراق بهادار، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال نوزدهم، شماره ۷۴، تابستان ۱۴۰۵، صص ۲۱۴-۱۷۱

تدوین مدل حمایت از سهامداران خرد مبتنی بر شاخص های جهانی و با رویکرد داده بنیاد^۱

ثریا یاری^۲، میر فیض فلاح شمس^۳، حمید رضا وکیلی فرد^۴، غلامرضا زمردیان^۵

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۶/۲۴ تاریخ بازنگری: ۱۴۰۴/۱۱/۰۷
تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۱۱/۱۲ تاریخ انتشار: ۱۴۰۴/۱۲/۱۹

مقاله پژوهشی

تکات برجسته

- شاخص جهانی حمایت از سهامداران خرد توسط بانک جهانی ارائه شده است.
- رتبه ایران در آخرین گزارش منتشره بانک جهانی پایین تر از میانگین جهانی است.
- شاخص جهانی بر اساس دو محور اصلی «الزامات مبتنی بر تضاد منافع» و «الزامات مبتنی بر حاکمیت سهامداران» استوار است که در مدل تدوین شده در قالب عوامل علی شناسایی شده است.
- دو محور اصلی شاخص جهانی در برگیرنده مؤلفه هایی همچون افشاء و تایید، حدود مسئولیت مدیران، سهولت طرح دعاوی سهامداران، حقوق سهامداران، مالکیت و کنترل، و شفافیت شرکتی است.
- مدل تدوین شده با بهره گیری از شاخص های بانک جهانی به عنوان مرجع، در پی ایجاد پیوندی مؤثر میان اصول جهانی و شرایط نهادی و ساختاری بازار سرمایه ایران است.
- نتایج این مدل نه تنها خلأهای نظری و روش شناختی را پر می کند بلکه مبنایی معتبر برای بهینه سازی مکانیسم های حمایت از سهامداران خرد در بازار سرمایه ایران فراهم می آورد.

چکیده

بازار سرمایه به عنوان رکن اصلی نظام مالی، نقش محوری در تجهیز منابع و تخصیص بهینه سرمایه ایفا می کند و لیسهماداران خرد همواره در معرض ریسک های ناشی از نابرابری اطلاعاتی، تضاد منافع و ناکارآمدی سازوکارهای نظارتی قرار دارند. بحران بازار سرمایه در مردادماه ۱۳۹۹، نمونه ای عینی از پیامدهای ضعف ساختاری در سیاست های حمایتی بود که افزون بر زیان های مالی سنگین برای میلیون ها سهامدار خرد، به فرسایش اعتماد عمومی و افزایش ریسک سیستماتیک در اقتصاد ملی انجامید. گزارش بانک جهانی نیز بیانگر آن است که رتبه ایران در شاخص جهانی حمایت از سهامداران خرد، پایین تر از میانگین جهانی قرار دارد. این پژوهش با هدف تدوین مدلی جامع و منطبق بر شرایط بازار سرمایه ایران، با رویکرد کیفی و روش داده بنیاد انجام شده است. شاخص های بانک جهانی به عنوان چارچوب مرجع در نظر گرفته شد. داده ها از طریق مصاحبه نیمه ساختاریافته با ۲۰ نفر از خبرگان، به روش نمونه گیری گلوله برفی گردآوری و تارسیلن به اشیاع نظری ادامه یافت. تحلیل داده ها با کدگذاری باز، محوری و انتخابی در نرم افزار MAXQDA صورت گرفت و مقوله «حمایت از سهامداران خرد» به عنوان هسته مرکزی مدل انتخاب شد. مدل نهایی شامل ۳۹ مؤلفه در ۶ بعد است و پس از تدوین، توسط خبرگان خارج از گروه مصاحبه شوندگان پالایش و تأیید شد. این پژوهش با ارائه چارچوبی چندبعدی، مسیر روشنی برای سیاست گذاران و تنظیم گران بازار سرمایه فراهم می آورد و می تواند به افزایش اعتماد عمومی و بهبود جایگاه ایران در شاخص های جهانی منجر شود.

واژه های کلیدی: حمایت از سهامداران خرد، شاخص های بانک جهانی، بازار سرمایه ایران، روش داده بنیاد.
طبقه بندی موضوعی: O53، G32، G34، C15

10.22034/JSE.2026.12609.2387 :doi .۱

۲. دانشجوی دکتری، گروه مدیریت مالی، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (soraya.yari@iau.ac.ir).
۳. دانشیار، گروه مدیریت مالی، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول). (Mirfeiz.Fallah@iau.ac.ir).
۴. استاد، گروه حسابداری، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (hamidrezavakilifard@iau.ac.ir).
۵. دانشیار، گروه مدیریت مالی، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (gho.zomorodian@iau.ac.ir).

حق انتشار این مستند متعلق به نویسندگان آن است. © ۱۴۰۵. ناشر این مقاله، سازمان بورس و اوراق بهادار است.

این مقاله تحت گواهی زیر منتشر شده و هر نوع استفاده غیرتجاری از آن مشروط بر استناد صحیح به مقاله و با رعایت شرایط مندرج در آدرس زیر مجاز است.



Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license
(https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)

استناد: یاری، ثریا؛ فلاح شمس، میر فیض؛ وکیلی فرد، حمید رضا؛ زمردیان، غلامرضا (۱۴۰۵). تدوین مدل حمایت از سهامداران خرد مبتنی بر شاخص های جهانی و با رویکرد داده بنیاد. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*. ۱۹ (۷۴)، ۲۱۴-۱۷۱.

https://10.22034/JSE.2026.12609.2387

Homepage: <https://journal.seo.ir>

مقدمه

بازار سرمایه به‌عنوان یکی از ارکان اصلی نظام مالی، نقش مهمی در تجهیز منابع، تخصیص بهینه سرمایه و ارتقای شفافیت اقتصادی ایفا می‌کند. در این میان سهام‌داران خرد به‌عنوان بخش بزرگی از مشارکت‌کنندگان در این بازار، همواره در معرض ریسک‌های متعدد ناشی از نابرابری اطلاعاتی، تضاد منافع و ناکارآمدی ابزارهای نظارتی قرار دارند. به‌عنوان مثال بحران سال ۱۳۹۹ در بازار سرمایه ایران که منجر به زیان‌های سنگین میلیون‌ها سهام‌دار خرد شد، مصداق بارز ناکارایی در حمایت مؤثر است. این بحران نه‌تنها موجب ازبین‌رفتن سرمایه‌های مالی شد بلکه باعث ایجاد شکاف عمیق در اعتماد عمومی به نهادهای ناظر، نهادهای مالی و سیاست‌گذاران شد. بحران یادشده اهمیت شناسایی ریشه‌ای ضعف‌های ساختاری و عوامل بازدارنده در سیاست‌ها و قوانین حمایتی را بیش‌ازپیش نمایان ساخت.

حمایت از این قشر از سهام‌داران بسیار دارای اهمیت است تا جائیکه بانک جهانی آن را به‌عنوان یکی از شاخص‌های کلیدی ارزیابی محیط کسب و کار کشورها مدنظر قرار داده و سازمان‌های بین‌المللی مانند سازمان همکاری و توسعه اقتصادی^۱ (OECD) و G20 اصول جامعی برای تقویت آن تدوین کرده‌اند.

شاخص‌های حمایت از سهام‌داران خرد که توسط نهادهایی همچون بانک جهانی^۲ و (OECD) تدوین شده‌اند، چارچوب مناسبی برای حمایت از این قشر فراهم می‌کند. شاخص جهانی حمایت از سهامداران خرد با تمرکز بر مؤلفه‌هایی همچون تضاد منافع و حاکمیت سهام‌داران امکان شناسایی عوامل زیربنایی مؤثر بر عملکرد سیستم‌های حمایتی را فراهم می‌کند. گزارش بانک جهانی در سال ۲۰۲۰ نشان می‌دهد که ایران در شاخص‌های جهانی حمایت از سهامداران خرد در جایگاهی پایین‌تر از میانگین جهانی قرار دارد که این امر ضرورت بررسی دقیق عوامل منجر به این وضعیت را آشکار می‌سازد.

مروری بر ادبیات پژوهش در حوزه حمایت از سهام‌داران خرد نشان می‌دهد که تاکنون مطالعات چشمگیری انجام شده است ولی با وجود تنوع و گستردگی مطالعات انجام‌شده، شکاف‌های پژوهشی نمایان است که نشان‌دهنده عدم کفایت پژوهش‌های صورت‌گرفته است.

1. Organization for Economic Co-operation and Development

2. World Bank. (2020). Doing Business 2020: Comparing Business Regulation in 190 Economies. Washington, DC: World Bank Group.
<https://www.doingbusiness.org/en/data/exploretopics/protecting-minority-investors>

اهمیت پژوهش حاضر از چند بعد قابل تبیین است:

- عدم وجود مدل جامع و یکپارچه: اگرچه مطالعات متنوعی در این حوزه انجام شده است، اما تاکنون «یک مدل ترکیبی که کل پدیده را از زاویه مؤلفه‌های شاخص بانک جهانی مورد بررسی قرار دهد، وجود ندارد.» مطالعات موجود بیشتر به بررسی جنبه‌های از این مفهوم پرداخته و از نگاه کل‌نگر و سیستمی برخوردار نیستند.
- محدودیت در کاربرد جامع شاخص‌های جهانی: اگرچه شاخص‌های بانک جهانی در برخی از مطالعات مورد استفاده قرار گرفته‌اند، اما مدل جامعی که مؤلفه‌های این شاخص‌ها را در قالب چارچوب نظری منسجم تحلیل کند، ارائه نشده است. مطالعات کمی موجود نظیر (ندری و حسینی، ۱۳۹۴) و (حسینی، ۱۳۹۲) تنها به بررسی روابط آماری پرداخته‌اند و به تحلیل عمیق ساختاری این شاخص‌ها نپرداختند. مطالعات موضوعی و کاربردی مانند پژوهش‌های خاکپور و همکاران (۱۴۰۱) و فقیه و فخاری (۱۴۰۱) که به ابعاد خاصی پرداختند اما فاقد مدل جامع یکپارچه بودند.
- ضعف در پیوند میان نظریه و عمل: بسیاری از مطالعات یا کاملاً نظری بوده و فاقد ارتباط مستقیم با واقعیات عملی بازارهای سرمایه هستند یا تنها بر جنبه‌های کاربردی تمرکز داشته و پایه نظری محکمی ندارند. حتی مطالعات کیفی موجود نظیر (تقی نتاج و مؤمن‌زاده، ۱۳۹۷) و (حسینی و شفیع‌زاده، ۱۳۹۸) اگرچه از روش داده‌بنیاد استفاده کرده‌اند اما به تلفیق شاخص‌های بین‌المللی با مقتضات بازار سرمایه ایران نپرداخته‌اند.
- کمبود رویکرد منطبق با شرایط ایران: اکثر مطالعات داخلی یا بر اساس الگوهای خارجی صورت گرفته‌اند یا به تحلیل آماری داده‌های موجود اکتفا کرده‌اند. همان‌طور که (عنایت، ۱۴۰۰) و (فرمان‌آرا و همکاران، ۱۳۹۸) و (طالبی و همکاران، ۱۴۰۲) به چالش‌های ساختاری خاص بازار سرمایه ایران اشاره کرده‌اند بنابراین نیاز به توسعه مدل‌هایی که این خصوصیات را در نظر بگیرد، محسوس است.
- عدم استفاده بهینه از روش‌های کیفی پیشرفته در تلفیق شاخص‌ها: اگرچه برخی مطالعات از روش داده‌بنیاد استفاده کرده‌اند، اما کاربرد این روش در تلفیق شاخص‌های بین‌المللی با تجارب بازار سرمایه ایران و تدوین مدل جامع هنوز به صورت کامل محقق نشده است. این در حالی است که تجربه مطالعات محدودی نظیر (تقی نتاج و مؤمن‌زاده، ۱۳۹۷)

نشان‌دهنده پتانسیل بالای این روش در حوزه بازارهای مالی است. رویکرد این پژوهش کیفی و با استفاده از روش داده‌بنیاد^۱ انجام شده است.

در این پژوهش شاخص‌های بانک جهانی به‌عنوان چارچوب مرجع در نظر گرفته شده و داده‌ها از طریق مصاحبه نیمه‌ساختاریافته با ۲۰ نفر از خبرگان و صاحب‌نظران حوزه بازار سرمایه گردآوری و نمونه‌گیری به روش گلوله‌برفی انجام شد و تا رسیدن به اشباع نظری ادامه یافت. جامعه آماری از خبرگان و صاحب‌نظران فعال در بازار سرمایه برای مصاحبه انتخاب شده‌اند. تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از کدگذاری باز، محوری و انتخابی در نرم‌افزار MAXQDA صورت پذیرفته است.

در کدگذاری باز، داده‌ها به مفاهیم و مقوله‌ها تجزیه شدند. در کدگذاری محوری، مقوله‌های اصلی با یکدیگر مرتبط شدند و شرایط علی، مداخله‌گر، زمینه‌ای، راهبردها و پیامدها شناسایی شدند. در کدگذاری انتخابی، مقوله محوری «حمایت از حقوق سهام‌داران خرد» به‌عنوان کانون مدل انتخاب شد و سایر مقوله‌ها حول آن سازمان‌دهی شدند. مدل اولیه پس از تدوین، توسط خبرگان خارج از گروه مصاحبه‌شوندگان پالایش و تأیید شد.

