

فهرست مطالب

تحلیل بازده سهام بر اساس مدل پنج عاملی فاما و فرنچ در مقیاس‌های زمانی مختلف با رهیافت تحلیل موجک

در بورس اوراق بهادار تهران..... ۱

سید محمدرضا داودی

مسئولیت مدنی دولت در قبال شرکتهای صادرات محور..... ۳۵

سید محسن قائمی خرق، مهدی مددی

ابعاد رتبه‌بندی اعتباری بانک‌های ایران..... ۵۷

محمد جواد محقق‌نیا، وجه الله قربانی‌زاده، محمد خان‌زاده

طراحی مدل جامع تفسیری / ساختاری مکانیزم اثربخش نقدشوندگی سهام شرکتهای بورس اوراق بهادار

تهران..... ۷۷

محمدرضا جباری، محمدرضا عبدلی، حسین پناهیان

بررسی داوری اجباری اختلافات حوزه بازار اوراق بهادار با نگاهی به آراء هیأت داوری (تحلیل ماده ۳۶ قانون

بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴) و پیش‌نویس قانون ارتقای نظام بازار سرمایه

کشور..... ۱۰۹

عباس قاسمی حامد، یوسف براری چناری، مجتبی جهانیان

طراحی الگوی بهینه توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایران با استفاده از تئوری زمینه بنیان (مطالعه موردی:

بورس اوراق بهادار)..... ۱۴۳

اصغر نجفی احمدآباد، ناصر فقهی فرهنگد، سیروس فخریمی‌آذر، سیدعلی پایتختی اسکوئی

تأملی بر فصل سوم «دستورالعمل حاکمیت شرکتی رکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و

فرا بورس ایران» و نحوه‌ی اعمال آن..... ۱۶۷

علی حیاتی، احمد شهنیایی، فرزین دهدار

تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر ناتوانی حسابرس در کشف تقلب شرکتهای با استفاده از تجزیه و تحلیل سطح

حسابرسان..... ۱۹۷

سعید واصلی، بابک جمشیدی نوید، مهرداد قنبری

Stock Return Analysis Based on Fama and French Factor Model at Different Time Scales with Wavelet Analysis Approach in Tehran Stock Exchange¹

Sayyed Mohammad Reza Davoodi²

Received: 2020/12/23

Accepted: 2021/05/15

Research Paper

Abstract

The purpose of this study is to analyze the factors affecting stock returns based on the Fama and French models and with the wavelet analysis approach. The Fama and French models in asset pricing and asset management are a model in which independent variables are risk, size, value, investment, and profitability factors. The time series of independent variables are analyzed by wavelet decomposition into different levels and the effect of independent variables on stock returns at these levels is investigated using regression relationship. The data needed for the research are collected from the new rational software and for data analysis, the MATLAB software and its wavelet toolbox are used. The result of time scale regression analysis of the Fama and French Factor model in Tehran Stock Exchange during the years 1395-1380 and using wavelet analysis shows that in the short run (2-4 months), variables of size; risk and profitability have a significant impact on returns. In the medium term (4-8 quarterly periods), size, risk, value, and long-term (8-6 quarterly periods), risk and investment have a positive and significant impact on returns.

Key Words: Wavelet Analysis, Fama and French Five-Factor Model, Time-Scale Regression Analysis, Efficiency

JEL Classification: G23

1. DOI: 10.22034/JSE.2021.10920.1202

2. Assistant Professor, Department of Management, Dehaghan Branch, Islamic Azad University, Dehaghan, Iran (Corresponding Author) smrdavoodi@ut.ac.ir

تحلیل بازده سهام بر اساس مدل پنج عاملی فاما و فرنچ در مقیاس‌های زمانی مختلف با رهیافت تحلیل موجک در بورس اوراق بهادار تهران^۱

سید محمدرضا داودی^۲

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۱۰/۰۳

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۲/۲۵

مقاله پژوهشی

چکیده

هدف پژوهش حاضر تحلیل عوامل مؤثر در بازده سهام بر اساس مدل فاما و فرنچ و با رویکرد تحلیل موجک می‌باشد. مدل فاما و فرنچ در نظریه قیمت گذاری دارایی و مدیریت سبد سرمایه گذاری، مدلی است که متغیرهای مستقل در آن عوامل صرف ریسک، اندازه، ارزش، سرمایه گذاری و سودآوری می‌باشد. سری‌های زمانی متغیرهای مستقل، به وسیله تجزیه موجک به سطوح مختلف تجزیه شده و تأثیر متغیرهای مستقل بر بازده سهام در این سطوح و به کمک رابطه رگرسیونی بررسی می‌شود. داده‌های مورد نیاز پژوهش از نرم افزار ره آورد نوین جمع آوری شده و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم افزار متلب و جعبه ابزار موجک آن استفاده گردید. نتیجه تحلیل رگرسیونی مقیاس زمانی مدل پنج عاملی فاما و فرنچ در بورس اوراق بهادار تهران در خلال سال‌های ۱۳۹۵-۱۳۸۰ و با استفاده از تحلیل موجک نشان می‌دهد در کوتاه مدت (۲-۴ دوره سه ماهه)، متغیرهای اندازه، صرف ریسک و سودآوری دارای تأثیر معناداری بر بازده هستند. در میان مدت (۴-۸ دوره سه ماهه)، اندازه، صرف ریسک، ارزش و در دراز مدت (۸-۱۶ دوره سه ماهه) صرف ریسک و سرمایه گذاری دارای تأثیر مثبت و معناداری بر بازده هستند.

واژه های کلیدی: آنالیز موجکی، مدل پنج عاملی فاما و فرنچ، تحلیل رگرسیونی مقیاس زمانی، بازده

طبقه بندی موضوعی: G23

DOI: 10.22034/JSE.2021.10920.1202

10.22034/JSE.2020.11239.1451

۱. استادیار، گروه مدیریت، واحد دهقان، دانشگاه آزاد اسلامی، دهقان، ایران. (نویسنده مسئول) smrdavoodi@ut.ac.ir

مقدمه

بازار سرمایه از ارکان اساسی نظام اقتصادی هر کشور به شمار می‌رود. این بازار محل تجمع منابع ارزان قیمت، سرگردان و پراکنده به سمت واحدهای مختلف اقتصادی است. نماد بازار سرمایه، بورس اوراق بهادار و نهادهای وابسته می‌باشد. عملکرد صحیح بورس می‌تواند پیامدهای ارزشمندی مانند رشد و توسعه اقتصادی را به همراه داشته باشد. این امر موجب شد که نظریه‌ها، مدل‌ها و روش‌های گوناگونی برای قیمت‌گذاری دارایی‌های مالی و محاسبه و پیش‌بینی نرخ بازدهی سهام، مطرح شده و هر روز در حال توسعه و تغییر و تحول باشد (شمس و پارسائیان، ۱۳۹۱).

الگوی اولیه قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای^۱ که توسط شارپ (۱۹۶۳-۱۹۶۴) ارائه شد، بیان می‌کند که بازده مورد انتظار یک دارایی، تابعی خطی و مثبت از شاخص ریسک سیستماتیک آن دارایی (بتا) خواهد بود (Sharp, 1964). بارزترین مطالعه‌ای که به بررسی اعتبار تجربی الگوی قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای می‌پردازد، مطالعه‌ای است که توسط بانز (Banz, 1981) انجام شد. وی نشان داد که متوسط بازده سهام شرکت‌های کوچک در مقایسه با متوسط بازده سهام شرکت‌های بزرگ که در همان سطح بتای بازار قرار دارند، بزرگ‌تر است. مطالعه دیگری که اعتبار الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای را با سؤالی جدی مواجه کرد، توسط بهانداری (Bhandari, 1988) انجام شد. همان‌طور که اشاره شد، طبق تصریح الگوی قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای، بتای یک سهم به‌تنهایی توانایی توضیح اختلاف بازده شرکت‌های مختلف را دارد. لیکن، بهانداری (۱۹۸۸) توانست نشان دهد که با افزودن متغیر اهرم مالی توانایی الگو به‌طور معنی‌داری بهبود می‌یابد (پورزمانی و بشیری، ۱۳۹۲).