این پژوهش ضمن ضرورت توجه به ویژگی‌های بازار سرمایه ایران همسو با شاخص‌های جهانی، مسیر روشنی برای سیاست‌گذاران و تنظیم‌گران بازار سرمایه فراهم می‌آورد. نتایج نشان می‌دهد که بهبود حمایت از سهام‌داران خرد نیازمند تقویت همزمان تمامی ابعاد مدل است. مطالعات آتی می‌تواند بر پیاده‌سازی عملی مدل و سنجش تأثیر آن بر عملکرد بازار سرمایه متمرکز شود.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

این پژوهش بر پایه تلفیق چارچوب‌های جهانی شاخص‌های حمایت از سهام‌داران خرد، نظریه نمایندگی و حاکمیت شرکتی و سایر نظریه‌های تکمیلی استوار است که عبارتند از:

(۱) شاخص‌های جهانی بانک مرکزی: چارچوب‌های بین‌المللی مانند شاخص حمایت از سهامداران خرد در تدوین مدل حمایت از سهامداران خرد اهمیت زیادی دارند. بانک جهانی در قالب پروژه^۲ "Doing Business" و مطالعات جامع حاکمیت شرکتی، چارچوب منسجم و

1. Grounded Theory

2. World Bank. (2020). Doing Business 2020: Comparing Business Regulation in 190 Economies. Washington, DC: World Bank Group.
<https://www.doingbusiness.org/en/data/exploretopics/protecting-minority-investors>

جامعی برای سنجش میزان حمایت از سرمایه‌گذاران و سهامداران خرد ارائه کرده است. این چارچوب که بر مبنای تجربیات بهترین بازارهای سرمایه جهان تدوین شده، شامل ابعاد مختلفی از حمایت از حقوق سهامداران است که امکان مقایسه بین‌المللی و ارزیابی عملکرد کشورها را فراهم می‌کند. این شاخص‌ها معیارهایی برای سنجش حمایت از سهامداران خرد در سطح جهانی فراهم می‌کنند که بر اساس اصول شفافیت، پاسخگویی و عدالت طراحی شده‌اند.

۲) نظریه نمایندگی^۱: نظریه نمایندگی که توسط (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶) مطرح شد به تضادمنافع میان مدیران (نمایندگان) و سهامداران اشاره دارد. این نظریه بر این اساس استوار است که مدیران بعنوان نماینده سهامداران، همواره در جهت حداکثرسازی منافع سهامداران عمل نمی‌کنند و ممکن است اولویت‌های شخصی را بر منافع شرکت ترجیح دهند. همچنین توضیح می‌دهد که چگونه عدم تقارن اطلاعاتی و تفاوت در اهداف می‌تواند به بروز هزینه‌های نمایندگی منجر شود. در بازارهای سرمایه ایران، این تضاد منافع، برای سهامداران خرد حادث است زیرا آنان دسترسی به اطلاعات و قدرت چانه‌زنی کمتری نسبت به سهامداران عمده دارند.

۳) حاکمیت شرکتی: یکی از ارکان بنیادین سیستم‌های مالی است که راهکارهای عملی و مکانیسم‌های حمایتی را ارائه می‌دهد و به‌طور مستقیم بر عملکرد بازارهای سرمایه، شفافیت اطلاعات و حمایت از سهامداران خرد تأثیر می‌گذارد. در دنیای امروز، حاکمیت شرکتی به عنوان یک اصل اساسی در بازارهای مالی مطرح شده است که در آن تمامی ذینفعان، به‌ویژه سهامداران خرد، باید از حقوق و فرصت‌های برابر برخوردار باشند.

یکی از مهم‌ترین اسناد در حوزه حاکمیت شرکتی، اصول G20/OECD^۲ حاکمیت شرکتی است که در سال ۲۰۱۵ توسط سازمان همکاری و توسعه اقتصادی^۳ (OECD) منتشر شد. این اصول به‌طور خاص برای ارتقای شفافیت، پاسخ‌گویی و حمایت از حقوق سهامداران طراحی شده است. این اصول چارچوب‌های حقوقی و نهادی را برای حمایت از سهامداران و به‌ویژه سهامداران خرد طراحی کرده است. افشای به‌موقع اطلاعات و مدیریت تعارض منافع از جمله مؤلفه‌های کلیدی این اصول هستند.

1. Agency Theory

۳. اصولی است که در چارچوب همکاری‌های بین‌المللی در گروه (G20) گروه ۲۰ کشور بزرگ اقتصادی جهان و سازمان همکاری و توسعه اقتصادی (OECD) برای تقویت حکمرانی اقتصادی، نظارت بر بازارها، شفافیت مالی و مبارزه با فساد در سطح جهانی تدوین شده است.

3. Organization for Economic Co-operation and Development

از دیگر منابع مهم در حاکمیت شرکتی، چارچوب حاکمیت شرکتی برای سرمایه‌گذاران نهادی است که توسط سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های بورس و اوراق بهادار^۱ (IOSCO) در سال ۲۰۱۸ منتشر شد. (IOSCO) چارچوب حاکمیت شرکتی برای سرمایه‌گذاران نهادی ارائه داده است که بر شفافیت و پاسخ‌گویی تأکید دارد. برپایه این چارچوب سرمایه‌گذاران نهادی باید نقش فعالی در نظارت بر عملکرد شرکت‌ها ایفا کنند و از حقوق سهامداران خرد محافظت کنند.

در بازارهای نوظهور مانند ایران، پیاده‌سازی اصول جهانی حاکمیت شرکتی با چالش‌هایی مانند تمرکز مالکیت و ضعف در اجرای قوانین روبرو است. بومی‌سازی استانداردهای جهانی و انطباق آن‌ها با ساختار نهادی خاص کشورها برای بهبود وضعیت حاکمیت شرکتی ضروری است.

۴) نظریه اعتماد^۲: این نظریه بر اهمیت اعتماد بین ذینفعان مختلف در بازار سرمایه تأکید دارد. در زمینه حمایت از سهامداران خرد، اعتماد به نهادهای نظارتی و مدیران شرکت‌ها نقش اساسی در جذب و حفظ سرمایه‌گذاری‌ها دارد. سهامداران خرد بدون اعتماد به سیستم‌های حاکمیتی و شفافیت بازار، تمایلی به سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی ندارند.

۵) نظریه رفتار سهام‌داران خرد^۳: این نظریه به تحلیل رفتار غیرمنطقی و تصمیمات احساسی سهامداران خرد می‌پردازد. بر اساس این نظریه، سهامداران خرد ممکن است تحت تأثیر عوامل روانی مانند ترس، طمع، و امید، تصمیماتی اتخاذ کنند که برخلاف منافع بلندمدت آن‌ها باشد.

۶) نظریه پایداری مالی^۴: نظریه پایداری مالی بر اهمیت حفظ ثبات سیستم‌های مالی و جلوگیری از بحران‌های اقتصادی تأکید دارد. پایداری مالی به شرایطی گفته می‌شود که در آن سیستم مالی قادر به عملکرد مؤثر و بی‌وقفه خود است، حتی در روبرویی با شوک‌ها و بحران‌های اقتصادی. این نظریه به‌ویژه برای حمایت از سهامداران خرد و حفظ امنیت سرمایه‌گذاری آن‌ها در بازارهای مالی دارای اهمیت است زیرا نوسانات و بحران‌های اقتصادی می‌توانند تأثیرات منفی زیادی بر آن‌ها بگذارند.

1. International Organization of Securities Commissions

2. Trust Theory

3. Behavioral Finance Theory

4. Financial Stability Theory

۷) نظریه حاکمیت تطبیقی دیجیتال^۱: این نظریه بر نقش فناوری‌های نوین در بهبود شفافیت، پاسخگویی و کارایی نهادهای حاکمیتی تأکید دارد. این رویکرد نشان می‌دهد که با بهره‌گیری از ابزارهایی مانند بلاک چین، هوش مصنوعی، سامانه‌های رأی‌گیری الکترونیک و پلتفرم‌های مشارکت دیجیتال سهامداران می‌توان فرآیندهای حاکمیت شرکتی و حمایت از سهامداران خرد را به صورت بلادرنگ و داده‌محور بهبود بخشید. در چارچوب پژوهش حاضر، نظریه حاکمیت تطبیقی دیجیتال به تبیین راهکارهای نوآورانه و فناوری‌محور اشاره می‌کند که امکان کشف خودکار تخلفات، افزایش ردیابی تصمیمات مدیران و ارتقای مشارکت سهامداران خرد را فراهم می‌آورد. استفاده از این رویکرد، مدل حمایت از سهامداران خرد را افزون بر ابعاد حقوقی و نهادی، با بعد فناورانه و دیجیتال تقویت می‌کند و آن را در چارچوبی عملیاتی و نوآورانه ارائه می‌دهد.

۸) روش داده‌بنیاد: روش داده‌بنیاد توسط (گلنزر و اشتراوس، ۱۹۶۷) معرفی شده است، یک رویکرد استقرایی برای تولید نظریه از داده‌های تجربی است. این روش امکان استخراج مفاهیم، مقوله‌ها و روابط علی از داده‌های میدانی را فراهم می‌کند و به پژوهشگران اجازه می‌دهد تا مدل‌ها و نظریه‌های بومی و متناسب با بافت واقعی را توسعه دهند. در پژوهش حاضر، از روش نظریه داده‌بنیاد بر اساس رهیافت نظام‌مند اشتراوس و کوربین به عنوان چارچوب روش‌شناختی برای تحلیل داده‌های کیفی استفاده شده است. این رهیافت با تأکید بر کدگذاری مرحله‌ای (باز، محوری و انتخابی)، نمونه‌گیری نظری و دستیابی به اشباع نظری، زمینه شناسایی مقوله‌های مرتبط با حمایت از سهامداران خرد و تدوین یک مدل مفهومی چندبعدی را فراهم می‌آورد.

در ادامه به پیشینه پژوهش می‌پردازیم:

حمایت از سهامداران خرد به عنوان یکی از ارکان بنیادین حاکمیت شرکتی در دهه‌های اخیر به طور گسترده مورد توجه پژوهشگران و نهادهای بین‌المللی سیاست‌گذار قرار گرفته است. مطالعات بنیادین (لاپورتا و همکاران^۲، ۱۹۹۸) و سپس (جانکوف و همکاران^۳، ۲۰۰۸) با تمرکز بر حقوق سهامداران، افشای اطلاعات و سازوکارهای نظارتی، مبنای نظری شاخص جهانی

1. Digital / Adaptive Governance

2. La Porta, R.

3. Djankov

حمایت از سهام‌داران خرد را فراهم کرد. این شاخص‌ها با هدف سنجش میزان حمایت قانونی از سهام‌داران خرد در برابر سوءاستفاده مدیران و سهام‌داران عمده طراحی شده و به یکی از پرکاربردترین ابزارهای مقایسه‌ای در تحلیل حاکمیت شرکتی کشورها تبدیل شده است. (اسپامن^۱، ۲۰۱۰) این شاخص‌ها را بازنگری کرد و انتقادهایی به روش‌شناسی آنها مطرح کرد که در ارزیابی محدودیت‌های شاخص‌های بین‌المللی مدنظر قرار می‌گیرد.

در ادامه این جریان، گزارش‌های بانک جهانی و نهادهای بین‌المللی نظیر OECD و IOSCO، با تأکید بر شفافیت، پاسخ‌گویی، افشای اطلاعات و تعارض منافع، تلاش کرده‌اند چارچوب‌های لازم برای حمایت مؤثر از سهام‌داران خرد را تبیین کنند.

(کائو، داگلاس، گو و وانگ^۲، ۲۰۱۹) در پژوهشی کیفی و مبتنی بر تحلیل عمیق داده‌ها به مطالعه تأثیر قوانین حمایت از سهام‌داران در ایجاد ارزش پرداختند و نشان دادند که ارزش‌آفرینی و بیمه سهام از عوامل حمایت از سهام‌داران است. (لاوینیا و پردا^۳، ۲۰۱۸) با استفاده از روش پژوهش کیفی تأثیر افزایش حمایت از سهام‌دار در بازار مالی را بررسی کردند. (جیوفره^۴، ۲۰۱۴) با استفاده از روش تحلیل محتوا و رویکرد کیفی حمایت از سرمایه‌گذاران داخلی و سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار خارجی را مطالعه کرد. (کامارودین، آریف و جعفر^۵، ۲۰۲۰) در پژوهشی کمی و کیفی به بررسی ۳۲ کشور در سراسر جهان پرداختند تا مشخص کنند آیا حمایت از سهام‌داران خرد بر کیفیت حسابداری تأثیر دارد. (کیوکی فو^۶، ۲۰۲۰) در پایان‌نامه‌ای از دانشگاه اراسموس روتردام به مقایسه چارچوب‌های حقوقی و نظارتی حمایت از سهام‌داران خرد در چین، ایالات متحده، و هلند پرداخت. (لرت‌نووات^۷، ۲۰۱۲) با تمرکز بر چارچوب حقوقی حمایت از سهام‌داران خرد در تایلند، چالش‌ها و راهکارهای بهبود نظام حقوقی این کشور را بررسی کرد. (گایون و کاپرون^۸، ۲۰۱۶) در مطالعه‌ای از مدیریت استراتژیک، به بررسی رابطه بین ظرفیت دولت، حمایت از سهام‌داران اقلیت و عملکرد شرکت‌ها پرداختند. (لارینا، تاپیا و اورازیا^۹، ۲۰۱۷) حمایت از سرمایه‌گذار خرد و بهره‌وری