در مدل سه عاملی فاما و فرنچ، بازده اضافی یک پرتفوی، به سه عامل مربوط می‌باشد. عامل اول صرف ریسک بازار است که همان عامل بتای مدل تعادلی می‌باشد. عامل دوم، تفاوت بین میانگین بازده‌های پرتفوی سهام شرکت‌های کوچک و پرتفوی سهام شرکت‌های بزرگ است. عامل سوم، تفاوت بین میانگین بازده‌های پرتفوی سهام شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا و پرتفوی سهام شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین است که عموماً به آن عامل ارزش می‌گویند. گرگوری، تاربان و کریستیدیس (Gregory and Christidis, 2013)، شواهد جدیدی مبنی بر کاربرد محدود

1. Capital Asset pricing model

این مدل در بازار انگلیس، علیرغم اندازه و اهمیت جهانی این بازار، ارائه کرده‌اند. شواهدی وجود دارد که سودآوری و سرمایه‌گذاری می‌توانند قدرت تبیین میانگین بازده سهام را افزایش دهند. دلیل منطقی که این متغیرها را به میانگین بازده مرتبط می‌کند را می‌توان با مدل تنزیل سود سهام توضیح داد. این مدل می‌گوید ارزش بازار یک سهم، برابر با ارزش فعلی سودهای مورد انتظار هر سهم در طی دوره برآورد کند.

مدل پنج عاملی فاما و فرنچ (۲۰۱۳) شکل کامل‌تری از مدل سه عاملی می‌باشد که در آن عامل سودآوری و سرمایه‌گذاری نیز وارد مدل شده‌اند. در پژوهش حاضر این مدل از دیدگاه تحلیل موجک مورد بررسی قرار می‌گیرد. تحلیل موجک اجازه می‌دهد تا در مقیاس‌های زمانی مختلف یک پدیده وابسته به مکان و زمان بررسی شود. اقتصاددانان مدت‌ها شناخته‌اند که مقیاس زمانی مهم است، زیرا ساختار تصمیم‌گیری در مورد افق زمانی مربوطه، درجه انباشت زمان، قدرت رابطه و حتی متغیرهای مرتبط با مقیاس زمانی متفاوت است.

یکی از ابزارهای سنجش میزان تأثیر یک متغیر بر متغیر دیگر، تحلیل رگرسیونی استفاده می‌شود. در تحلیل رگرسیونی برای جلوگیری از رگرسیون کاذب از شرط مانایی استفاده می‌شود که برای رسیدن به مانایی باید یک سری زمانی را بدون روند کرد. تبدیل موجک روشی برای حذف روند از داده‌ها می‌باشد که در آن روند یا سری تقریب یا سری کلیات خود یک سری زمانی می‌باشد. با حذف روند از داده‌ها سری روند زدایی شده یا سری جزئیات محاسبه می‌شود. آنالیز موجک یک ابزار نسبتاً جدید و قدرتمند برای پردازش سیگنال است که هر دو حوزه زمان و فرکانس را در نظر می‌گیرد و در آن یک سری زمانی به بازه‌های زمانی مختلف تجزیه می‌شود و قابلیت انجام با داده‌های نامانا را دارد (عباسی نژاد و نادری، ۱۳۹۱: ۲).

در پژوهش حاضر متغیرهای مستقل مدل پنج عاملی به کمک تحلیل موجک به سری‌های کلیات و جزئیات تقسیم می‌شوند و در مقیاس‌های زمانی مختلف (کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت)، عمل رگرسیونی و ایجاد ارتباط بین آن‌ها مورد تخمین قرار می‌گیرد تا میزان قدرت توضیح دهنده مدل و متغیرهای معنا دار آن در مقیاس‌های زمانی مختلف مشخص شود. پژوهش حاضر به دنبال پاسخگویی به این سؤال می‌باشد که با استفاده از رهیافت تحلیل موجک، عوامل مؤثر بر بازده سهام در مدل پنج عاملی فاما و فرنچ در کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت کدامند؟

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

مدل سه عاملی و پنج عاملی فاما و فرنچ

همان گونه که اشاره شد فاما و فرنچ (Fama and French, 1993) مدل سه عاملی بتا، اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار را با توجه به یافته‌های خود در سال ۱۹۹۲ ارائه نمودند. در این مدل بازده اضافی یک پرتفوی، به سه عامل مربوط می‌باشد. عامل اول صرف ریسک بازار است که همان عامل بتای مدل تعادلی می‌باشد. عامل دوم، تفاوت بین میانگین بازده‌های پرتفوی سهام شرکت‌های کوچک و پو پرتفوی سهام شرکت‌های بزرگ است. عامل سوم، تفاوت بین میانگین بازده‌های پرتفوی سهام شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا و پرتفوی سهام شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین است که عموماً به آن عامل ارزش می‌گویند و با HML^1 نشان داده شده است. بنابراین مدل سه عاملی فاما و فرنچ عبارت است.

رابطه (۱) این مدل را نشان می‌دهد.

$$R_{it} - R_{Ft} = a_i + b_i(R_{Mt} - R_{Ft}) + s_iSMB_t + h_iHML_t + \xi_{it} \quad (1)$$

که R_{it} بازده پرتفوی i ام در زمان t ; R_{Ft} : بازده بدون ریسک؛ SMB_t : عامل اندازه که از حاصل تفاضل بازده پرتفوی متنوع از سهام کوچک از بازده پرتفوی متنوع از سهام بزرگ؛ HML_t : عامل ارزش که حاصل تفاضل بازده پرتفوی متنوع از سهام با اندازه دفتری به بازار کوچک از بازده پرتفوی متنوع از سهام با ارزش دفتری به بازار زیاد؛

مدل سه عاملی فاما-فرنچ، بیش از ۹۰٪ بازده پرتفوی‌های متنوع شده را توضیح می‌دهد و این در مقابل ۷۰ درصدی است که توسط CAPM توضیح داده می‌شود (توجیه درون نمونه‌ای). آن‌ها دریافتند که سائز کوچک و نیز عوامل ارزشی، بالا بودن نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و سایر نسبت‌های مرتبط، بازده مثبت ایجاد می‌کنند. در بررسی دریافتند که بازده بالاتر، اندازه کوچک و بتای بالاتر، همگی باهم همبستگی دارند. سپس با در نظر گرفتن اندازه به عنوان متغیر کنترل، میزان بازده بابت بتا را آزمودن کردند و رابطه‌ای پیدا نکردند (رمضانی و کامیابی، ۱۳۹۶). گرگوری، تاربان و کریستیدیس (۲۰۱۳)، شواهد جدیدی مبنی بر کاربرد

1. High minus Low

محدود این مدل در بازار انگلیس، علیرغم اندازه و اهمیت جهانی این بازار، ارائه کرده‌اند. بررسی‌های اخیر در بورس‌های توسعه‌یافته دنیا نشان داده‌اند که میزان بهره‌وری سرمایه در شرکت‌ها بر بازده آتی آن‌ها تأثیرگذار بوده و استراتژی انتخاب شرکت‌های بهره‌ور، منجر به کسب بازده واقعی بیشتر از بازده مورد انتظار مدل سه عاملی فاما و فرنچ بوده است. مدل سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳)، توانایی و مزیت کمی در توضیح میانگین بازده پرتفوی در سطح بین‌المللی دارد (رستمی و همکاران، ۱۳۹۶).

شواهدی وجود دارد که سودآوری و سرمایه‌گذاری می‌توانند قدرت تبیین میانگین بازده سهام را افزایش دهند. دلیل منطقی که این متغیرها را به میانگین بازده مرتبط می‌کند را می‌توان با مدل تنزیل سود سهام توضیح داد. این مدل می‌گوید ارزش بازار یک سهم، برابر با ارزش فعلی سودهای مورد انتظار هر سهم در طی دوره برآورد کند (رستمی، پویان فرد، هاشم پور ۱۳۹۶). مدل پنج عاملی فاما و فرنچ (۲۰۱۳) شکل کامل‌تری از مدل سه عاملی می‌باشد که در آن عامل سودآوری و سرمایه‌گذاری نیز به مدل سه عاملی اضافه شده‌اند که در رابطه ۲ قابل مشاهده است:

$$R_{it} - R_{Ft} = a_i + b_i(R_{Mt} - R_{Ft}) + s_iSMB_t + h_iHML_t + r_iRMW_t + c_iCMA_t + \xi_{it} \quad (2)$$

برای آشنایی با دو عامل جدید اضافه شده به مدل سه عاملی در جهت رسیدن به مدل پنج عاملی دو کمیت زیر در رابطه ۳ و ۴ معرفی می‌شود:

OP = سودآوری عملیاتی که از حاصل تقسیم سود عملیاتی منهای هزینه مالی دوره قبل بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام دوره قبل سهام محاسبه می‌شود.

$$profitability_t = \frac{op_{t-1}}{BE_{t-1}} \quad (3)$$

Inv = که از حاصل تقسیم کل دارایی‌های یک دوره قبل از دو دوره قبل تقسیم بر یک دوره قبل محاسبه می‌شود:

$$inv_t = \frac{TA_{t-1} - TA_{t-2}}{TA_{t-1}} \quad (4)$$

با این تعاریف:

^۱RMV:عامل سودآوری که از حاصل تفاضل بازده پرتفوی متنوع متشکل از سهام با سودآوری ضعیف از بازده سهام با سودآوری قوی محاسبه می‌شود.

^۲CMA:عامل سرمایه گذاری که از حاصل تفاضل بازده پرتفوی متنوع متشکل از سهام با سرمایه گذاری محافظه کار از بازده سهام با سرمایه گذاری جسورانه محاسبه می‌شود.

فاما و فرنچ برای تعریف متغیرهای مدل، اندازه در دو سطح (S:کوچک و B:بزرگ)، ارزش دفتری به بازار را در سه سطح (H:بالا، N:خنثی و L:کم)، سودآوری عملیاتی در سه سطح (R:قوی، N:خنثی، W:ضعیف) و سرمایه گذاری در سه سطح (R:محافظه کار، N:خنثی، A:جسورانه) تقسیم نمودند و مطابق روابط ۵ و ۶، متغیرها را محاسبه کردند:

$$\begin{aligned}SMB_{B/M} &= \frac{SH + SN + SL}{3} - \frac{BH + BN + BL}{3} \\SMB_{op} &= \frac{SR + SN + SW}{3} - \frac{BR + BN + BW}{3} \\SMB_{inv} &= \frac{SC + SN + SA}{3} - \frac{BC + BN + BA}{3} \\SMB &= SMB_{B/M} + SMB_{op} + SMB_{inv}\end{aligned}\quad (5)$$

$$\begin{aligned}HML &= \frac{SH + BH}{2} - \frac{SL + BL}{2} \\RMW &= \frac{SR + BR}{2} - \frac{SW + BW}{2} \\CMA &= \frac{SC + BC}{2} - \frac{SA + BA}{2}\end{aligned}\quad (6)$$

فاما و فرنچ (۲۰۱۳) در تحقیق خود به اثر اندازه اشاره کردند. برای این منظور اندازه، ارزش، سودآوری و سرمایه گذاری را در پنج طبقه تقسیم کردند و سپس سه پانل تشکیل دادند. پانل اندازه-ارزش، اندازه-سرمایه گذاری و اندازه-سودآوری. اثر اندازه بیان می‌کند، غالباً مشاهده می‌شود که با افزایش اندازه، بازده کاهش می‌یابد. غالباً مشاهده می‌شود که در یک سطح اندازه با افزایش نسبت دفتری به بازار، بازده افزایش می‌یابد که به آن اثر ارزش می‌گویند. رفتار مشابهی

1. Robust Minus Weak

2. Conservative minus Aggressive

در رابطه با رابطه اندازه و سودآوری مشاهده می‌شود. به این صورت که با افزایش اندازه در سطوح مختلف سودآوری بازده کاهش یافته و در یک مقدار مشخص از اندازه با افزایش سودآوری، بازده افزایش می‌یابد. همچنین با افزایش اندازه در سطوح مختلف سرمایه گذاری بازده کاهش یافته و در یک مقدار مشخص از اندازه با افزایش سرمایه گذاری، بازده کاهش می‌یابد.

برای بررسی اثر ارزش، ابتدا اندازه بر حسب دو اندازه کوچک و بزرگ (برای از بین نرفتن تنوع) تعریف و پرتفوی‌ها مرتب شده‌اند و سه متغیر باقی مانده هر کدام در چهار سطح بررسی شده‌اند. برای پرتفوی متشکل از سهام با اندازه کوچک و پرتفوی متشکل از سهام با اندازه بزرگ، در یک سطح مشخص از سودآوری و سرمایه گذاری با افزایش نسبت ارزش دفتری به بازار، بازده افزایش می‌یابد. همچنین مشاهده می‌شود برای پرتفوی سهام کوچک که مقدار پایینی از سودآوری عملیاتی و مقدار بالایی از سرمایه گذاری دارند، بازده منفی می‌باشد.

تجزیه و تحلیل موجک

موجک‌ها^۱، دسته‌ای از توابع ریاضی هستند که برای تجزیه سیگنال پیوسته به مؤلفه‌های فرکانسی آن بکار می‌رود که رزولوشن هر مؤلفه برابر با مقیاس آن است. تبدیل موجک تجزیه یک تابع بر مبنای توابع موجک هست. موجک‌ها (که به عنوان موجک‌های دختر شناخته می‌شوند) نمونه‌های انتقال یافته و مقیاس شده یک تابع (موجک مادر) با طول متناهی و نوسانی شدیداً میرا هستند (راعی و همکاران، ۱۳۹۴).

در مقایسه با تبدیل فوریه می‌توان گفت که تبدیل موجک دارای خصوصیت محلی سازی بسیار خوبی است. به طور مثال تبدیل فوریه یک پیک تیز دارای تعداد زیادی ضریب است، چرا که توابع پایه تبدیل فوریه توابع سینوسی و کسینوسی هستند که دامنه آن‌ها در کل بازه ثابت است، در حالی که توابع موجک توابعی هستند که بیشتر انرژی آن‌ها در بازه کوچکی متمرکز شده است و به سرعت میرا می‌شوند. بنابراین با انتخاب مناسب موجک‌های مادر می‌توان فشرده سازی بهتری در مقایسه با تبدیل فوریه انجام داد (نظر زاده و همکاران، ۱۳۹۳).

به طور کلی در تحلیل طیفی، یک سری زمانی از طریق یک تبدیل متعامد به یک سری از اجزا با دامنه و فرکانس‌های متفاوت تبدیل می‌گردد که هر یک از این اجزاء خود سری‌های

1. Wavelet

زمانی جدیدی می‌باشند که علاوه بر حفظ انرژی سری زمانی اصلی دارای ویژگی‌های اضافه دیگری می‌باشند. روش‌های تحلیل طیفی سنتی مانند تحلیل فوریه دارای محدودیت‌هایی هستند که از آن جمله می‌توان به نامناسب بودن آن‌ها برای تحلیل تغییرات ناگهانی، گسستگی‌ها و یا سایر تغییرات محلی و موضعی در سری‌های زمانی اشاره کرد.

به‌طور خلاصه می‌توان گفت ابزارهای تحلیل طیفی سنتی در مورد سری‌های زمانی نامانای دارای عملکرد مناسبی نمی‌باشند. تبدیل موجک یک تابع پایه جدید بنام تابع مادر را بکار می‌برد که با کشیده شدن و انتقال بر روی محور زمان امکان تشخیص ویژگی‌های و خصوصیات محلی را در حوزه‌های زمان و فرکانس مهیا می‌نماید. طول تابع پایه تبدیل موجک وقتی که پدیده‌های با فرکانس پایین را تشخیص می‌دهد در حوزه زمان بلند است و لذا دارای قدرت تفکیک فرکانسی خوبی است. به‌طور عکس وقتی که پدیده‌های با فرکانس بالا را تشخیص می‌دهد طول تابع پایه تبدیل موجک در حوزه زمان کوتاه است و لذا دارای قدرت تفکیک زمانی مناسبی برای این پدیده‌ها است. با ترکیبی از کشیدگی‌ها و نوبت‌های زمانی مختلف تابع پایه مادر در تبدیل موجک امکان تشخیص و گرفتن کلیه اطلاعات موجود در یک سری زمانی و مرتبط کردن آن‌ها با افق‌های زمانی مشخص و مکان زمانی آن‌ها وجود دارد (جلایی و حبیب دوست، ۱۳۹۲).

در حالی که تبدیل فوریه تابعی از فرکانس است تبدیل موجک تابعی از مقیاس می‌باشد. البته در واقع مقیاس در تبدیل موجک مرتبط با فرکانس می‌باشد. به‌طور کلی مقیاس رابطه معکوس با فرکانس دارد. اگر پارامتر مقیاس افزایش یابد تابع پایه تبدیل موجک در حوزه زمان کشیده می‌شود و در حوزه فرکانس به سمت فرکانس‌های پایین شیف‌ت پیدا می‌کند. به‌طور عکس با کاهش مقدار پارامتر مقیاس، تابع پایه تبدیل موجک در حوزه زمان فشرده می‌گردد، فرکانس‌های مورد تشخیص آن افزایش می‌یابد و به سمت فرکانس‌های بالا شیف‌ت پیدا می‌کند (راعی و همکاران، ۱۳۹۳).

پیشینه پژوهش

رستمی و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی مدل قیمت‌گذاری چندمقیاسی با رویکرد آنالیز موجک و سه فاکتور فاما-فرنچ و عدم نقدشوندگی در بازار سهام ایران پرداختند. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که در بازه‌های زمانی متفاوت، به نتایج متفاوتی می‌رسیم. رابطه بین

بازده با ارزش دفتری به ارزش بازار و عدم نقدشوندگی در بلندمدت معنادار است. رابطه بین بازده سهام با بتا، ارزش دفتری به ارزش بازار و اندازه شرکت در میان مدت معنادار هستند. رابطه بین بازده سهام و اندازه در کوتاه مدت معنادار است. مدل‌های پیشنهادی به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌کند که فرصت‌های سرمایه‌گذاری را با استراتژی مدیریت پرتفوی پویا و گرفتن حساب چندمقیاسی ریسک و بازده انتخاب نمایند.