1. Spamann, H., 2010

2. Cao, Douglas, Guo, Wang

3. Lavinia & Perda

4. Gioffre

5. Kamarudin, Ariff & Jaafar

6. Kyoki Fu

7. Lertnuwat

8. Gayon & Capron

9. Larina, Tapia & Orazia

به‌عنوان محرک‌های انتقال کنترل شرکت را با نمونه بزرگ از شرکت‌های اروپایی بررسی کردند. (یلکین^۱، ۲۰۱۶) با تجزیه و تحلیل شرکت‌های مالی ۳۴ کشور نشان داد که ارزش منصفانه در کشورهایی با حمایت متوسط یا قوی از حقوق سهامداران بر سرمایه‌گذاری تأثیر دارد. (تقی‌نجاج و مؤمن‌زاده، ۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان «توسعه و توانمندسازی بازار سرمایه در راستای تحقق اهداف اقتصاد مقاومتی» از روش داده‌بنیاد استفاده کردند. این پژوهش با بررسی بیانات مقام معظم رهبری، مدل پژوهش در خصوص توسعه و توانمندسازی بازار سرمایه را استخراج نمود و ابزارهای حاکمیت شرکتی برای صیانت از حقوق سهامداران خرد ارائه داد. (حسینی و شفیع‌زاده، ۱۳۹۸) در پژوهشی با عنوان «تبیین مدلی برای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران با تأکید بر سازه‌های حسابداری» روش داده‌بنیاد را برای شناسایی مؤلفه‌های حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران به کار بردند. نتایج این پژوهش مؤلفه‌هایی شامل سلامت اقتصادی جامعه، افزایش اعتماد عمومی، تحقق عدالت اقتصادی، تخصیص بهینه منابع، پیشگیری از فساد و سوءاستفاده‌های مالی را شناسایی کرد. (خاکپور و همکاران، ۱۴۰۱) شاخص‌های مؤثر در حمایت از سهامداران خرد را باهدف توسعه اقتصادی نهادهای مالی تحلیل کردند و برانطباق شاخص‌های بانک جهانی، از جمله شفافیت و دسترسی به ابزارهای قانونی، با بازار سرمایه ایران متمرکز شدند. (ندری و حسینی، ۱۳۹۴) شاخص حمایت از سهامداران بانک جهانی و تأثیر حمایت از حقوق مالکیت سهامداران خرد بر ارزش بازار سرمایه ۲۷ کشور با درآمد بالاتر از متوسط (شامل ایران) را بررسی کردند و نشان دادند که حمایت حقوقی از سهامداران خرد بر اندازه بازار سرمایه تأثیر مستقیم دارد. (حسینی، ۱۳۹۲) نشان داد که افزایش در شاخص الزام به افشای معاملات مدیران باعث افزایش در اندازه بازار سرمایه می‌شود. (کمیجانی و سهیلی احمدی، ۱۳۹۱) در مطالعه ۴۶ کشور در حال توسعه نشان دادند که افزایش در شاخص حمایت از حقوق سهامداران خرد باعث افزایش در نسبت ارزش بازار سهام به تولید ناخالص داخلی می‌شود. (فقیه و فخاری، ۱۴۰۱) به «تدوین شاخص ترکیبی برای حمایت از سهامداران» پرداختند که با موضوع این پژوهش همسویی دارد. (پورسید، حسینی و سهرابی، ۱۳۹۵) «راهکارهای بهبود حاکمیت شرکتی ایران با تأکید بر شاخص حمایت از سهامداران خرد بانک جهانی» را بررسی کردند. (رضوان و زارع، ۱۴۰۳) در مطالعه‌ای تحت عنوان «حقوق سهامداران نهادی و

سهامداران خرد در بازار سرمایه ایران» به تحلیل مقایسه‌ای حقوق انواع سهامداران پرداختند. (شهاب‌الدین و محمدی، ۱۴۰۱) «چارچوب حمایت از سهامداران خرد در حقوق کامن لا و حقوق ایران» را بررسی کردند. (حسینی و جباروند، ۱۴۰۰) نقش سنجه‌های حمایت از سرمایه‌گذاران و بهبود کیفیت اطلاعات مالی در کاهش هزینه سرمایه حقوق مالکانه را تحلیل کردند. (کرمی، اللهیاری و رضایی، ۱۴۰۰) روابط بین پذیرش استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی و حمایت از سرمایه‌گذاران با مدیریت سود را بررسی کردند و رابطه معناداری بین این متغیرها یافتند. (ارضاء و احمدی زمانی، ۱۴۰۲) به طراحی سازوکار مشارکت سهامداران خرد در مدیریت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران پرداختند. (عبدالملکی، ۱۳۹۳) راهکارهای بهبود رتبه ایران در گزارش کسب و کار بانک جهانی با تمرکز بر شاخص حمایت از سهامداران خرد را بررسی کرد.

مرور ادبیات پژوهش نشان می‌دهد مطالعات پیشین در چهار دسته اصلی متمرکز بوده‌اند: نخست، مطالعات کمی مبتنی بر شاخص‌های بانک جهانی مانند پژوهش‌های (ندری و حسینی، ۱۳۹۴)، (حسینی، ۱۳۹۲) و (کیمجانی و سهیلی احمدی، ۱۳۹۱) که ارتباط حمایت از سهامداران را با ارزش بازار سرمایه بررسی کردند اما فاقد تحلیل ساختاری عمیق بودند. در سطح بین‌المللی، مطالعات بنیادین (لا پورتا و همکاران، ۱۹۹۸) و (جانکوف و همکاران، ۲۰۰۸) نیز اصول حاکمیت شرکتی را تبیین کردند، اما کمتر به بازارهای نوظهور پرداختند. دوم، مطالعات کیفی با رویکرد داده‌بنیاد مانند تحقیقات (تقی نتاج و مؤمن‌زاده، ۱۳۹۷) و (حسینی و شفیع‌زاده، ۱۳۹۸) که مؤلفه‌های سلامت اقتصادی و اعتماد عمومی را شناسایی کردند اما شاخص‌های ارائه شده توسط بانک جهانی را با مقتضیات بازار سرمایه ایران تلفیق نکردند. در مقابل، مطالعات کیفی خارجی مانند (آگیلرا و جکسون^۱، ۲۰۰۳) بر نقش نهادهای اجتماعی تأکید داشتند اما مدل‌های عملی ارائه نکردند. سوم، مطالعات تطبیقی بین‌المللی مانند پژوهش (کیوکی فو، ۲۰۲۰) که چارچوب‌های حقوقی چین، آمریکا و هلند را مقایسه کرد، (لرت‌نواوت، ۲۰۱۲) که چالش‌های تایلند را بررسی نمود، و (کائو و همکاران، ۲۰۱۹) که نظام‌های حمایتی را تحلیل کردند اما شرایط بازارهای نوظهور مانند ایران را نادیده گرفتند. همچنین، (لا پورتا و همکاران، ۲۰۱۸) و (جیوفر^۲، ۲۰۱۴) بر تفاوت‌های نظام‌های حقوقی تمرکز

1. Aguilera & Jackson

2. kao, J.

داشتند اما راهکارهای تطبیق شرایط هر کشور را ارائه نکردند. چهارم، مطالعات موضوعی و کاربردی مانند پژوهش‌های خاکپور و همکاران (۱۴۰۱) و فقیه و فخاری (۱۴۰۱) که به ابعاد خاصی پرداختند، اما فاقد مدل جامع یکپارچه بودند. در سطح بین‌المللی، (اسپامن، ۲۰۱۰) به انتقادهای روش‌شناختی شاخص بانک جهانی پرداخت و (کامارودینا و همکاران^۱، ۲۰۲۰)، (مورتگات و همکاران، ۲۰۱۷) و (سیکین^۲، ۲۰۱۶) ابعاد مختلف حمایت را بررسی کردند، اما الگوهای آن‌ها برای ایران قابل تعمیم نبود.

پیشینه پژوهش نشان می‌دهد که باوجود مطالعات زیاد در زمینه حمایت از سهام‌داران خرد، برخی شکاف‌های پژوهشی وجود دارد که نیاز به توجه بیشتر دارد. این شکاف‌ها به شرح زیر است:

۱. بسیاری از پژوهش‌های داخلی و خارجی با رویکرد کمی و براساس شاخص‌های از پیش تعیین شده انجام شده‌اند که بیشتر به رابطه حمایت از سهام‌داران خرد با متغیرهایی مانند ارزش بازار یا مبانی مالی پرداخته‌اند. این مطالعات، هرچند از نظر سنجش تجربی مفید هستند اما تحلیل ساختاری و روابط علی و فرآیندی حمایت از سهام‌داران خرد در بسترهای خاص، به‌ویژه بازارهای نوظهور را ارائه نمی‌دهند.
۲. پژوهش‌های کیفی داخلی، به‌ویژه مواردی که بر روش داده‌بنیاد تأکید دارند، مفاهیمی مانند سلامت اقتصادی و اعتماد عمومی را شناسایی کرده‌اند، اما این پژوهش‌ها شاخص‌های جهانی حمایت از سهام‌داران خرد را به‌طور نظام‌مند با واقعیت‌های بازار سرمایه ایران تلفیق نکرده‌اند. مطالعات کیفی خارجی نیز بیشتر بر نقش نهادهای اجتماعی تأکید داشته و مدل‌های عملیاتی ارائه نکرده‌اند.
۳. مطالعات تطبیقی بین‌المللی به تفاوت‌های نهادی و قانونی در کشورهای مختلف پرداخته‌اند اما توجه کافی به ویژگی‌های خاص بازارهای نوظهور و ارائه راهکارهای بومی‌سازی شده برای کشورهای با ویژگی‌هایی مانند مالکیت متمرکز و نقش پررنگ دولت نداشته‌اند.
۴. بسیاری از پژوهش‌ها تنها بر ابعاد خاصی مانند حقوقی، مالی یا نظارتی تمرکز کرده‌اند، در حالی که تعامل پیچیده میان ابعاد مختلف از جمله: حقوقی، نهادی، فرهنگی و فناورانه، نادیده گرفته شده است.

1. Kamarudin, K. A.

2. Sikin, M.

۵. با وجود پیشرفت‌های فناوری، نقش حاکمیت دیجیتال و فناوری‌های نوین در افزایش شفافیت و مشارکت سهام‌داران خرد در بازار سرمایه ایران به‌طور سیستماتیک در پژوهش‌های پیشین کمتر مورد توجه قرار گرفته است. برآیند مرور ادبیات نشان می‌دهد شکاف معناداری در تلفیق رویکردهای کیفی و کمی، بومی‌سازی شاخص‌های جهانی و ارائه یک مدل یکپارچه متناسب با شرایط بازار سرمایه ایران وجود دارد. از این‌رو، بهره‌گیری از رویکرد روش‌شناسی داده‌بنیاد، این امکان را فراهم می‌کند تا با اتکاء بر داده‌های تجربی، الگوهای پنهان شناسایی شده و مدلی نظری و کاربردی متناسب با بافت نهادی ایران برای حمایت از سهام‌داران خرد استخراج شود. نوآوری اصلی این پژوهش در ارائه یک مدل یکپارچه و بومی‌شده برای حمایت از سهام‌داران خرد است که به‌طور همزمان استانداردهای جهانی و واقعیت‌های خاص بازار سرمایه ایران را در نظر می‌گیرد. این مدل به‌ویژه با بهره‌گیری از شاخص‌های بانک جهانی به‌عنوان مرجع، در پی ایجاد پیوندی مؤثر میان اصول جهانی و شرایط نهادی و ساختاری بازارهای نوظهور مانند ایران است. در این رویکرد افزون بر تحلیل دقیق و علمی فرآیندهای حمایتی، موانع و چالش‌های خاص موجود در بورس تهران شناسایی و راهکارهای عملی و قابل پیاده‌سازی برای غلبه بر آن‌ها ارائه شده است. این نوآوری، با تلفیق داده‌های تجربی و شواهد موجود، امکان طراحی مدل‌هایی کاربردی و متناسب با شرایط خاص ایران را فراهم می‌آورد و در عین حال، به سیاست‌گذاران و فعالان بازار سرمایه ابزارهای لازم برای بهبود سیستم حمایتی از سهام‌داران خرد را ارائه می‌دهد.

شاخص‌های جهانی حمایت از سهام‌داران خرد

بانک جهانی در گزارش^۱ Doing Business برای ارزیابی حمایت سهام‌داران خرد^۲ دو محور اصلی دارد که شامل الزامات مبتنی بر تضاد منافع^۳ و الزامات مبتنی بر حاکمیت سهام‌داران^۴ است. زیرمجموعه این دو شاخص بر اساس مؤلفه‌های زیر سنجیده می‌شود که عبارت‌اند از:

1. World Bank. (2020). Doing Business 2020: Comparing Business Regulation in 190 Economies. Washington, DC: World Bank Group.
<https://www.doingbusiness.org/en/data/exploretopics/protecting-minority-investors>
2. Minority Investor Protection Index
3. Extent of Conflict of Regulation
4. Extent of Corporate Governance

شاخص افشاء و تایید^۱: ارزیابی میزان الزامات قانونی و شفافیت داخلی شرکت در زمینه افشاء و تایید معاملات با اشخاص وابسته، به‌ویژه معاملات با تضاد منافع؛

شاخص حدود مسئولیت مدیران^۲: ارزیابی حدود مسئولیت مدیران و سنجش میزان پاسخگویی قانونی آنها در قبال تصمیمات زیان‌بار، معاملات متعارض منافع، و تخلفات مدیریتی

همچنین امکان مطالبه خسارت از سوی سهام‌داران خرد؛

شاخص سهولت دعوی سهام‌داران^۳: ارزیابی توانایی سهام‌داران به‌ویژه سهام‌داران خرد برای طرح دعوی قضایی علیه مدیران متخلف و دسترسی به اسناد داخلی شرکت و برخورداری از حمایت قضایی؛

شاخص حقوق سهام‌داران^۴: ارزیابی دامنه حقوق قانونی سهام‌داران برای رأی‌دهی و مشارکت در تصمیم‌گیری‌های کلان شرکت و نظارت بر عملکرد مدیران؛

شاخص مالکیت و کنترل^۵: ارزیابی ابزارهای قانونی برای جلوگیری از تمرکز بیش از حد قدرت در سهام‌داران عمده و ایجاد توازن در ساختار تصمیم‌گیری و کنترل شرکت؛

شاخص شفافیت شرکتی^۶: ارزیابی کیفیت و گسترده اطلاعات افشا شده، میزان دسترسی عموم به اطلاعات، دقیق، بهنگام و قابل اتکاء در باره ساختار مالکیت، گزارش‌های مالی و فعالیت‌های کلیدی شرکت.