طالبی (۱۳۹۵) در پژوهشی وجود رابطه بین ریسک سیستماتیک و بازده سهام با استفاده از روش چندمقیاسی مोजک را آزمون کردند. روش چندمقیاسی امکان بررسی رابطه یاد شده را در مقیاس‌های زمانی متفاوت فراهم می‌نماید. نتایج تحقیق نشان داد که در دوره‌های پر مخاطره و بلندمدت، ریسک سیستماتیک تأثیر کمتری نسبت به میان مدت بر روی بازده سهام دارد. همچنین در دوره‌های کم خطر و در بلندمدت ریسک سیستماتیک تأثیر کمتری نسبت به میان مدت بر روی بازدهی سهام دارد.

اسلامی بیدگلی و هنر دوست (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی مدل سه عاملی فاما و فرنچ بعلاوه معیار ریسک نقدشوندگی بازار پاستور و استامبا (۲۰۰۳) و مقایسه آن با مدل سه عاملی فاما و فرنچ پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از معنی داری اثرات مازاد بازده بازار، اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و عدم معنی داری عامل نقدشوندگی بازار است. بتای بازار نیز تنها تابعی از متغیر اندازه می‌باشد.

عباسی و غزلجه (۱۳۹۱) در تحقیقی با عنوان "بررسی زمان مقیاس مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای از طریق تبدیل مोजک" به بررسی مدل سه عاملی فاما و فرنچ در بورس تهران پرداختند. برای این منظور، شش سبد سهام بر حسب اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بر اساس ۶۱۶ سهم برای مجموع سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۸۳ تشکیل شد. نتایج نشان داد که عوامل بتا، اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بر بازده سبد سهام تأثیر معنی داری دارند. به الگوی قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای، دو عامل اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار اضافه شد و به افزایش ضریب تعیین منجر شد. این بدان معنی است که الگوی سه عاملی درصد بیشتری از پراکندگی بازده سبد سهام را نسبت به الگوی تک عاملی توضیح می‌دهد.

کاند و همکاران (Kang, et al., 2017) در تحقیقی با عنوان "بتای مقایسه بندی شده و بازده سهام در مدل فاما و فرنچ" نشان دادند که مدل‌های قیمت‌گذاری بتای استاندارد مربوط به ریسک سیستماتیک دارایی را می‌توان به عنوان ترکیبی وزنی از تعدادی از بتای دارایی

مقیاس‌های زمانی مختلف در نظر گرفت. با توجه به این نکته آن‌ها یک چارچوب مبتنی بر موجک را توسعه دادند که به بررسی قیمت گذاری دارایی سرمایه‌ای در مقیاس‌های زمانی مختلف می‌پردازد. نتیجه تجربی حاصل از پیاده‌سازی مدل بر روی ۲۵ پرتفوی در بازده ۱۹۶۳ تا ۲۰۰۸ نشان می‌دهد که موفقیت تجربی مدل، عمدتاً به دلیل اجزای بتا است که با یک دوره زمانی کوتاه‌تر از یک دوره کسب و کار (به‌عنوان مثال، مقیاس موجک ۳) مرتبط است. این بدان معنی است که هر توضیحی قابل قبول برای موفقیت مدل فراملی فراما که در مورد عوامل فاما-فرانسوی مورد استفاده قرار می‌گیرد، به‌ویژه در مقیاس ۳ مؤلفه‌های این عوامل باید اعمال شود.

تریمچ و همکاران (Trimech, et al., 2009) به تخمین مدل فاما و فرنچ در بعد زمان فرکانس و در بورس فرانسه پرداختند. داده‌های مورد استفاده به‌صورت هفتگی و در بازه ۱۹۸۵ تا ۲۰۰۶ می‌باشد. نتیجه تحقیق نشان می‌دهد که قدرت توضیح دهنده مدل فاما و فرنچ با بزرگ‌تر شدن مقیاس یا کاهش فرکانس افزایش می‌یابد و رابطه بین بازده پرتفوی و عوامل ریسک اندازه و ارزش به افق زمانی وابستگی دارد.

گنسیو همکاران (Gençay, et al., 2003) در پژوهشی با عنوان "بررسی مقیاس زمانی ریسک سیستماتیک" یک رویکرد جدید برای ارزیابی ریسک سیستماتیک را در مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه‌ای پیشنهاد دادند. این پیشنهاد بر اساس یک رویکرد پند مقیاسی موجک است که یک سری زمانی را تجزیه می‌کند. در هر مقیاس، واریانس موجک بازده بازار و کوواریانس موجک بین بازده بازار و a پرتفوی برای برآورد بتا نمونه کارها محاسبه می‌شوند. نتایج تجربی نشان می‌دهد که رابطه بین بازده پرتفوی و بتا آن با افزایش مقیاس موجک افزایش می‌یابد. بنابراین، پیش‌بینی مدل CAPM در دوره متوسطه دارای دقت بالاتری نسبت به کوتاه مدت می‌باشد.

تبیین مدل

یکی از پرکاربرترین روش‌ها در مدل سازی، رگرسیون خطی می‌باشد. در این روش یک متغیر وابسته بانام y به چند متغیر مستقل $x_1, x_2, \dots, x_p$ و از طریق یک رابطه خطی مرتبط می‌شوند. بنابراین با در اختیار داشتن نمونه $\{y_i, x_{i1}, \dots, x_{ip}\}_{i=1}^n$ صورت مدل رگرسیونی به‌صورت رابطه ۷ می‌باشد:

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 x_{i1} + \dots + \beta_p x_{ip} + \varepsilon_i = \mathbf{x}_i^* \boldsymbol{\beta} + \varepsilon_i, \quad i = 1, \dots, n, \quad (7)$$

یا در فرم بسته ماتریسی به صورت $\mathbf{y} = \mathbf{X}\boldsymbol{\beta} + \boldsymbol{\varepsilon}$ می باشد که در آن روابط ۸ و ۹ و ۱۰ برقرار است.

$$\mathbf{y} = \begin{pmatrix} y_1 \\ y_2 \\ \vdots \\ y_n \end{pmatrix}, \quad (8)$$

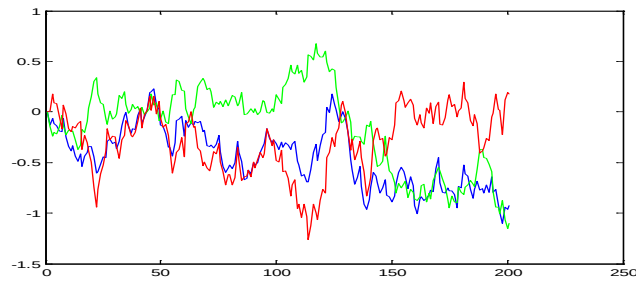
$$\mathbf{X} = \begin{pmatrix} \mathbf{x}_1^* \\ \mathbf{x}_2^* \\ \vdots \\ \mathbf{x}_n^* \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} 1 & x_{11} & \dots & x_{1p} \\ 1 & x_{21} & \dots & x_{2p} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ 1 & x_{n1} & \dots & x_{np} \end{pmatrix}, \quad (9)$$

$$\boldsymbol{\beta} = \begin{pmatrix} \beta_0 \\ \beta_1 \\ \beta_2 \\ \vdots \\ \beta_p \end{pmatrix}, \quad \boldsymbol{\varepsilon} = \begin{pmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \vdots \\ \varepsilon_n \end{pmatrix}. \quad (10)$$

برای محاسبه ضرایب رگرسیونی از روش حداقل مربعات استفاده می شود. در این روش ضرایب رگرسیونی به گونه ای انتخاب می شوند که مجموع توان دوم فاصله خروجی های مطلوب از خروجی های رگرسیونی کمینه گردد. بردار ضرایب رگرسیونی به صورت رابطه ۱۱ نشان داده می شود:

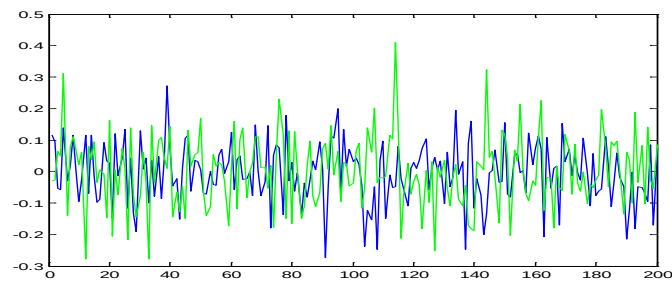
$$\hat{\boldsymbol{\beta}} = (\mathbf{X}^* \mathbf{X})^{-1} \mathbf{X}^* \mathbf{y} = \left(\sum \mathbf{x}_i \mathbf{x}_i^* \right)^{-1} \left(\sum \mathbf{x}_i y_i \right) \quad (11)$$

در یک حالت ساده فرض می شود تنها یک متغیر وابسته و یک متغیر مستقل داریم. نمودار ۱ این دو متغیر را با رنگ های سبز و آبی نشان می دهد که بعلاوه از یکدیگر مستقل هستند (تصویر قرمز رنگ برابر تفاضل دو سری می باشد). بنابراین انتظار می رود که ضریب رگرسیونی آنها نزدیک به صفر محاسبه شود.