در ادامه به تشریح شاخص‌های اصلی الزامات مبتنی بر تضاد منافع و الزامات مبتنی بر حاکمیت سهام‌داران می‌پردازیم و سپس زیر شاخص هریک توضیح داده می‌شود:

(۱) الزامات مبتنی بر تضاد منافع

این شاخص‌ها به‌منظور مدیریت تضاد منافع در شرکت‌ها و کاهش ریسک‌هایی که ممکن است از روابط مالی و مدیریتی پیچیده به‌وجود آید، طراحی شده‌اند. هدف اصلی این شاخص‌ها تأکید بر افشای شفاف معاملات با اشخاص وابسته و درون‌گروهي و جلوگیری از سوء استفاده‌ها است. شاخص یادشده شامل ۳ زیرشاخص زیر است:

-
1. Extent of Disclosure and Approval Index
 2. Extent of Director Liability Index
 3. Extent of Director Liability Index
 4. Extent of Shareholder Rights Index
 5. Extent of Ownership and Control Index
 6. Extent of Ownership and Control Index

الف) افشاء و تأیید معاملات ذینفع: این شاخص مبتنی بر ایجاد شفافیت در رابطه با معاملاتی است که بین شرکت و افراد یا نهادهای وابسته به آن انجام می‌شود. در این راستا، مواردی همچون افشای هویت طرف معامله، جزئیات و ماهیت معاملات، دلایل انجام معامله و رای‌گیری و تأیید این معاملات توسط هیئت‌مدیره بدون طرف ذینفع مطرح می‌شود. همچنین الزام برای تأیید و افشای فوری و دوره‌ای این گونه معاملات وجود دارد تا شفافیت و نظارت بیشتری بر معاملات ایجاد شود.

ب) حدود مسئولیت مدیران: یکی از اهداف این شاخص تقویت پاسخگویی مدیران است. برای رسیدن به این هدف، باید مسئولیت‌های قانونی مدیران به صورت صریح تعریف شود، به گونه‌ای که در صورت عدم رعایت اصول افشاء، مدیران مشمول خسارت و جریمه شوند. این شاخص همچنین شامل الزام به جبران خسارت سهام‌داران زیان‌دیده در معاملات زیانبار و امکان ابطال معاملات متخلفانه از سوی دادگاه است.

ج) سهولت طرح دعوی سهام‌داران: این شاخص به منظور تسهیل فرآیند پیگیری قانونی تخلفات از سوی سهام‌داران خرد طراحی شده است. یکی از اهداف این بخش، تسهیل شکایت سهام‌داران، دسترسی به اسناد و مدارک شرکت‌ها و فراهم کردن امکان درخواست ارزیابی مستقل از دادگاه در خصوص معاملات مشکوک است. همچنین این شاخص، بهبود فرآیند دادرسی و استفاده از ابزارهایی مانند داوری برای حل اختلافات را مورد توجه قرار می‌دهد.

۲) الزامات مبتنی بر حاکمیت سهام‌داران

هدف این شاخص تقویت نقش سهام‌داران در تصمیم‌گیری‌های کلان شرکت و جلوگیری از تمرکز بیش از حد قدرت در دست مدیران یا سهام‌داران عمده است. این امر به‌ویژه در زمینه‌های نظارت بر هیئت‌مدیره و مدیریت اجرایی اهمیت پیدا می‌کند. شاخص یادشده شامل ۳ زیرشاخص زیر است:

الف) حقوق سهام‌داران: هدف اصلی این شاخص تقویت مشارکت سهام‌داران خرد در فرآیندهای تصمیم‌گیری شرکت است. از جمله الزامات این شاخص می‌توان به سهولت شرکت در مجامع عمومی، حق درخواست برگزاری مجمع، رعایت حقوق سهام‌داران در رأی‌گیری‌ها و نظارت بر مجامع اشاره کرد. افزون بر این، حقوق سهام‌داران در خصوص تغییرات اساسی شرکت مانند افزایش سرمایه یا تغییر اساسنامه نیز باید رعایت شود.

ب) ساختار مالکیت و کنترل: برای جلوگیری از تمرکز بیش از حد قدرت در دست سهامداران عمده، این شاخص الزاماتی را برای افشای ساختار مالکیتی شرکت‌ها و تغییرات آن‌ها تعیین می‌کند. همچنین محدودیت‌هایی برای میزان مالکیت سهامداران به منظور جلوگیری از سوءاستفاده از قدرت اعمال می‌شود. حضور مدیران غیرموظف و مستقل در هیئت‌مدیره و استقرار کمیته‌های تخصصی مانند کمیته حسابرسی و ریسک و انتصابات از دیگر الزامات این شاخص است.

ج) شفافیت شرکتی: این شاخص به منظور تضمین شفافیت و اطلاع‌رسانی دقیق در زمینه ساختار مالکیت و کنترل شرکت‌ها طراحی شده است. این الزامات شامل افشای ساختار مالکیتی به‌ویژه سهامداران عمده، انتشار گزارش‌های حسابرس مستقل، افشای پاداش مدیران و اطلاعات تأمین مالی و دسترسی عمومی به صورت‌های مالی و گزارش‌های حسابرسی است.

در مجموع، این شاخص‌ها به منظور ارتقای شفافیت، تقویت پاسخگویی و جلوگیری از سوءاستفاده از قدرت در فرآیندهای تصمیم‌گیری شرکت‌ها ایجاد شده‌اند و به‌ویژه بر افشای اطلاعات کلیدی، مشارکت سهامداران در تصمیمات مهم و نظارت مؤثر تأکید دارند. جدول ۱ شاخص‌های جهانی با استناد به گزارش منتشر شده بانک جهانی، در سال ۲۰۲۰ را به اختصار معرفی می‌کند.

جدول ۱. ویژگی‌های شاخص جهانی حمایت از سهامداران خرد طبق گزارش بانک جهانی

«شاخص الزامات مبتنی بر تضاد منافع»	
هدف: اطمینان از افشای شفاف معاملات با اشخاص وابسته و معاملات مشکوک	شاخص افشاء و تأیید معاملات ذینفع
الزام به افشای عمومی معاملات با اشخاص وابسته و معاملات درون‌گروهی	
الزام افشای شرایط با جزئیات، ماهیت و ارزش معاملات	
الزام افشای هویت طرف معامله	
الزام افشای دلایل انجام معامله	
الزام تأیید معامله توسط هیئت‌مدیره	
الزام تأیید و افشاء فوری و دوره‌ای معاملات با اشخاص وابسته	
افشای منافع شخصی مدیران در معاملات	
تقویت تعهدات افشاء	
هدف: تقویت پاسخگویی و مسئولیت‌پذیری مدیران در قبال تخلفات و تضاد منافع	

«شاخص الزامات مبتنی بر تضاد منافع»	
تدوین صریح حدود مسئولیت قانونی مدیران مسئولیت مدیران بابت عدم افشاء تعیین میزان خسارت و جریمه‌های احتمالی برای مدیران متخلف امکان تعقیب و توقیف مدیران ذینفع در قبال معاملات زیانبار با اشخاص وابسته الزام مدیران به جبران خسارت سهام‌داران زیانده (عودت منافع حاصله، جریمه، حبس، ابطال معاملات) اختیار دادگاه در ابطال معامله متخلفانه	شاخص حدود مسئولیت مدیران
هدف: افزایش امکان و سهولت پیگیری قانونی تخلفات توسط سهام‌داران خرد - تسهیل شکایت در دعاوی سهام‌داران خرد - امکان شکایت مدیران از سهام‌داران - امکان دسترسی به اسناد و مدارک داخلی و شواهد محاکمه در دادخواهی - امکان درخواست ارزیابی مستقل از دادگاه در خصوص معاملات مشکوک - قابلیت الزام احکام مراجع قضایی - گزینه‌های جایگزینی برای طرح دعوی - کوتاه‌شدن فرایند کشف، رسیدگی و ابلاغ حکم - سنجش اثربخشی ابزارهایی مانند داوری و میانجی‌گری برای رفع اختلافات سهام‌داران با شرکت - چگونگی جبران هزینه‌های قانونی دادرسی در دعاوی سهام‌داران	شاخص سهولت طرح دعوی سهام‌داران
هدف: تقویت مشارکت سهام‌داران خرد در تصمیم‌گیرهای کلان شرکت - سهولت شرکت در مجامع - حق درخواست برگزاری مجمع - رأی‌گیری شفاف و جداگانه برای موضوعات کلیدی - رعایت حقوق سهام‌داران در رأی‌گیری و نظارت بر مجامع - رعایت حقوق سهام‌داران در عزل و نصب هیئت‌مدیره - رعایت حقوق سهام‌داران در خصوص تغییرات اساسی شرکت مانند افزایش سرمایه و تغییر اساسنامه - اعمال محدودیت برای معاملات درون‌گروهی بدون تأیید سهام‌داران - اعمال محدودیت بر شرکت‌های حقوقی برای تغییر ساختار بدون نظر سهام‌داران - اطلاعات از معاملات غیرمعمول به‌خصوص در واگذاری دارایی‌های بااهمیت - اقدام سهام‌داران در برابر مصوبات مجامع	شاخص حقوق سهام‌داران
هدف: جلوگیری از تمرکز بیش از حد قدرت و تسلط سهام‌داران عمده بر تصمیمات شرکت	شاخص ساختار مالکیت و کنترل

«شاخص الزامات مبتنی بر تضاد منافع»	
- تدابیر کنترلی در مقابل انحصار کنترل توسط سهامداران عمده و تخلفات هیئت مدیره - الزام افشاء ساختار مالکیت شرکت‌ها و تغییرات آن - اعمال قوانین جلوگیری از سوءاستفاده سهامداران عمده از قدرت - محدودیت در میزان مالکیت برای جلوگیری از انحصار - الزامات تعداد و شرایط استقلال اعضای هیئت مدیره - حضور مدیران غیرموظف مستقل در هیئت مدیره - یکی نبودن مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره - استقرار کمیته‌های تخصصی داخلی مانند کمیته حسابرسی و ریسک - محدودیت‌های سهامداری متقابل - محدودیت‌های مالکیت تابعی - ممنوعیت سهام با چند حق رأی	
هدف: تضمین شفافیت و اطلاع‌رسانی در ساختار مالکیت و کنترل شرکت‌ها - افشای ساختار مالکیتی به‌ویژه سهامداران عمده - افشای تصمیمات مجامع - انتشار گزارش حسابرس مستقل - افشای پاداش مدیرعامل و هیئت مدیره - افشای پستهای مدیرعامل و اعضای هیئت مدیره در سایر شرکت‌ها - افشای اطلاعات تأمین مالی - امکان دسترسی عمومی به صورت‌های مالی و گزارش‌های حسابرسی	شاخص شفافیت شرکتی

روش‌شناسی بانک جهانی در محاسبه این شاخص‌ها نشان‌دهنده رویکرد علی این نهاد است. بانک جهانی به هر یک از زیر شاخص‌ها امتیاز می‌دهد و سپس میانگین این امتیازها برای محاسبه نهایی شاخص منظور می‌شود. نمره مؤلفه‌ها از ۰ تا ۱۰ است. از میانگین امتیاز سه مؤلفه افشا و تایید معاملات با اشخاص وابسته، حدود مسئولیت مدیران و سهولت طرح دعاوی سهامداران، امتیاز شاخص الزامات مبتنی بر تضاد منافع محاسبه می‌شود. همچنین از میانگین سه مؤلفه حقوق سهامداران، ساختار مالکیت و کنترل، و شفافیت شرکتی، امتیاز الزامات مبتنی بر حاکمیت سهامداران محاسبه می‌شود. در نهایت، از میانگین شاخص الزامات مبتنی بر تضاد منافع و شاخص الزامات حاکمیت سهامداران، امتیاز کلی شاخص حمایت از سهامداران خرد استخراج می‌شود.

بر اساس شاخص حمایت از سهامداران خرد، کشورهای مختلف به میزان حمایت قانونی از حقوق مالکیتی سهامداران خرد، ارزیابی و رتبه‌بندی می‌شوند و پیشنهادهای اجرایی و زیرساختی

به منظور انجام اصلاحات لازم برای ارتقای و بهبود وضعیت شاخص‌ها ارائه می‌شود. تحلیل وضعیت ایران در شاخص‌های جهانی حمایت از سهام‌داران خرد نشان می‌دهد که در گزارش منتشره بانک جهانی در ۲۰۲۰، رتبه ایران^۱ از بین ۱۹۰ کشور، ۱۲۷ بود که نمایانگر عوامل زیربنایی منجر به عملکرد ضعیف کشور نسبت به میانگین جهانی است. تحلیل دقیق‌تر نشان می‌دهد که پایین‌ترین امتیاز ایران در شاخص سهولت طرح دعاوی سهام‌داران است که به عوامل ساختاری در نظام قضایی و فقدان مکانیزم‌های مؤثر حل اختلاف مربوط می‌شود. در سایر شاخص‌ها نیز امتیازات ایران پایین‌تر از میانگین جهانی است که نشان‌دهنده وجود عوامل سیستماتیک در کلیه ابعاد حمایت از سهام‌داران خرد است.

شناسایی عوامل حمایتی منجر به این وضعیت نشان می‌دهد که برای بهبود امتیاز و رتبه ایران در شاخص‌های جهانی، باید با تجدیدنظر در سیاست‌ها و برنامه‌ریزی‌های اقتصادی، عوامل زیربنایی موانع بهبود عملکرد را شناسایی و رفع کرد. این امر مستلزم اصلاحات و بازنگری‌هایی در سطوح مختلف قانونی، نهادی و ساختاری است. طبق سند چشم‌انداز، اگر ایران بخواهد به رتبه اول اقتصادی در منطقه دست یابد، باید در وهله اول با شناسایی و رفع عوامل ناکارایی حمایت، رتبه خود را در طرح کسب‌وکار و شاخص حمایت از سهام‌داران طبق مؤلفه‌های بانک جهانی بهبود بخشد. این هدف تنها از طریق درک عمیق عوامل و طراحی راهکارهای هدفمند قابل تحقق است.

روش پژوهش

این پژوهش با هدف تدوین مدل جامع حمایت از سهام‌داران خرد در بازار سرمایه ایران، با رویکرد کیفی و مبتنی بر نظریه داده‌بنیاد و بر اساس رهیافت استراوس و کوربین انجام شد. چارچوب مفهومی اولیه پژوهش بر شاخص‌های جهانی بانک جهانی استوار بود تا ضمن انطباق با الزامات و شاخص‌های جهانی، ویژگی‌ها و اقتضائات بازار سرمایه ایران را نیز پوشش دهد.

داده‌های پژوهش از طریق مصاحبه‌های عمیق نیمه‌ساختاریافته با خبرگان حوزه بازار سرمایه گردآوری شد. مشارکت‌کنندگان شامل مدیران نهادهای ناظر، مدیران نهادهای مالی، مدیران ناشران بورسی، حسابداران رسمی و مدیران اجرایی شرکت‌ها، اعضای هیئت علمی دانشگاه در

1. World Bank. (2020). Doing Business 2020: Comparing Business Regulation in 190 Economies – Iran, Islamic Rep. Washington, DC: World Bank Group.
<https://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/country/i/iran/IRN.pdf>

حوزه مالی و حسابداری، که در حوزه بازار سرمایه فعال بودند. انتخاب این گروه‌ها با هدف دستیابی به حداکثر تنوع نظری و پوشش ابعاد مختلف سیاست‌گذاری، نظارتی، اجرایی و حرفه‌ای حمایت از سهام‌داران خرد صورت گرفت.

ویژگی‌های جمعیت شناختی افراد مشارکت‌کننده در مصاحبه که شامل خبرگانی با تخصص چندگانه و تجربه تصمیم‌گیری در حوزه مختلف بودند به شرح جدول ۲ است.

جدول ۲. ویژگی‌های جمعیت شناختی افراد مشارکت‌کننده در مصاحبه

درصد	فراوانی	ویژگی‌های جمعیت شناختی	
٪۸۰	۱۶	مرد	جنسیت
		زن	
٪۲۰	۴		
٪۳۰	۶	کمتر از ۳۵ سال	سن
		۳۵ تا ۵۰ سال	
		۵۰ سال و بیشتر	
٪۵۵	۱۱		
٪۱۵	۳		
٪۴۵	۹	کارشناسی ارشد	تحصیلات
		دکتری	
٪۵۵	۱۱		
٪۴۰	۸	مدیریت	رشته تحصیلی
		حسابداری	
		اقتصاد	
		سایر	
٪۳۰	۶		
٪۱۵	۳		
٪۱۵	۳		
٪۲۰	۴	کمتر از ۱۰ سال	سابقه کاری در حوزه بازار سرمایه
		بین ۱۰ تا ۲۰ سال	
		بین ۲۰ تا ۳۰ سال	
		بالای ۳۰ سال	
٪۳۰	۶		
٪۳۵	۷		
٪۱۵	۳		

توزیع جامعه آماری بالا، پوشش جامع و متوازن همه ذی‌نفعان اصلی را تضمین می‌کند.

در این پژوهش، فرآیند نمونه‌گیری به صورت نظری و با استفاده از تکنیک گلوله‌برفی انجام شد و تا دستیابی به اشباع نظری ادامه یافت.

فرآیند تحلیل داده‌ها نشان داد که پس از انجام ۲۰ مصاحبه، مفاهیم جدیدی به مقوله‌های استخراج‌شده افزوده نشد از اینرو از پایداری اشباع نظری اطمینان حاصل و فرآیند نمونه‌گیری

متوقف شد. مدت زمان هر مصاحبه بین ۹۰ تا ۱۲۰ دقیقه بود و تمامی مصاحبه‌ها پس از ضبط، به صورت کامل پیاده‌سازی شدند.

تحلیل داده‌ها به صورت هم‌زمان با گردآوری داده‌ها و در سه مرحله کدگذاری باز، محوری و انتخابی با استفاده از نرم‌افزار MAXQDA انجام شد. در مرحله کدگذاری باز، متن مصاحبه‌ها به صورت خط به خط تحلیل شد که به استخراج ۲۰۳ کد باز انجامید. استخراج این تعداد کد، با هدف شکستن داده‌ها به کوچک‌ترین واحدهای مفهومی و پرهیز از ساده‌سازی زودهنگام صورت گرفت. تعداد بالای کدهای باز بیانگر عمق مصاحبه‌ها، تنوع دیدگاه مشارکت‌کنندگان و دقت پژوهشگر در تحلیل داده‌ها است. در مراحل بعد، این کدها طی فرآیند کدگذاری محوری و انتخابی به مقوله‌های اصلی و هسته‌ای ادغام و تلخیص شدند.

پس از استخراج ۲۰۳ کد باز، در مرحله کدگذاری محوری، تعداد ۱۱۴ کد به عنوان محورهای اصلی شناسایی شد. کدهایی که از اهمیت کمتری برخوردار بودند یا با سایر مفاهیم هم‌پوشانی داشتند، حذف شدند تا ضمن فشردگی داده‌ها، انسجام مفهومی و تمرکز بر مضامین راهبردی حفظ شود. این اقدام، زمینه لازم برای استفاده از نتایج در پرسشنامه دلفی و اجرای مدل‌یابی معادلات ساختاری در پژوهش‌های آتی را فراهم کرد.

در کدگذاری محوری، کدهای باز در قالب مقوله‌ها سازمان‌دهی و روابط میان آن‌ها بر اساس الگوی پارادایمی (شرایط علی، شرایط زمینه‌ای، شرایط مداخله‌گر، راهبردها و پیامدها) تبیین شد. در نهایت، در کدگذاری انتخابی، مقوله محوری «حمایت از سهام‌داران خرد» به عنوان هسته مرکزی مدل انتخاب و سایر مقوله‌ها در ارتباط نظام‌مند با آن سامان‌دهی شدند.

به منظور افزایش اعتبار و اطمینان‌پذیری یافته‌ها، از راهبردهایی نظیر دستیابی به اشباع نظری، درگیری طولانی‌مدت پژوهشگر با داده‌ها، مقایسه مداوم داده‌ها، بازنگری اعضا، کدگذاری بخشی از داده‌ها توسط پژوهشگر دوم (با میزان توافق ۸۵ درصد) و دریافت بازخورد از خبرگان مستقل خارج از گروه مصاحبه‌شوندگان استفاده شد. همچنین، مدل نهایی استخراج شده توسط چند نفر از خبرگان حوزه بازار سرمایه بررسی و تأیید شد. ابعاد مدل به شرح ذیل شناسایی می‌شود:

۱) شناسایی پدیده محوری: حمایت از سهام‌داران خرد به عنوان پدیده محوری شناسایی می‌شود که چارچوبی یکپارچه برای ارتباط سایر مؤلفه‌ها فراهم می‌کند. در واقع حمایت از سهام‌داران خرد به عنوان چتر اصلی تمامی مؤلفه‌ها است.

- ۲) شناسایی عوامل علی: عوامل علی باعث ایجاد و شکل گیری پدیده محوری می شود. این عوامل را مجموعه ای از مقوله ها به همراه ویژگیهایشان تشکیل می دهد که مقوله اصلی را تحت تاثیر قرار می دهند.
- ۳) شناسایی عوامل زمینه‌ای: عوامل زمینه‌ای بسترهای نهادی، ساختاری و محیطی حاکم بر بازار سرمایه را دربرمی گیرد.
- ۴) شناسایی شرایط مداخله‌گر: شامل عوامل میانجی و ساختاری است که می تواند اجرای راهبردها را تسهیل یا محدود کند.
- ۵) راهبردها: راهبردها به عنوان کنش ها و تعاملات هدفمند، حاصل تأثیر شرایط علی، زمینه‌ای و مداخله‌گر تدوین می شوند.
- ۶) پیامدها: پیامدها بیانگر نتایج و آثار اجرای این راهبردها هستند.
- پس از فرایند استخراج مفاهیم و مقوله‌ها از داده‌های مصاحبه به ۲۰۳ کد باز، کدگذاری محوری انجام شد و به ۱۱۴ کد محوری انجامید که در توسعه مدل مفهومی نهایی به کار گرفته شدند. فهرست کدهای محوری مذکور در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳. فرایند استخراج مفاهیم و مقوله‌ها از داده‌های مصاحبه

کد	ابعاد / مؤلفه‌ها	مفاهیم و مقوله‌های محوری از داده‌های مصاحبه
R1	محوری/ حمایت از	رتبه نامناسب ایران در شاخص جهانی حمایت از سهام‌داران خرد
R2	سهام‌داران خرد	حمایت از سهام‌داران خرد بعنوان موضوعات پژوهشی دارای اولویت
R3	علی/ مؤلفه‌های اصلی	الزامات مبتنی بر تضاد منافع در شاخص جهانی
R4	شاخص جهانی	الزامات مبتنی بر حاکمیت سهام‌داران در شاخص جهانی
R5	علی/ شاخص افشاء و تأیید	افشاء فوری و دوره‌ای معاملات با اشخاص وابسته
R6	معاملات با اشخاص وابسته	چگونگی تأیید و تقویت تعهدات افشاء در معاملات با اشخاص وابسته
R7	علی/ شاخص حدود	مسئولیت قانونی مدیران و میزان پاسخگویی آنها
R8	مسئولیت مدیران	امکان تعقیب و توقیف مدیران ذینفع در معاملات مشکوک با اشخاص وابسته و جبران خسارت سهام‌داران زیانده
R9		سهولت اقدام قانونی و قضایی توسط سهام‌داران خرد

کد	ابعاد / مؤلفه‌ها	مفاهیم و مقوله‌های محوری از داده‌های مصاحبه
R10	علی / شاخص سهولت طرح دعوی سهام‌داران	امکان دسترسی سهام‌داران خرد به اسناد داخلی شرکت و شواهد محاکمه در دادخواهی
R11		چگونگی جبران هزینه‌های قانونی در دعاوی
R12	علی / شاخص جهانی، حقوق سهام‌داران	حفظ حقوق سهام‌داران خرد در تصمیمات اصلی شرکت (نصب و عزل اعضاء هیئت‌مدیره، اصلاح اساسنامه و افزایش سرمایه و ادغام)
R13		حفظ حقوق سهام‌داران خرد در اطلاع از رویدادها و معاملات غیر معمول به‌ویژه واگذاری غیرمتعارف دارائی‌ها
R14		رعایت کلیه حقوق سهام‌داران خرد در رأی‌گیری‌ها و نظارت بر مجامع
R15	علی / شاخص جهانی، ساختار حاکمیت و کنترل	کنترل ساختار مالکیت جهت مقابله با انحصار کنترل توسط سهام‌داران عمده
R16		رعایت حداقل تعداد اعضا و شرایط استقلال هیئت‌مدیره و حضور مدیران موظف در هیئت‌مدیره
R17		ارتقای کیفیت حاکمیت شرکتی و جلوگیری از تضاد منافع و تخلفات هیئت‌مدیره
R18		محدودیت‌های سهام‌داری متقابل (ارتباط دو شرکت از طریق خرید سهام همدیگر)
R19		اعمال محدودیت در میزان مالکیت برای جلوگیری از انحصار
R20	علی / شاخص جهانی، شفافیت شرکتی	افشای حقوق و مزایا و پاداش مدیران.
R21		افشای ساختار مالکیت به‌ویژه سهام‌داران عمده
R22		افشای مسئولیت مدیران در سایر شرکت‌ها
R23		امکان دسترسی عمومی به صورت‌های مالی و گزارش‌های حسابرسی
R24		افشای اطلاعات تأمین مالی
R25	زمینه‌ای / سیاست‌های اقتصادی در حوزه مالی، پولی و ارزی	محیط کلان اقتصادی متأثر از سیاست‌های اقتصادی در حوزه مالی، پولی و ارزی
R26		عوامل ناشی از کسری بودجه، سطح نقدینگی، نرخ بهره، نرخ تورم و مالیات
R27	زمینه‌ای / ساختار قانونی و نظارتی بازار سرمایه	قوانین و مقررات مصوب شده سازمان بورس اوراق بهادار، قوانین پذیرش و آئین‌نامه‌ها و مقررات بازار سرمایه
R28		قانون آیین دادرسی مدنی، قانون تجارت، قانون جزا، قانون شرکت‌ها و رویه‌های قضایی
R29		نظارت بر حسن انجام قوانین و مقررات.