نمودار (۱): نمودار دو سری مستقل به همراه تفاضل آن‌ها

اما محاسبه صورت گرفته چنین نتیجه‌ای را نشان نمی‌دهد و این ضریب برابر $۰٫۶$ محاسبه شده است. دلیل در این است که دو سری مذکور دارای روند می‌باشند و روند موجود ضریب همبستگی بالایی را نتیجه می‌دهد. ضریب رگرسیونی از تقسیم کواریانس متغیر وابسته و مستقل تقسیم بر واریانس متغیر مستقل حساب می‌شود و بنابراین ضریب رگرسیونی محاسبه شده بزرگ می‌شود. در این حالت گفته می‌شود که رگرسیون کاذب است و بنابراین باید برای جلوگیری از رگرسیون کاذب روند از دو سری حذف شود و در نظریه رگرسیون خطی گفته می‌شود که دو سری باید مانا باشند تا رگرسیون کاذب شکل نگیرد. برای مثال قبل با حذف روند به صورت نمودار ۲ مشخص می‌شود:



نمودار (۲): سری‌های بی‌روند شده نمودار ۱

این بار در سری تفاضل مقدار بتا برابر $۰٫۰۱$ شده است. بنابراین راه حل مواجه نشدن با مشکل رگرسیون کاذب مفهوم روند زدایی می‌باشد. یکی از روش‌های روند زایی در اقتصادسنجی تفاضل مرتبه اول یا دوم می‌باشد.

تحلیل موجک نیز یک ابزار روند زدایی به نام تجزیه موجکی معرفی می کند که می تواند در افق های (مقیاس های) زمانی مختلف انجام گیرد. تبدیل DWT^1 یا موجک گسسته برای سیگنال x با گذر سیگنال از یک تعداد فیلتر صورت می گیرد. در ابتدا نمونه ها از یک فیلتر پایین گذر با سیگنال پاسخ g به فرم کانولشنی یا پیچشی رابطه ۱۲ عبور می کنند:

$$y[n] = (x * g)[n] = \sum_{k=-\infty}^{+\infty} x[k]g[n-k] \quad (12)$$

سیگنال هم زمان توسط یک فیلتر بالا گذر h نیز تجزیه می شود. خروجی به صورت یک سری ضرایب حاصل از فیلتر بالا گذر که نشان دهنده جزئیات می باشد و یک سری ضرایب حاصل از فیلتر پایین گذر می باشد که نشان دهنده تقریب یا کلیات می باشد. از آنجا که بعد از تقریب پایین گذر سیگنال، هنوز نیمی از فرکانس ها در سیگنال حضور دارند مطابق قانون نیگویست^۲ ضرایب کلیات و جزئیات با یک عمل زیر نمونه گیری^۳ یا کاهش نمونه به نصف کاهش می یابد و در روابط ۱۳ و ۱۴ قابل مشاهده است:

$$y_{high} = (x * h) \downarrow 2 \quad \{\displaystyle y_{\mathrm{high}}\} = (x * h) \searrow 2 \quad (13)$$

$$y_{low} = (x * g) \downarrow 2$$

$$y_{high} = (x * h) \downarrow 2 \quad (14)$$

رابطه ۱۵ به صورت زیر برقرار است:

$$(y \downarrow k)[n] = y[kn] \quad (15)$$

مجموع دو عمل فوق می تواند به کمک فیلترهای رابطه ۱۶ به صورت یک باره صورت گیرد.

$$y_{low}[n] = \sum_{k=-\infty}^{\infty} x[k]g[2n-k]$$

$$y_{high}[n] = \sum_{k=-\infty}^{\infty} x[k]h[2n-k] \quad (16)$$

1. Discrete wavelet transform
2. Nyquist
3. subsampling

که این نوع محاسبه متناظر با زوج کردن داده‌ها و اعمال فیلتر بر روی آن‌ها می‌باشد. به عنوان نمونه ماتریس متناظر با موجک هار عبارت از رابطه ۱۷ است:

$$H_2 = \begin{bmatrix} 1 & 1 \\ 1 & -1 \end{bmatrix}. \quad (17)$$

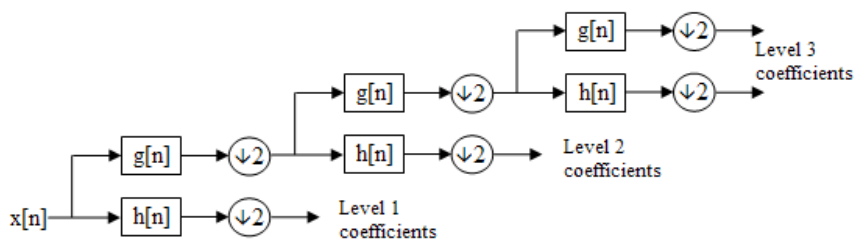
این بدان مفهوم است که برای سیگنالی مانند $(a_0, a_1, \dots, a_{2n}, a_{2n+1})$ با در نظر گرفته شدن به صورت زوج‌های متوالی مجزا $((a_0, a_1), \dots, (a_{2n}, a_{2n+1}))$ تبدیل موجک در یک سطح به صورت مجموع و تفاضل‌های رابطه ۱۸ می‌باشد.

$$\left((s_0, d_0), \dots, (s_n, d_n) \right) \quad (18)$$

از دید عملگر پیچش فیلترهای پایین گذر g و بالا گذر h عبارت از رابطه ۱۹ است:

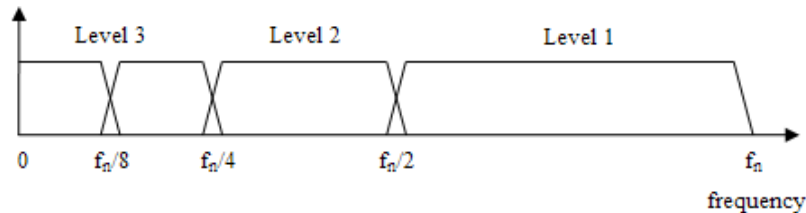
$$h[n] = \left[\frac{-\sqrt{2}}{2}, \frac{\sqrt{2}}{2} \right], \quad g[n] = \left[\frac{\sqrt{2}}{2}, \frac{\sqrt{2}}{2} \right] \quad (19)$$

در واقع تبدیل موجک گسسته یک سیگنال را به صورت کد شده و رمز در می‌آورد و می‌توان از روی صورت کد شده به سیگنال اصلی نیز دست یافت. برای پیاده سازی تبدیل موجک گسسته در چند سطح از بانک فیلتر^۱ استفاده می‌شود. در این حالت بعد از اولین سطح تجزیه، دومین سطح تجزیه بر روی سری تقریب حاصل از سطح اول صورت می‌گیرد و همین صورت ادامه می‌یابد. نمودار ۳ نشان دهنده این موضوع است:



نمودار (۳): تجزیه موجک بر اساس بانک فیلتر

به عنوان نمونه در صورتی که سیگنال نمونه ۳۲ عضوی و فیلترهای مورد استفاده در بانک فیلتر در بازده صفر تا f_n باشد، آنگاه چهار خروجی مقیاسی در سه سطح تجزیه به صورت نمودار ۴ تولید می شود.



نمودار (۴): سطوح تجزیه و فرکانس ها

پیاده سازی بانک فیلتر معادل با محاسبه ضرایب روابط ۲۰ می باشد.

$$c_{jk} = \int_{-\infty}^{\infty} x(t) \frac{1}{\sqrt{2^j}} \psi\left(\frac{t - k2^j}{2^j}\right) dt \quad (20)$$

و برای موجک های فرزند رابطه ۲۱ برقرار است.

$$\psi_{j,k}(t) = \frac{1}{\sqrt{2^j}} \psi\left(\frac{t - k2^j}{2^j}\right) \quad (21)$$

در صورتی که مقیاس j را ثابت فرض کنیم در این صورت c_{jk} فقط تابعی از k می باشد.