کد	ابعاد / مؤلفه‌ها	مفاهیم و مقوله‌های محوری از داده‌های مصاحبه
R30	زمینه‌ای / تحولات بین المللی	محیط کلان اقتصادی متأثر از تحریم اقتصادی
R31	و تحریم‌ها	عوامل سیاسی مؤثر ناشی از تنش‌های مکرر جهانی و منطقه‌ای
R32	زمینه‌ای / دانش مالی و	سطوح متفاوت دانش مالی سهام‌داران خرد.
R33	الگوهای تصمیم‌گیری	الگوهای متفاوت تصمیم‌گیری و رفتارهای هیجانی و وابستگی به کانال‌ها و شایعات غیررسمی
R34	مداخله‌گر / فقدان ثبات در	بی‌ثباتی در سیاست‌های پولی، مالی و ارزی اثرگذار در بازار سرمایه
R35	سیاست‌های کلان	عدم قابلیت پیش‌بینی صحیح متغیرهای کلان اقتصادی در تحلیل‌ها و ارزیابی‌ها
R36	اقتصادی	عدم ثبات در سیاست‌های ارزی و سازماندهی بازار ارز
R37		تبعیض و عدم رعایت تساوی در حقوق سهام‌داران
R38	مداخله‌گر / ضعف الزامات	مسئولیت‌پذیری و پاسخگویی ضعیف هیئت‌مدیره
R39	حاکمیت شرکتی	عدم افشای شفاف و فوری معاملات با اشخاص وابسته
R40		عدم توجه کافی به وام‌ها و حساب‌های دریافتی و معاملات بین‌گروهی
R41	مداخله‌گر / ساختار	مالکیت اکثر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار توسط دولت،
R42	مالکیت دولتی اکثر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار	نهادهای حاکمیتی و صندوق‌های بازنشتی تمرکز قدرت دولت در بازار سرمایه از طریق ساختار مالکیت دولتی شرکت‌های پذیرفته شده بورسی و تحت تأثیر قرارداد روند معاملات
R43	مداخله‌گر / عدم استقلال	وابستگی ترکیب اعضای شورای عالی به دولت به‌عنوان عالی‌ترین رکن
R44	بورس از دولت	تصمیم‌گیری تأثیرپذیری تصمیمات شورای عالی بورس از سیاست‌های دولت
R45		اقتصاد دستوری
R46	مداخله‌گر / اقتصاد	درآمدزایی دولت از بازار سرمایه برای کسری بودجه
R47	دستوری و مداخلات دولتی	تأمین مالی دولت از بازار سرمایه با انتشار اوراق بدهی و اسناد خزانه خصوصاً در دوران رکود
R48		تصمیمات خلق‌الساعه و ناهماهنگ اثرگذار بر بازار سرمایه
R49	مداخله‌گر / ساختار قضایی	ناآشنایی دستگاه‌های قضایی و قضات با پیچیدگی‌های نظام مالی
R50	ناکارآمد در رسیدگی به	فقدان قوانین و مقررات مؤثر در حوزه دعاوی سهام‌داران خرد
R51	دعاوی سهام‌داران	عدم رعایت اصول حرفه‌ای توسط کارشناسان رسمی در بازار سرمایه

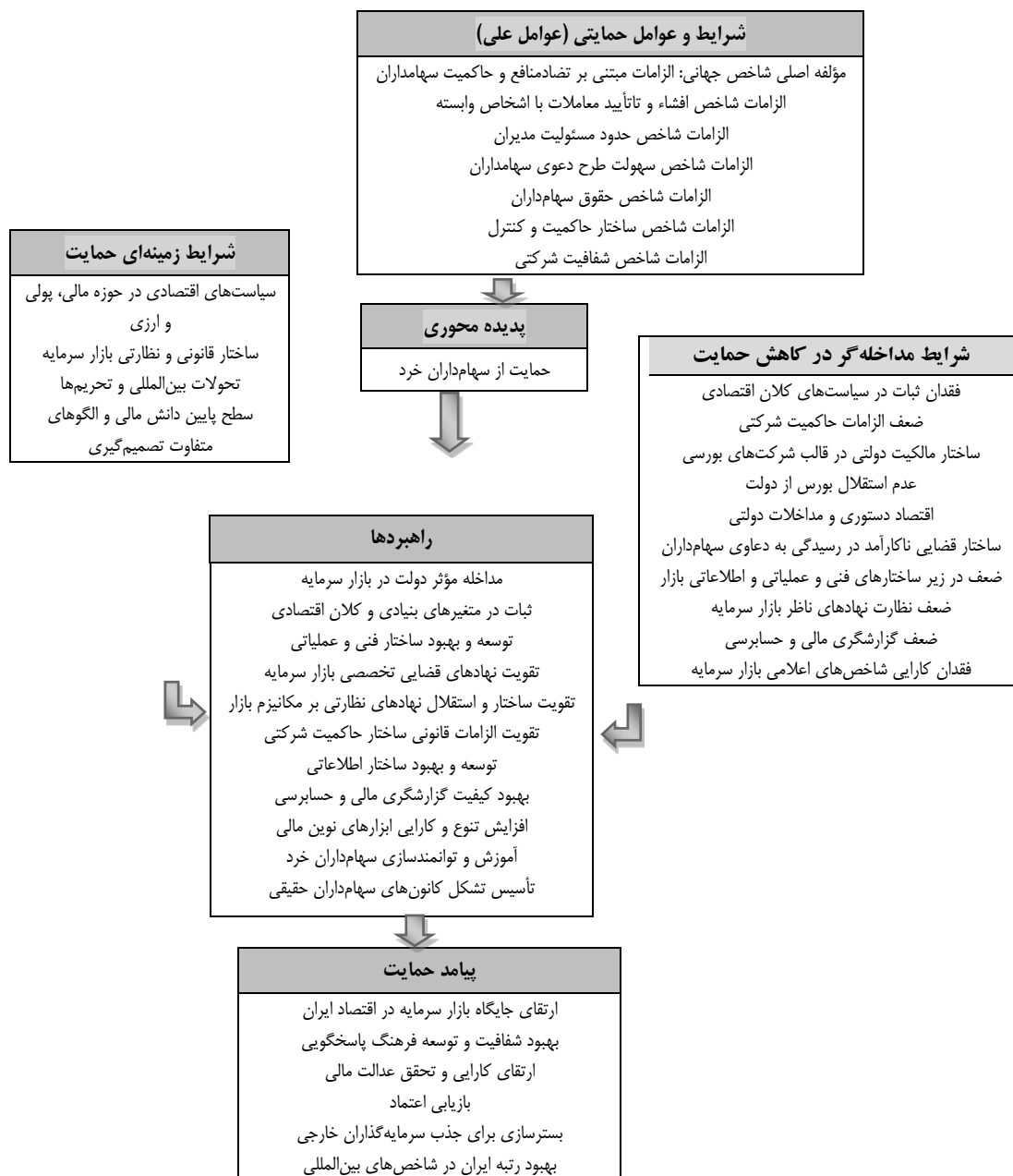
کد	ابعاد / مؤلفه‌ها	مفاهیم و مقوله‌های محوری از داده‌های مصاحبه
R52	مداخله‌گر / ضعف در زیرساخت‌های فنی، عملیاتی و اطلاعاتی	ناکارایی اطلاع‌رسانی بهنگام و عدم تقارن اطلاعات
R53		پایین بودن سهام شناور آزاد
R54		عدم دسترسی عموم به معاملات الگوریتمی
R55		پایین بودن درجه نقدشوندگی بازار خصوصاً در دوران رکود
R56		محدودیت‌های دامنه نوسان و حجم‌مبنا
R57		توقف طولانی برخی از نمادهای معاملاتی
R58	مداخله‌گر / ضعف نظارت نهادهای ناظر بازار سرمایه	عدم کارایی مؤثر سیستم نظارتی در اجرای کارآمد قوانین و مقررات
R59		تمرکز شدید قدرت نظارتی در سازمان بورس و نفوذ دولت بر نهاد ناظر
R60		ضعف در کشف و ردیابی معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی و انتشار اسامی متخلفان
R61	مداخله‌گر / ضعف گزارشگری مالی و حسابرسی	پیامدهای منفی تجدید ارائه صورت‌های مالی
R62		احتمال تحریف در گزارش‌ها حسابرسی
R63		عدم شفاف‌سازی صورت‌های مالی با تجدید ارزیابی دارایی‌ها
R64	مداخله‌گر / فقدان کارایی شاخص‌های بازار سرمایه	عیار پایین شاخص کل به‌عنوان دماسنج اقتصادی به دلیل دستکاری شاخص
R65		عدم تطابق نوسانات قیمتی سهام با شاخص کل
R66	راهبردها/ مداخله مؤثر دولت در بازار سرمایه	توسعه کمی و کیفی و ارتقای کارایی بازارهای مالی (سرمایه، پول، بیمه)
R67		کمک به تحقق اهداف خصوصی‌سازی با واگذاری شرکت‌های دولتی
R68		شفافیت در خصوص ناترازی صنایع، عوارض گمرکی، نرخ بهره مالکانه، تأمین خوراک صنایع و حاملهای انرژی
R69		حمایت هدفمند از بازار در شرایط بحرانی از طریق صندوق تثبیت بازار
R70	راهبردها/ ثبات در متغیرهای کلان اقتصادی	ثبات در متغیرهای کلیدی اثرگذار بر بازار سرمایه
R71		حذف اقتصاد دستوری
R72		ایجاد شورای ثبات بین بانک مرکزی و بازار سرمایه
R73	راهبردها/ توسعه و بهبود ساختار فنی و عملیاتی	افزایش سرعت، دقت و تسهیل مبادلات با ارتقای پلت فرم‌های معاملاتی و دسترسی عموم به معاملات الگوریتمی
R74		اصلاح ساختار بازار سرمایه از نظر سهام شناور آزاد، محدودیت‌های دامنه نوسان و حجم‌مبنا و سایر موارد

کد	ابعاد / مؤلفه‌ها	مفاهیم و مقوله‌های محوری از داده‌های مصاحبه
R75		ایجاد سامانه‌های رأی‌گیری الکترونیک و پلتفرم‌های مشارکت دیجیتال سهامداران
R76	راهبردها/ تقویت نهادهای	تسهیل در اقدامات قانونی و قضایی سهام دارد خرد
R77	قضایی تخصصی بازار	ارتقای تخصص و دانش مالی قضات و کارشناسان رسمی دادگستری
R78	سرمایه	کوتاه‌شدن فرایند کشف، رسیدگی و ابلاغ حکم و قابلیت الزام احکام دادگاه‌ها
R79		توسعه و تقویت سامانه نظارتی تحت عنوان بورس بان برای رصد لحظه‌ای معاملات، مالکیت و نقل و انتقال
R80	راهبردها/ تقویت ساختار و	توجه مضاعف به مصادیق تعارض منافع در نهادهای مالی
R81	استقلال نهادهای نظارتی بر مکانیزم بازار	بهره‌گیری از هوش مصنوعی برای رصد معاملات مشکوک و تشخیص زود هنگام تخلفات و دستکاری قیمت
R82		تسهیل پذیرش شرکت‌های جدید و لغو پذیرش شرکت‌هایی که از شفافیت لازم برخوردار نیستند
R83	راهبردها/ تقویت الزامات	تدوین و اجرای الزامی اصول حاکمیت شرکتی
R84	قانونی ساختار حاکمیت	طراحی نظام تنبیه و تشویق مناسب برای رعایت یا نقض حاکمیت شرکتی
R85	شرکتی	ایجاد نهاد ناظر مستقل و قدرتمند برای پالایش و ارزیابی اجرای اصول حاکمیت شرکتی
R86		ارتقای محتوای اطلاعاتی و بهبود کیفیت افشاء.
R87	راهبردها/ توسعه و بهبود	رانت زدایی و ممانعت از نشت اطلاعاتی
R88	ساختار اطلاع‌رسانی	عدم ارجحیت شرکت‌های دولتی در برخورداری از امتیازات و دسترسی به اطلاعات
R89	راهبردها/بهبود کیفیت	همگرایی با استانداردهای بین‌المللی IFRS خصوصاً تجدید ارزیابی دارایی‌ها
R90	گزارشگری مالی و	افشای دقیق اطلاعات مالی باهدف کاهش اطلاعات نامتقارن بین شرکت و سهامداران
R91	حسابرسی	بهبود فرایند انتخاب حسابرسی و تقویت استقلال حسابرس
R92		توسعه و تنوع‌بخشی صندوق‌های سرمایه‌گذاری برای جلب سرمایه‌گذاری با ریسک‌های متفاوت
R93	راهبردها/افزایش تنوع و	رفع ضعف در زیر ساختهای فنی در ابزارهای مشتقه
R94	کارایی ابزارهای نوین مالی	به‌کارگیری مقررات رویه‌های اجرایی مؤثر جهت جلوگیری از سوءاستفاده از ابزارهای مشتقه
R95		توسعه اوراق تبعی جهت پوشش ریسک
R96	راهبردها/ آموزش سهامداران	تسهیل آموزش و ارتقای سواد مالی از طریق گسترش فرهنگ سرمایه‌گذاری و ایجاد سامانه‌های رسمی مشاور رایگان در جهت تحلیل و ارزیابی سهام

کد	ابعاد / مؤلفه‌ها	مفاهیم و مقوله‌های محوری از داده‌های مصاحبه
R97	راهبردها/ تأسیس کانون	پیگیری حقوق قانونی سهام‌داران خرد در برابر تخلفات شرکت‌ها
R98	سهام‌داران حقیقی	تسهیل مطالبه‌گری و افزایش قدرت چانه‌زنی در مجامع
R99	پیامدها / ارتقای جایگاه	کمک به جهت‌دهی و هدایت نقدینگی به بازار سرمایه
R100	بازار سرمایه در اقتصاد	افزایش ظرفیت و سهولت تأمین مالی از بازار سرمایه
R101		تحقق سند چشم‌انداز، ایجاد ثبات مالی و رشد پایدار در اقتصاد
R102	پیامدها / بهبود شفافیت و	پاسخگویی به نیازهای سهام‌داران خرد (روان‌سازی، شفاف‌سازی و ثبات بازار)
R103	توسعه فرهنگ پاسخگویی	کاهش تضاد منافع بین مدیران و سهام‌داران خرد .
R104		توسعه فرهنگ مسئولیت‌پذیری و پاسخگویی مدیران
R105	پیامدها / ارتقای کارایی	ساماندهی و توسعه نظارت مستمر و بهبود عدالت اطلاعاتی
R106	و تحقق عدالت مالی	بسترسازی برای رشد پایدار و بلندمدت بازار سرمایه
R107		جذب سرمایه‌گذاران با سلیقه‌ها و ظرفیت پذیرش ریسک متفاوت
R108	پیامدها / بازیابی اعتماد	افزایش میزان مشارکت سهام‌داران خرد در بازار سرمایه و کمک به رشد توسعه و تعمیق بازار
R109		جلوگیری از خروج سرمایه‌های خرد و فرار به بازارهای غیرمولد
R110	پیامدها / بسترسازی برای	تقویت تعاملات اقتصادی و سیاسی با کشورهای دیگر از طریق سرمایه‌گذاری در بورس
R111	جذب سرمایه‌گذاران	اعتمادسازی و تسهیل با رفع موانع در جذب سرمایه‌گذاری خارجی
R112	خارجی	ارتقای امنیت سرمایه‌گذاری
R113	پیامدها / بهبود رتبه ایران	ارتقای رتبه ایران در رعایت شاخص حمایت از سهام‌داران خرد
R114	در شاخص‌های بین‌المللی	بهبود تصویر و اعتبار بین‌المللی بازار سرمایه

در ۱۱۴ کد محوری، ۲ مقوله برای شرایط محوری، ۲۲ مقوله برای شرایط علی، ۹ مقوله برای شرایط زمینه‌ای، ۳۲ مقوله برای شرایط مداخله‌گر، ۳۳ مقوله برای استراتژی‌ها و راهبردها و ۱۶ مقوله برای پیامدهای مرتبط با پدیده اصلی پژوهش شناسایی شد. در نهایت در کدگذاری انتخابی ۳۹ مولفه در ۶ بعد شناسایی شد که در مدل مفهومی حمایت از سهام‌داران خرد (مدل شماره ۱) ارائه می‌شود.

یافته‌ها نشان دادند که عوامل محوری، علی و زمینه‌ای در تحقق راهبردها و استراتژی‌ها تأثیرگذار بوده و به پیامدهای مدل منتج می‌شود. بنابراین مدل حمایت از سهام‌داران خرد تأثیر مثبت و معناداری بر سودمندی این فرآیند دارد. نتایج این مدل نه تنها خلأهای نظری و روش‌شناختی را پر می‌کند، بلکه مبنایی معتبر برای بهینه‌سازی مکانیسم‌های حمایت از سهام‌داران خرد در بازار سرمایه ایران فراهم می‌آورد.



مدل ۱. ابعاد مدل مفهومی حمایت از سهامداران خرد

یافته‌های پژوهش

بر اساس مرور ادبیات و یافته‌های حاصل از داده‌ها، ابعاد اصلی مدل در قالب اجزای الگوی پارادایمی تعریف شد. در پدیده محوری مدل، حمایت از سهام‌داران خرد، به عنوان چتر مفهومی مدل شناسایی شد. عوامل علی شامل مؤلفه‌های اصلی شاخص‌های جهانی حمایت از سهام‌داران خرد بود که در دو دسته کلی الزامات مبتنی بر تضاد منافع (شامل افشای معاملات اشخاص وابسته، حدود مسئولیت مدیران و سهولت اقدام قانونی سهام‌داران) و الزامات مبتنی بر حاکمیت سهام‌داران (شامل حقوق سهام‌داران، ساختار مالکیت و کنترل و شفافیت شرکتی) طبقه‌بندی شدند.

عوامل زمینه‌ای به محیط کلان اقتصادی و اجتماعی مربوط می‌شود که راهبردهای حمایتی در آن اجرا می‌شوند. این عوامل شامل سیاست‌های اقتصادی در حوزه مالی، پولی و ارزی، ساختار قانونی و نظارتی بازار سرمایه، تحولات بین‌المللی و تحریم‌ها، سطح پایین دانش مالی و الگوهای متفاوت تصمیم‌گیری،

است. عوامل زمینه‌ای بستر ساز رشد سرمایه‌گذاری، افزایش مشارکت عمومی و ارتقای عملکرد بازار سرمایه محسوب می‌شوند.

عوامل مداخله‌گر بر راهبردهای حمایت از سهام‌داران تأثیر منفی می‌گذارند و شامل فقدان ثبات در سیاست‌های کلان اقتصادی، ضعف الزامات حاکمیت شرکتی، عدم استقلال بورس از دولت، ساختار مالکیت دولتی در قالب شرکت‌های بورسی، اقتصاد دستوری و مداخلات دولتی، ساختار قضایی ناکارآمد در رسیدگی به دعاوی سهام‌داران، ضعف در زیر ساختارهای فنی و عملیاتی و اطلاعاتی بازار، ضعف نظارت نهادهای ناظر بازار سرمایه، ضعف گزارشگری مالی و حسابرسی، فقدان کارایی شاخص‌های اعلامی بازار سرمایه است. قدرت و استقلال سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان مقام ناظر بازار سرمایه که طبق قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، وظیفه حمایت از حقوق سهام‌داران و ساماندهی، حمایت و توسعه بازار شفاف، منصف و کارای اوراق بهادار را بر عهده دارد، بسیار تأثیرگذار است.

راهبردهای اجرایی بر اساس تحلیل عوامل علی، زمینه‌ای و مداخله‌گر تدوین می‌شوند و شامل مداخله مؤثر دولت در بازار سرمایه، ثبات در متغیرهای بنیادی و کلان اقتصادی، تقویت الزامات قانونی ساختار حاکمیت شرکتی، تقویت نهادهای قضایی تخصصی بازار سرمایه، تقویت ساختار و استقلال نهادهای نظارتی بر مکانیزم بازار، توسعه و بهبود ساختار فنی و عملیاتی، توسعه

و بهبود ساختار اطلاعاتی، بهبود کیفیت گزارشگری مالی و حسابرسی، افزایش تنوع و کارایی ابزارهای نوین مالی، آموزش و توانمندسازی سهامداران خرد، تأسیس تشکل کانون‌های سهامداران حقیقی است.

در سطح حقوقی، تدوین قوانین و مقررات شفاف، دسترسی به نظام عادلانه، سریع و تخصصی برای حل اختلاف و ایجاد سازوکار مبارزه با جرایم و مجازات‌ها از اهمیت بالایی برخوردار است. همچنین بازنگری در دستورالعمل‌ها، قوانین و مقررات و در صورت لزوم قانون‌زدایی و اصلاح قانون تجارت از راهبردهای مهم محسوب می‌شود. به منظور ارتقای سطح کارشناسان رسمی و قضات نیز راهبردهایی نظیر آموزش در حوزه‌های حسابداری، حسابرسی، قوانین و مقررات و ابزارهای بازار سرمایه، آموزش تخصصی قضات در حوزه مسائل بازار سرمایه و تدوین مقررات رتبه‌بندی کارشناسان رسمی نزد سازمان بورس و اوراق بهادار ضروری است.

حمایت مؤثر از سهامداران خرد پیامدهای مثبت متعددی به همراه دارد که شامل ارتقای جایگاه بازار سرمایه در اقتصاد ایران، ارتقای شفافیت و توسعه فرهنگ پاسخگویی، ارتقای کارایی و تحقق عدالت مالی و بازیابی اعتماد عمومی است. از جنبه بین‌المللی نیز حمایت بیشتر از سرمایه‌گذاران، ارتقای رتبه ایران در شاخص‌های بین‌المللی، بسترسازی برای جذب سرمایه‌گذاران خارجی در بازار سرمایه و ارتباطات بین‌المللی بیشتر با بورس‌های جهانی را به همراه دارد.

این مدل ترکیبی از اصلاح قوانین، توانمندسازی نهادهای نظارتی و ابزارهای اجرایی است که افزون بر بهبود امتیاز ایران در شاخص بانک جهانی، در عمل نیز حقوق سهامداران خرد در بازار سرمایه ایران را تقویت می‌کند. از نظر برخی خبرگان، کشور ما در مقایسه با سایر کشورها از نظر قوانین و مقررات کمبودی ندارد اما فقدان ضمانت اجرای قوانین و مقررات و بهره‌نبردن از نظام عادلانه به منظور اجرای قانون، علل بسیار مهم حمایت ناکافی از حقوق سهامداران خرد محسوب می‌شود.

بحث، نتیجه‌گیری و پیشنهادها

این پژوهش مدلی جامع برای حمایت از سهامداران خرد بر اساس شاخص‌های جهانی و مقتضیات بازار سرمایه ایران تدوین می‌کند. مدل نهایی با رویکردی چندبعدی، ابعاد نهادی، حقوقی، اقتصادی و اجرایی را به صورت یکپارچه در نظر می‌گیرد.

یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که تقویت جایگاه سهام‌داران خرد نمی‌تواند تنها از طریق اصلاح قوانین یا تقویت نظارت محقق شود بلکه مستلزم نگاهی سیستمی است که عوامل حقوقی، اقتصادی، فرهنگی و نهادی را به طور هماهنگ در برمی‌گیرد.

این نگاه سیستمی مستلزم تعامل هماهنگ میان سیاست‌گذاران، نهادهای مالی، قانون‌گذاران و فعالان بازار است، در غیر این صورت، انتظار ارتقای اعتماد عمومی، افزایش کارایی بازار و بهبود جایگاه ایران در شاخص‌های جهانی حمایت از سرمایه‌گذاران محقق نمی‌شود.

وضعیت ایران در رتبه‌بندی بانک جهانی برای شاخص حمایت از سهام‌داران خرد نشان‌دهنده ضرورت اتخاذ تدابیر جامع و اساسی برای بهبود این موقعیت است. با توجه به شاخص‌های بانک جهانی مجموعه‌ای از راهکارهای اجرایی برای بهبود رتبه ایران و افزایش اعتماد سهام‌داران به شرح زیر پیشنهاد می‌شود:

۱. برای تقویت و توسعه بازار سرمایه ایران و ارتقای نقش آن در اقتصاد ملی مجموعه‌ای از راهکارهای جامع و منسجم پیشنهاد می‌شود. دولت می‌تواند با مداخله هدفمند و مؤثر، ضمن حفظ ثبات در متغیرهای کلان اقتصادی، زمینه‌ساز توسعه کمی و کیفی بازارهای مالی شامل بازار سرمایه، پول و بیمه را فراهم آورد. این امر از طریق ارتقای کارایی این بازارها، حمایت از خصوصی‌سازی با واگذاری شرکت‌های دولتی و ایجاد شفافیت در متغیرهای کلیدی اثرگذار بر بازار سرمایه محقق می‌شود. تک‌نرخی شدن ارز و اصلاح نظام مالیاتی برای برقراری عدالت، همراه با ایجاد شورای ثبات بین بانک مرکزی و بازار سرمایه، می‌تواند به تقویت زیرساخت‌های نظارتی و اطلاعاتی بازار کمک کند.

۲. برای بهبود حاکمیت شرکتی، ایجاد نهاد ناظر مستقل و قدرتمند برای پالایش و ارزیابی اجرای اصول حاکمیت شرکتی ضروری است. طراحی نظام تنبیه و تشویق مناسب برای رعایت یا نقض این اصول، افزایش مسئولیت‌پذیری و پاسخگویی هیئت‌مدیره، کاهش وابستگی به سهام‌داران عمده یا نهادهای دولتی و تقویت حقوق رأی‌گیری سهام‌داران خرد در مجامع، از دیگر اقدامات پیشنهادی است. تدوین مقررات سختگیرانه برای افشا و تأیید معاملات با اشخاص وابسته، اصلاح قوانین برای کاهش تضاد منافع و تقویت نقش حسابرسان مستقل در کشف تخلفات نیز به شفافیت و کارایی بازار کمک می‌کند.

۳. بازنگری در قوانین و مقررات بازار سرمایه و تقویت نهادهای قضایی تخصصی از دیگر اولویتهاست. بهروزرسانی قانون تجارت، مدیریت ریسک و الزامات حاکمیت شرکتی، اصلاح قوانین مربوط به دستکاری بازار و افزایش شفافیت در معاملات با اشخاص وابسته و تدوین قواعد قیمتهای انتقالی از جمله این اقدامات است. همچنین، ارتقای تخصص قضات و کارشناسان رسمی دادگستری، کوتاه کردن فرایند کشف و رسیدگی به تخلفات به تقویت اعتماد عمومی کمک می کند.

۴. تقویت ساختار و استقلال نهادهای نظارتی نیز از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. توسعه پایگاه داده متمرکز و سامانه نظارتی تحت عنوان بورس بان برای رصد لحظه‌ای معاملات، مالکیت و نقل و انتقال، همراه با توجه به مصادیق تعارض منافع در نهادهای مالی، کشف معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی و طراحی دستورالعمل‌های معاملاتی دقیق، از اقدامات موثر است. تسهیل پذیرش شرکت‌های جدید و لغو پذیرش شرکت‌های غیرشفاف، همراه با تدوین آیین‌نامه‌های نظارتی شفاف از دیگر راهکارهای پیشنهادی است.

۵. در حوزه ساختار عملیاتی بازار، اصلاحاتی مانند افزایش درصد سهام شناور آزاد، رفع محدودیت‌های دامنه نوسان و حجم مینا، دوطرفه کردن معاملات و دسترسی همگانی به معاملات الگوریتمی پیشنهاد می شود. بهبود سامانه‌های فنی معاملات الکترونیکی، تقویت فعالیت بازارگردانی برای افزایش نقدشوندگی، کاهش زمان توقف معاملات سهام و تسهیل در اعطای مجوز تأسیس نهادهای مالی نیز از اقدامات کلیدی است.

۶. توسعه و تنوع بخشی ابزارهای نوین مالی، رفع ضعف زیرساخت‌های فنی مرتبط با ابزارهای مشتقه، تدوین مقررات مؤثر برای جلوگیری از سوءاستفاده از این ابزارها و توسعه اوراق تبعی برای پوشش ریسک، به جذب سرمایه گذاری با ریسک‌های متفاوت کمک می کند.

۷. ارتقای ساختار اطلاعاتی بازار از طریق بهبود شفافیت، کیفیت و میزان افشای اطلاعات در پایگاه‌های اطلاع‌رسانی، جلوگیری از نشت اطلاعات پیش از بارگذاری گزارش‌ها و رفع ارجحیت شرکت‌های دولتی در دسترسی به اطلاعات محقق می شود. شفاف سازی وضعیت صندوق‌های تثبیت و توسعه نیز از دیگر پیشنهادها است.

۸. در زمینه گزارشگری مالی و حسابرسی، بهبود کیفیت افشای اطلاعات، همگرایی با استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی (IFRS)، تقویت استقلال حسابرسان و بهبود سیستم‌های کنترل داخلی و نظارت بر مدیریت، به افزایش قابلیت اتکای صورت‌های مالی منجر می‌شود.

۹. تأسیس تشکل کانون‌های سهام‌داران حقیقی، مطالبه‌گری سهام‌داران خرد را تسهیل کرده و با افزایش قدرت چانه‌زنی در مجامع، حفظ منافع مشترک و تشویق مشارکت جمعی، اعتماد عمومی و جذب سرمایه‌گذاران جدید را تقویت می‌کند.