بنابراین حاصل از کانولشن سیگنال x با فرم تغییر یافته بر اساس مقیاس و انتقال موجک مادر رابطه ۲۲ می باشد.

$$h(t) = \frac{1}{\sqrt{2^j}} \psi\left(\frac{t - k2^j}{2^j}\right) \quad (22)$$

$$h(t) = \frac{1}{\sqrt{2^j}} \psi\left(\frac{-t}{2^j}\right)$$

بنابراین برای محاسبه سری جزئیات از فیلتر بالا گذر تولید شده بر اساس موجک مادر استفاده می شود. در مولتی رزولوشن آنالیز^۱ از یک تابع مقیاس برای ساخت یک دنباله از

تقریب‌های سیگنال استفاده می‌شود. همچنین یک تابع موجک به منظور کدگذاری سطوح مختلف تقریبات متوالی مورد استفاده قرار می‌گیرد. سری توانی، تبدیل فوری و تبدیل موجک همگی تصمیم بر تجزیه یک تابع بر حسب یکسری توابع پایه مانند چند جمله‌ای‌ها یا توابع متناوب دارند. در حالت کلی یک سیگنال مانند $f(x)$ را می‌توان بر حسب ترکیب خطی یک سری از توابع موسوم به توابع گسترشی به صورت رابطه ۲۳ بسط داد.

$$f(x) = \sum_k \alpha_k \phi_k(x) \quad (23)$$

که در آن‌ها α_k ها مقادیر حقیقی موسوم به ضرایب گسترش می‌باشند. در صورتی که گسترش یکتا باشد توابع $\phi_k(x)$ را توابع پایه می‌نامند. فضای تابعی حاصل $\{\phi_k(x)\}$ با رابطه ۲۴ نمایش داده می‌شود:

$$V = \text{span}_k \{\phi_k(x)\} \quad (24)$$

بنابراین $f(x) \in V$ نتیجه می‌دهد که f در فضای خطی پیموده شده توسط $\{\phi_k(x)\}$ قرار دارد. در صورتی که پایه متعامد باشد یعنی از رابطه ۲۵ استفاده می‌شود.

$$\langle \phi_j(x), \tilde{\phi}_k(x) \rangle = \delta_{jk} = \begin{cases} 0 & , j \neq k \\ 1 & , j = k \end{cases} \quad (25)$$

برای محاسبه ضرایب α_k می‌توان از ضرب داخلی استفاده کرد. در این صورت رابطه ۲۶ برقرار است.

$$\alpha_k = \langle \tilde{\phi}_k(x), f(x) \rangle = \int \tilde{\phi}_k^*(x) f(x) dx \quad (26)$$

پایه $\{\phi_k(x)\}$ را ارتونرمال^۱ نامند هرگاه نرم تمام ϕ_k برابر یک و بعلاوه $\phi_k(x) = \tilde{\phi}_k(x)$ باشد، در حالت خاص که توابع گسترش $\{\phi_{j,k}(x)\}$ به صورت انتقال یافته و تغییر مقیاس یافته تابع مربع انتگرال پذیر $\phi(x)$ باشد، یعنی رابطه ۲۷

$$\phi_{j,k}(x) = 2^{j/2} \phi(2^j x - k) \quad (27)$$

که $\phi(x) \in L^2(\mathbf{R})$ و $k \in \mathbf{Z}$ ، تابع مقیاس یا موجک پدر می نامند. زیر فضای خطی تولید شده توسط موجک فرزند به صورت رابطه ۲۸ تعریف می شود:

$$V_j = \text{span}_k \{ \phi_{j,k}(x) \} \quad (28)$$

در ادامه توابع مقیاسی مورد نیاز می باشد که دارای چهار خاصیت زیر باشند:

۱- توابع مقیاس باید در انتقالات خود نسبت به تغییر مقیاس بر هم عمود باشند (رابطه ۲۹):

$$\langle \phi_{j,k}, \phi_{j',k'} \rangle = 0 \quad j \neq j' \quad (29)$$

۲- دارای خاصیت آشیانه ای باشند (رابطه ۳۰):

$$V_{-\infty} \subset \dots \subset V_{-1} \subset V_0 \subset V_1 \subset V_2 \subset \dots \subset V_{\infty} \quad (30)$$

۳- اشتراک تمام زیر فضاها برابر صفر شود (رابطه ۳۱):

$$V_{-\infty} = \{0\} \quad (31)$$

۴- هر تابع مربع انتگرال پذیر را بتوان با هر دقت بر حسب موجک های فرزند تعریف کرد. (رابطه ۳۲):

$$V_{\infty} = \{L^2(\mathbf{R})\} \quad (32)$$

با وجود چهار شرط مذکور می توان نشان داد که تابع گسترش در هر زیر فضایی را می توان بر حسب یک ترکیب خطی از عناصر موجود در زیر فضای متوالی بالاتر رابطه ۳۳ را نوشت.

$$\phi(x) = \sum_n h_{\phi}(n) \sqrt{2} \phi(2x - n) \quad (33)$$

در صورتی که یک تابع مقیاس در شرایط مذکور صدق کند در این صورت تابع موجک

$\psi(x)$ موسوم به موجک مادر موجود است که روابط ۳۴ و ۳۵ تعریف می شود:

$$\psi_{j,k}(x) = 2^{j/2} \psi(2^j x - k) \quad (34)$$

و

$$W_j = \text{span}_k \{ \psi_{j,k}(x) \} \quad (35)$$

رابطه ۳۶ به صورت زیر تعریف می شود:

$$V_{j+1} = V_j \oplus W_j \quad (36)$$

که W_j زیر فضای جمع مستقیم V_j می نامند. به زبان ساده مکمل زیر فضای V_j می باشد. بنابراین با توجه به رابطه آشیانه ای روابط ۳۷ و ۳۸ ارایه می گردد:

$$L^2(\mathbf{R}) = V_0 \oplus W_0 \oplus W_1 \oplus W_2 \oplus \dots \quad (37)$$

یا

$$L^2(\mathbf{R}) = \dots \oplus W_{-2} \oplus W_{-1} \oplus W_0 \oplus W_1 \oplus W_2 \oplus \dots \quad (38)$$

برای هر $f(x) \in L^2(\mathbf{R})$ ضریب منحصر به فردی موجود بوده و رابطه ۳۹ برقرار است:

$$f(x) = \sum_k c_{j_0}(k) \phi_{j_0,k}(x) + \sum_{j=j_0}^{\infty} \sum_k d_j(k) \psi_{j,k}(x) \quad (39)$$

که j_0 یک نقطه آغاز برای مقیاس می باشد و ضرایب $c_{j_0}(k)$ را ضرایب تقریب یا کلیات و ضرایب $d_j(k)$ را ضرایب جزئیات می نامند که شامل روابط ۴۰ و ۴۱ است:

$$c_{j_0}(k) = \langle f(x), \tilde{\phi}_{j_0,k}(x) \rangle = \int f(x) \tilde{\phi}_{j_0,k}(x) dx \quad (40)$$

$$d_j(k) = \langle f(x), \tilde{\psi}_{j,k}(x) \rangle = \int f(x) \tilde{\psi}_{j,k}(x) dx \quad (41)$$

در تبدیل موجک گسسته رابطه ۴۲ برقرار است:

$$W_{\phi}(j_0, k) = \frac{1}{\sqrt{M}} \sum_{x=0}^{M-1} f(x) \tilde{\phi}_{j_0,k}(x) \quad (42)$$

و برای $j \geq j_0$ رابطه ۴۳ برقرار است:

$$W_{\psi}(j, k) = \frac{1}{\sqrt{M}} \sum_{x=0}^{M-1} f(x) \tilde{\psi}_{j,k}(x) \quad (43)$$

و در نهایت رابطه ۴۴ به صورت زیر تعریف می شود:

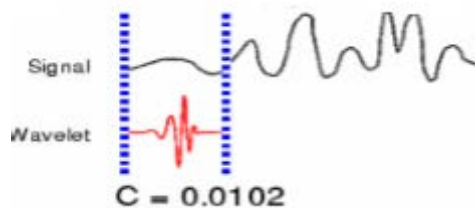
$$f(x) = \frac{1}{\sqrt{M}} \sum_k W_\phi(j_0, k) \phi_{j_0, k}(x) + \frac{1}{\sqrt{M}} \sum_{j=j_0}^{\infty} \sum_k W_\psi(j, k) \psi_{j, k}(x) \quad (44)$$

که در آن $f(x)$ ، $\phi_{j_0, k}(x)$ و $\psi_{j, k}(x)$ توابعی گسسته در نقاط $x = 0, 1, 2, \dots, M$ می باشند.

با توجه به آنچه بیان شد، سری های زمانی به وسیله تبدیل موجک گسسته مورد تجزیه به سری های جزئیات و کلیات (تقریب) قرار می گردند. انجام یک تبدیل موجک را می توان در مراحل زیر خلاصه کرد:

۱- موجک مورد نظر را انتخاب و با یک بخش در شروع سیگنال مقایسه می شود.