۱۰. در حوزه ساختار فنی بازار، نوسازی زیرساخت‌های اطلاعاتی و به‌کارگیری هوش مصنوعی و بلاک چین در نظارت به معاملات مشکوک، تغییرات مالکیت سهام‌داران عمده و معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی و همچنین ایجاد سامانه‌های رأی‌گیری الکترونیک و پلتفرم‌های مشارکت دیجیتال سهام‌داران پیشنهاد میشود این امر تحلیل کلان‌داده‌ها و هشداردهی خودکار برای شناسایی تخلفات و دستکاری بازار را میسر می‌سازد.

این پژوهش خالی از نقض نیست ولی تلاش برای کاهش ایرادات، پرهیز از جانب‌گرایی و بهره‌مندی از روش‌شناسی مناسب، می‌تواند سرآغازی برای تحقیقات بعدی باشد. انجام پژوهش‌های مستقل دانشگاهی در زمینه بهبود سیاست‌های حمایت از سهام‌داران خرد و چگونگی ارتقای رتبه ایران در شاخص جهانی حمایت از سهام‌داران خرد راهگشای تدوین قوانین و مقررات مقتضی خواهد بود. پیشنهاد می‌شود گروه‌های تحقیقاتی، ابعاد مختلف این پدیده را موردبررسی قرار دهند.

ملاحظات اخلاقی

نویسندگان اصول اخلاقی را در انجام و انتشار این پژوهش علمی رعایت کرده‌اند و این موضوع مورد تأیید همه آنهاست.

مشارکت نویسندگان

مشارکت نویسندگان در مقاله مستخرج از رساله به شکل زیر باشد:

نویسنده اول: انجام مصاحبه ها، گردآوری و طبقه بندی داده ها، تجزیه و تحلیل، تفسیر اطلاعات و نتایج، تهیه پیش نویس مقاله
سایر نویسندگان: نظارت بر مراحل انجام پژوهش، بازبینی و نهایی سازی مقاله

تعارض منافع

بنا بر اظهار نویسندگان این مقاله تعارض منافع ندارد.

حامی مالی

این پژوهش هیچ کمک مالی خاصی از سازمان های تأمین مالی در بخش های عمومی تجاری یا غیرانتفاعی دریافت نکرده است.

سپاسگزاری

نویسندگان مایلند از داوران ناشناس به خاطر نظرات سازنده شان تشکر و قدردانی کنند.

References

- Arza, A. H; & Ahmadi Zamani, F. (2023). Designing a mechanism for retail shareholders' participation in the management of companies listed on the Tehran Stock Exchange and Iran Fara Bourse. *Journal of Stock Exchange*, 16(64). [In Persian]. <https://elmnet.ir/doc/2785646-62102>
- Acruna, S; & Samdani, B. (2017). Minority shareholder protection and investment incentives: Evidence from India. *Journal of Corporate Finance*, 43, 23–41. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.04.008>
- Angelopoulos, D; & Dimitriadis, E. (2015). Corporate governance in emerging markets: Investor protection and ownership concentration. *Emerging Markets Review*, 22, 1–18. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2014.10.001>
- Cao, J; Douglas, M; Guo, X; & Wang, Y. (2019). The impact of investor protection laws on value creation. *Journal of Financial Economics*, 134(2), 321–340. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.03.007>
- Cao, Y; Douglas, A; Guo, L; & Wang, Y. (2019). The role of investor protections on the value of investment banking relationships: International evidence. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 72, 101313. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2020.101313>
- Djankov, S; La Porta, R; Lopez-de-Silanes, F; & Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 430–465. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.02.007>
- Dehghan Bonadkoki, H; & Qudjani, A. (2011). A critique of the World Bank Doing Business report. *Parliamentary Research Center of the Islamic Consultative Assembly*. [In Persian]. <https://rc.majlis.ir/fa/report/show/793351>
- Enayat, S. E. (2021). Problems and constraints of the capital market in Iran. *Quarterly Journal of Economic Research*, 1(3), 50–68. https://joer.atu.ac.ir/article_3129.html [In Persian]
- Eslami Bidgoli, S. (2017). The role of regulations in protecting the rights of minority shareholders. *Financial Research Journal*, 20. [In Persian] <http://jfr.ut.ac.ir>
- Faghieh, M; & Fakheri, H. (2022). Developing a composite index for shareholder protection. *Auditing and Accounting Reviews*, 29(4), 112–130. [In Persian]. https://journals.ut.ac.ir/article_91669.html
- Farmanara, V; & Colleagues. (2019). The role of the capital market in financing and economic growth. *Financial Economics*, 13(47), 34–55. [In Persian]. https://journals.iau.ir/article_668623.html

- Foroughnejad, H. (2020). *Capital market and corporate governance principles* [Capital market and corporate governance principles]. Bourse Publications. [In Persian].
- G20/OECD. (2015). *G20/OECD principles of corporate governance*. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/9789264236882-en>
- Gayon, P; & Capron, L. (2016). State capacity, minority shareholder protections, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 37(7), 1335–1353. <https://doi.org/10.1002/smj.2401>
- Giofrè, M. (2014). Domestic investor protection and foreign portfolio investment. *Journal of Banking & Finance*, 46, 355–371. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.05.023>
- Giofre, A. (2014). Domestic investor protection and foreign portfolio investment in equity. *Economic Modelling*, 42, 296–316. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2014.07.012>
- Glaser, B. G; & Strauss, A. L. (1967). *The discovery of grounded theory: Strategies for qualitative research*. Aldine Publishing Company.
- Guerin, S; & Capron, L. (2016). Government capacity, minority shareholder protection, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 37(7), 1294–1312. <https://doi.org/10.1002/smj.2398>
- Hasani, A; & Jabarvand, M. (2021). The role of investor protection measures and financial information quality improvement in reducing the cost of equity capital. *Securities Exchange Quarterly*, 14(4), 88–115. [In Persian]. <https://www.sid.ir/paper/955560/fa>
- Hosseini, S. A; & Shafi'zadeh, A. (2019). Explaining a model for protecting the rights of investors with emphasis on accounting structures. *Auditing and Accounting Reviews*, 26(1), 112–130. [In Persian]. https://acctgrev.ut.ac.ir/article_72154.html
- Hosseini, S. M. R. (2015). The effect of minority shareholder rights protection on the capital market value of selected countries using panel data. *Islamic Financial Research*, 2, 159–186. [In Persian]. <https://sid.ir/paper/254938/fa>
- IMF. (2022). *Global Financial Stability Report: Emerging Market Resilience*. International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781513598765.082>
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO). (2009). *Protection of minority shareholders in listed issuers: Final report*. Technical Committee of the IOSCO. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD273.pdf>
- IOSCO. (2009). *Report on Regulatory and Legal Measures to Protect Minority Shareholders*. International Organization of Securities Commissions.

<https://doi.org/10.15847/iosco.2009.rpt001>

IOSCO/OECD. (2009). *Corporate governance of listed companies: A manual for emerging markets*. IOSCO and OECD Joint Publication.

Jensen, M. C; & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

Kamarudin, F; Afrab, M; & Jeffreck, H. (2020). Does minority shareholder protection affect accounting quality? Evidence from 32 countries. *International Review of Financial Analysis*, 72, 101582.

<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101582>

Karami, S; Allahyari, A; & Rezaei, A. (2021). Investigating the relationship between adoption of international financial reporting standards and investor protection with earnings management. *Journal of New Research Approaches in Management and Accounting*, (66), 120–140. [In Persian].

<https://majournal.ir/index.php/ma/article/view/854>

Kamarudin, K. A; Ariff, A; & Jaafar, A. (2020). Investor protection, cross-listing and accounting quality. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 16(1), 100179. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2019.100179>

Khakpour, H; Naderian, A; Didkhani, H; & Khazin, A. (2022). Developing a model for protecting minority investors in the Iranian capital market with an emphasis on financial institutions. *Securities Exchange Quarterly*, 59, 333–358. [In Persian]. <https://www.magiran.com/paper/2522000>

Kim, S; & Park, J. (2018). Fuzzy Delphi method for developing corporate governance evaluation framework. *Expert Systems with Applications*, 112, 423–437. <https://doi.org/10.1016/j.eswa.2018.06.036>

Komijani, A; & Soheili Ahmadi, H. (2012). Analysis of the role of shareholder rights protection in the expansion of the stock market in selected developing countries. *Quarterly Journal of Applied Economic Studies in Iran*, 7(2), 95–115. [In Persian]. https://journals.basu.ac.ir/article_268.html

Kuoki Foo, L. (2020). *Comparative study of minority shareholder protection in China, United States, and Netherlands* [Master's thesis, Erasmus University Rotterdam].

La Porta, R; Lopez-de-Silanes, F; Shleifer, A; & Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155.

<https://doi.org/10.1086/250042>

Larrain, B; Tapia, M; & Urzúa, F. (2017). Investor protection and corporate control. *Journal of Corporate Finance*, 47, 174–190.

<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.09.005>

- Larina, M; Tapia, C; & Orza, R. (2017). Minority shareholder protection and productivity as drivers of control transfers. *Journal of Corporate Finance*, 45, 292–317. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.05.004>
- Lavinia, L; & Perda, H. N. J. (2018). A review of studies on investor protection. *IJIRST – International Journal for Innovative Research in Science & Technology*, 4(9), 94–99.
- Lavarnia, S; & Preda, A. (2018). The impact of increased investor protection in financial markets. *Journal of Financial Regulation*, 4(2), 234–256. <https://doi.org/10.1093/jfr/fjy004>
- Lertnuwat, N. (2012). *Legal framework for promoting minority shareholders' protection in Thailand* [Doctoral dissertation, Victoria University]. <http://hdl.handle.net/11343/36912>
- Lertnuwat, P. (2012). *Legal framework for minority shareholder protection in Thailand: Challenges and improvement strategies* [Doctoral dissertation, University of Bangkok].
- Mortgat, A; Nanarta, B; & Delofab, C. (2017). Investor protection laws and dividend policy: Evidence from Brussels Stock Exchange. *European Financial Management*, 23(4), 718–747. <https://doi.org/10.1111/eufm.12132>
- Naderi, N; & Hosseini, S. M. R. (2015). The effect of minority shareholder rights protection on the capital market value. *Islamic Financial Research*, 4(2), 60–78. <https://sid.ir/paper/254938/fa> [In Persian]
- OECD. (2015). *G20/OECD principles of corporate governance*. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/9789264236882-en>
- OECD. (2023). *Corporate Governance Outlook 2023*. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/9789264236882-en>
- Pormajidi, A; & Colleagues. (2018). A comparative study of minority shareholder protection in the capital markets of Iran and the world. *Securities Exchange Quarterly*, 45, 67–89. [In Persian] <https://www.noormags.ir/view/fa/magazine/4251/بorsa-اوراق-بهادار>
- Poursaid, S. B; Hosseini, S. M. R; & Sohrabi, L. (2016). Strategies for improving corporate governance in Iran with emphasis on the World Bank's minority shareholder protection index. *Quarterly Journal of Business Research*, 81, 57–95. [In Persian]. https://pajooreshnameh.itsr.ir/article_24523.html
- Putnam, R. D. (2000). *Bowling alone: The collapse and revival of American community*. Simon & Schuster.
- Qiqi, F. (2020). *A comparative study of minority shareholder protection in China, the US and the Netherlands* [Doctoral dissertation, Erasmus University Rotterdam]. <https://doi.org/10.1163/9789004426757>

- Rezvan, P; & Zareh, A. (2024). Rights of institutional and minority shareholders in the Iranian capital market. *Legal Civilization*, 7(21), 177–192. [In Persian] https://www.pzhfars.ir/article_202076.html
- Rodriguez, M; & Martinez, A. (2019). Validation of minority shareholder rights index using fuzzy Delphi technique. *International Journal of Corporate Governance*, 10(3), 245–268. <https://doi.org/10.1504/IJCG.2019.101734>
- Sa'dvandi, A. (2020). The most important economic crisis of 1399 (2020–2021). *Economic Journal*. [In Persian] <https://tejaratnews.com/مهم-ترین-بحران-اقتصادی-سال-۹۹>
- Sanchez, P. (2015). Investor protection in 12 countries: A quantitative and qualitative study. *Corporate Governance: An International Review*, 23(4), 298–315. <https://doi.org/10.1111/corg.12101>
- Scott, W. R. (1995). *Institutions and organizations*. Sage Publications.
- Sikin, M. (2016). Fair value accounting and investment decisions in countries with moderate to strong investor protection. *Accounting Horizons*, 30(2), 189–207. <https://doi.org/10.2308/acch-51284>
- Shahabuddin, A; & Mohammadi, S. (2022). A framework for minority shareholder protection in common law and Iranian law. *Iranian Journal of Political Sociology*, 4, 471–486. https://jou.spsiran.ir/article_154460.html [In Persian]
- Spamann, H. (2010). The "Antidirector Rights Index" revisited. *Review of Financial Studies*, 23(2), 467–486. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp067>
- Taghinezhad, G; Momenzadeh, M. M; & Momenzadeh, M. H. (2018). Development and empowerment of the capital market towards achieving the goals of the resistance economy. *Auditing and Accounting Investigations*, 39, 1–25. [In Persian]. <https://www.magiran.com/paper/1906885>
- Thompson, R; & Johnson, M. (2023). Risk assessment in financial markets using fuzzy Delphi approach. *Journal of Risk Management*, 28(3), 145–162. <https://doi.org/10.1108/JRM-10-2022-0145>
- Wang, X; & Chen, Y. (2021). Assessing corporate governance quality in emerging markets based on fuzzy Delphi. *Emerging Markets Review*, 47, 100784. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2021.100784>
- World Bank. (2020). *Doing business report 2020: Comparing business regulation in 190 economies*. World Bank Publications. <https://doi.org/10.1596/978-1-4648-1440-2>
- Zhang, L; Liu, H; & Park, K. (2020). Global standards for investor protection: A fuzzy Delphi approach. *International Business Review*, 29(4), 101687. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2020.101687>