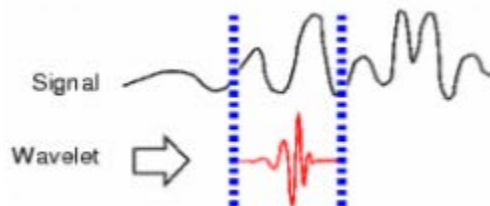
۲- میزان شباهت موجک با این بخش از سیگنال در شکل ۱ محاسبه می شود.



شکل (۱): مراحل تبدیل موجک

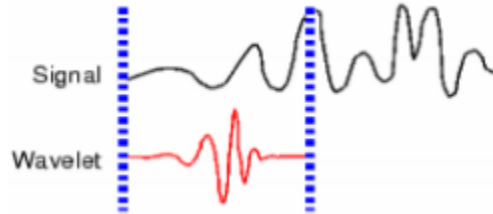
۳- موجک به سمت راست حرکت داده می شود و مراحل ۱ و ۲ تکرار می شود تا کل سیگنال

در شکل ۲ پوشش داده می شود.



شکل (۲): مراحل تبدیل موجک

۴- مقیاس موجک را تغییر داده و مراحل ۱ تا ۳ تکرار در شکل ۳ نشان داده می شود.



شکل (۳): مراحل تبدیل موجک

۵- مراحل ۱ تا ۴ برای تمام مقیاس ها تکرار می شود.

عمل تجزیه را می توان در چند سطح کوتاه مدت (۲ تا ۴ دوره زمانی)، میان مدت (۴-۸) دوره زمانی و بلند مدت (۸ تا ۱۶ دوره زمانی) انجام داد.

بنابراین سری نوعی $\{x_t\}_{t=1}^T$ در تعداد سطوح تجزیه n به سری های جزئیات رابطه ۴۵ به صورت زیر نشان داده می شود:

$$\{d_{1t}\}_{t=1}^T, \{d_{2t}\}_{t=1}^T, \dots, \{d_{nt}\}_{t=1}^T \quad (45)$$

و سری تقریب یا کلیات $\{s_t\}_{t=1}^T$ تجزیه می شود به صورتی که مطابق آنالیز مولتی رزولوشن^۱ رابطه ۴۶ را داریم:

$$X_t = s_t + d_{1t} + d_{2t} + \dots + d_{nt} \quad (46)$$

به عنوان نمونه برای دو متغیر مستقل y و z و متغیر وابسته x با تعداد سطوح تجزیه n می توان n رگرسیون به صورت رابطه ۴۷ تشکیل داد و برای سنجش رابطه متغیرها در مقیاس های مختلف استفاده کرد.

$$\begin{aligned} d_{x,1t} &= c + \beta_{11}d_{y1t} + \beta_{21}d_{z1t} + \xi_t \\ d_{x,2t} &= c + \beta_{12}d_{y2t} + \beta_{22}d_{z2t} + \xi_t \\ &\vdots \quad \quad \quad \vdots \\ d_{x,nt} &= c + \beta_{1n}d_{ynt} + \beta_{2n}d_{znt} + \xi_t \end{aligned} \quad (47)$$

در پژوهش حاضر با توجه به موضوع تحقیق که تحلیل مقیاس زمانی مدل فاما و فرنچ می‌باشد، پنج متغیر مستقل می‌باشد که در رابطه ۴۸ مشخص است:

$$R_{it} - R_{Ft} = a_i + b_i(R_{Mt} - R_{Ft}) + s_iSMB_t + h_iHML_t + r_iRMW_t + c_iCMA_t + \varepsilon_{it} \quad (48)$$

R_{Ft} : بازده بدون ریسک

R^1SMB_t : عامل اندازه که از حاصل تفاضل بازده پرتفوی متنوع از سهام کوچک از بازده پرتفوی متنوع از سهام بزرگ

HML_t^2 : عامل ارزش که حاصل تفاضل بازده پرتفوی متنوع از سهام با اندازه دفتری به بازار کوچک از بازده پرتفوی متنوع از سهام با ارزش دفتری به بازار زیاد.

RMW_t^3 : عامل سودآوری که از حاصل تفاضل بازده پرتفوی متنوع متشکل از سهام با سودآوری ضعیف از بازده سهام با سودآوری قوی محاسبه می‌شود.

CMA_t^4 : عامل سرمایه گذاری که از حاصل تفاضل بازده پرتفوی متنوع متشکل از سهام با سرمایه گذاری محافظه کار از بازده سهام با سرمایه گذاری جسورانه محاسبه می‌شود.

متغیر وابسته نیز بازده یک پرتفوی به اندازه کافی متنوع می‌باشد. برای محاسبه متغیرهای مدل، اندازه در دو سطح (S:کوچک و B:بزرگ)، ارزش دفتری به بازار را در سه سطح (H:بالا، N:خنثی و L:کم)، سودآوری عملیاتی در سه سطح (R:قوی، N:خنثی، W:ضعیف) و سرمایه گذاری در سه سطح (R:محافظه کار، N:خنثی، A:جسورانه) تقسیم می‌شوند. سپس مطابق روابط ۴۹ و ۵۰ متغیرهای مدل پنج عاملی فاما و فرنچ محاسبه می‌شوند.

$$\begin{aligned} SMB_{B/M} &= \frac{SH + SN + SL}{3} - \frac{BH + BN + BL}{3} - \sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2 \\ SMB_{op} &= \frac{SR + SN + SW}{3} - \frac{BR + BN + BW}{3} \\ SMB_{inv} &= \frac{SC + SN + SA}{3} - \frac{BC + BN + BA}{3} \\ SMB &= SMB_{B/M} + SMB_{op} + SMB_{inv} \end{aligned} \quad (49)$$

1. Small minus big
2. High inus low
3. Robust Minus Weak
4. Conservative minus Aggressive

$$\begin{aligned}
 HML &= \frac{SH + BH}{2} - \frac{SL + BL}{2} \\
 RMW &= \frac{SR + BR}{2} - \frac{SW + BW}{2} \\
 CMA &= \frac{SC + BC}{2} - \frac{SA + BA}{2}
 \end{aligned}
 \quad (50)$$

متغیرهای مدل یعنی اندازه، ارزش، صرف ریسک بازار، سودآوری، سرمایه گذاری و بازده بر تفوی در سطوح مختلف تجزیه می شوند و با ابزار رگرسیون، جزئیات متغیر وابسته بر جزئیات متغیرهای مستقل در سطح مختلف تجزیه رگرسیون می شود تا اثر مقیاس زمانی مورد مطالعه قرار می گیرد و عوامل تأثیر گذار بر بازده در مقیاس های زمانی مختلف مشخص شود.

سؤالات پژوهش

- ۱- چگونه می توان به کمک تحلیل مोजك، مدل پنج عاملی فاما و فرنچ را در مقیاس های زمانی مختلف تحلیل کرد؟
- ۲- تأثیر پنج عامل مدل فاما و فرنچ (اندازه، ارزش، صرف ریسک، سودآوری و سرمایه گذاری) بر بازده سهام در کوتاه مدت چگونه است؟
- ۳- تأثیر پنج عامل مدل فاما و فرنچ (اندازه، ارزش، صرف ریسک، سودآوری و سرمایه گذاری) بر بازده سهام در میان مدت چگونه است؟
- ۴- تأثیر پنج عامل مدل فاما و فرنچ (اندازه، ارزش، صرف ریسک، سودآوری و سرمایه گذاری) بر بازده سهام در بلند مدت چگونه است؟

روش پژوهش

روش تحقیق در این پژوهش توصیفی-تحلیلی می باشد. این تحقیق بر اساس هدف یک تحقیق کاربردی است. تحقیقات کاربردی با استفاده از زمینه و بستر شناختی و معلوماتی که از طریق تحقیقات بنیادی فراهم شده برای رفع نیازمندی ها و بهبود و بهینه سازی ابزار، روش ها و الگوها در جهت توسعه رفاه و آسایش انسان مورد استفاده قرار می گیرند. مطالعات مرتبط به صورت کتابخانه ای و با استفاده از مقالات و کتب انجام شده است. هدف پژوهش تحلیل عوامل مؤثر در بازده سهام بر اساس مدل فاما و فرنچ و با رویکرد تحلیل مोजك می باشد. سری های زمانی متغیرهای مستقل، به وسیله تجزیه مोजك به سطوح مختلف تجزیه شده و تأثیر

متغیرهای مستقل بر بازده سهام در این سطوح و به کمک رابطه رگرسیونی بررسی می‌شود. داده‌های مورد نیاز پژوهش از نرم افزار ره آورد جمع آوری می‌شود و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم افزار متلب و جعبه ابزار مोजک آن استفاده گردیده است.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند. از آنجا که داده‌های مورد استفاده در پژوهش از صورت‌های مالی و به صورت سه ماه یک بار (صورت‌های مالی شرکت‌های بورسی به صورت سه ماه یکبار منتشر می‌شود) استخراج می‌شود، بنابراین شرکت‌های نمونه آماری باید در بازه نمونه گیری ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۵ صورت‌های مالی خود را به صورت منظم و سه ماه یک بار منتشر کرده باشند که تعداد چنین شرکت‌هایی در این بازه ۱۲۰ شرکت می‌باشد که لیست آن‌ها در جدول (۱) ارائه شده است:

جدول (۱): لیست سهام موجود در نمونه آماری

افست	پارس مینو	دارو امین	کرین ایران	شهد ایران	نورد قطعات فولادی
اما	پاکسان	دارو جابرین حیان	کمپرسور ایران	شیشه قزوین	نوش مازندران
ایران پویا	پتروشیمی اصفهان	دارو عبیدی	لاستیک سهند	شیشه و گاز	نیرو محرکه
ایران ترانسفو	پتروشیمی آبادان	دارو فارابی	لامیران	شیمیایی سینا	ورزیران
ایران خودرو	پتروشیمی خارک	دارو لقمان	لبنیات پاک	صنایع ریخته گری ایران	لنت ترمز
ایران خودرو دیزل	پتروشیمی شازند	داروسازی کوثر	لعاپیران	صنایع شیمیایی ایران	لوازم خانگی پارس
ایران گچ	پشم بافی توس	دوده صنعتی پارس	لنت ترمز	صنعتی بارز	لوله و ماشین سازی
ایران مرینوس	پشم شیشه ایران	رادپاتور ایران	لوازم خانگی پارس	صنعتی بهپاک	محورسازان
ایرکا پارت صنعت	پمپ ایران	کاشی تکسرام	لوله و ماشین سازی	صنعتی بهشهر	مس باهنر
آپگینه	تامین ماسه	کاشی حافظ	محورسازان	صنعتی بوتان	معادن روی ایران
آذرباب	تولی پرس	کاشی سعدی	مس باهنر	صنعتی کاوه	معدهنی املاح ایران
آلومینیوم پارس	نورد آلومینیوم	سایپا	معادن روی ایران	فرآورده های نسوز ایران	معدهنی دماوند
آهنگری تراکتور	جام دارو	سر. پارس توشه	معدهنی املاح ایران	فروسلیس ایران	ملی سرب و روی
بسته بندی البرز	جنرال	سر. سایپا	معدهنی دماوند	فتر سازی خاور	مهرام
بلبرینگ ایران	چینی البرز	سر. صندوق بازنشستگی	ملی سرب و روی	فیبر ایران	موتوژن
بهنوش	خاک چینی ایران	سرما آفرین	مهرام	قند نقش جهان	نساجی بروجرد
پارس الکتریک	خوراک دام پارس	سیمان تهران	موتوژن	کابل باختر	نفت بهران
پارس خزر	داده پردازی ایران	سیمان سپاهان	نساجی بروجرد	کارخانجات تولیدی تهران	نفت پارس
پارس دارو	دارو اسوه	سیمان شرق	نفت بهران	کاشی الوند	نورد آلومینیوم
پارس سرام	دارو اکسیر	سیمان شمال	نفت پارس	کاشی پارس	نورد قطعات فولادی

تجزیه و تحلیل داده‌ها

جامعه آماری تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند. از آنجا که داده‌های مورد استفاده در پژوهش از صورت‌های مالی و به صورت سه ماه یک بار (صورت‌های مالی شرکت‌های بورسی به صورت سه ماه یک بار منتشر می‌شود) استخراج می‌شود، بنابراین شرکت‌های نمونه آماری باید در بازه نمونه‌گیری ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۵ صورت‌های مالی خود را به صورت منظم و سه ماه یک بار منتشر کرده باشند که تعداد چنین شرکت‌هایی در این بازه ۱۲۰ شرکت می‌باشد. متغیر وابسته نیز بازده یک پرتفوی به اندازه کافی متنوع که بازده پرتفوی متشکل از سهام نمونه آماری می‌باشد. در این پرتفوی ضریب مشارکت هر سهم در سبد

سهام یکسان و برابر $\frac{1}{120}$ می‌باشد.

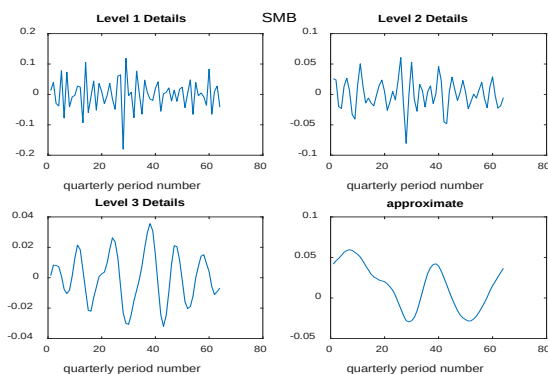
آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش در جدول (۲) ارائه شده است. در این ارتباط میانگین، اصلی‌ترین شاخص مرکزی بوده و متوسط داده‌ها را نشان می‌دهد، به طوری که اگر داده‌ها بر روی یک محور به صورت منظم ردیف شوند، مقدار میانگین دقیقاً نقطه تعادل یا مرکز ثقل توزیع قرار می‌گیرد. انحراف معیار از پارامترهای پراکندگی بوده و میزان پراکندگی داده‌ها را نشان می‌دهد. چولگی نیز از پارامترهای تعیین انحراف از قرینگی بوده و شاخص تقارن داده‌ها است. در صورتی که جامعه از توزیع متقارن برخوردار باشد، ضریب چولگی مساوی صفر، در صورتی که جامعه چوله به چپ باشد، ضریب چولگی منفی و در صورتی که دارای چوله به راست باشد، ضریب چولگی مثبت خواهد بود. کشیدگی نیز شاخص سنجش پراکندگی جامعه نسبت به توزیع نرمال می‌باشد.

جدول (۲): آمار توصیفی

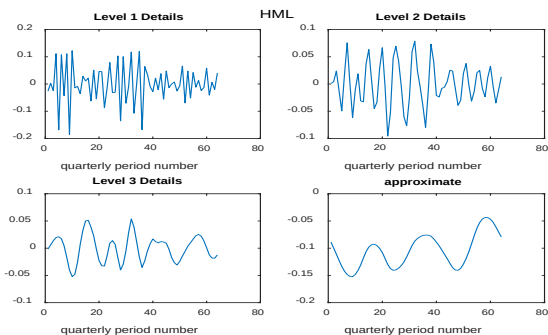
Portfolio return	RMW	SMB	HML	CMA	$r_m - r_f$	شاخص آماری
۰,۰۶۰۶۱	۰,۰۱۰۰۰۲	۰,۰۱۴۴۰۱	-۰,۰۱۰۴۳۷	۰,۰۴۹۹۸	۰,۰۸۹۸۶۵	میانگین
۰,۰۱۹۳۱	۰,۰۰۹۹۸۷	۰,۰۰۶۹۹۳	-۰,۰۰۹۳۴۴	۰,۰۴۹۹۷۹	۰,۰۱۰۱۸۱۴	میانه
۰,۴۰۹۱۵۱	۰,۰۱۰۲۹۱	۰,۱۴۹۷۹۴	۰,۱۶۳۲۰۲	۰,۰۵۰۲۵۳	۰,۲۳۱۶۵۳	ماکزیمم
-۰,۱۳۹۹۱۵	۰,۰۰۹۷۸۶	-۰,۰۳۱۱۷	-۰,۰۴۳۹۸	۰,۰۴۹۷۶۷	-۰,۰۳۹۶۰۸۳	مینیمم
۰,۱۴۳۲۱۴	۰,۰۰۰۱۱۲	۰,۰۷۸۲۳۹	۰,۰۱۰۶۱۵۸	۰,۰۸۰۱۲۲	۰,۱۳۹۹۶۴	انحراف معیار استاندارد
۰,۹۲۲۸۵۷	۰,۳۳۲۲۱۳	-۰,۰۹۹۵۵۹	-۰,۰۸۷۴۵۲	۰,۱۲۳۴۷۶	۰,۳۳۵۴۱۱	چولگی
۲,۷۴۵۹۹۱	۲,۷۸۸۱۰۲	۶,۲۲۵۰۸۵	۴,۴۷۸۱۷	۲,۹۹۹۶۵۳	۲,۷۴۹۴۲	کشیدگی
۹,۲۵۶۴۷۵	۱,۲۹۶۹۶۴	۳۸,۳۰۹۳۶	۱۳,۹۸۵۵	۰,۱۶۲۶۲۸	۱,۳۶۷۴۴۶	آماره جاک-برا
۰,۰۰۹۷۷۲	۰,۵۲۲۸۳۹	۰	۰,۰۰۰۹۱۹	۰,۹۲۱۹۰۴	۰,۵۰۴۷۳۴	مقدار احتمال

آماره جارک-برا برای بررسی نرمال بودن توزیع احتمال متغیرهای پژوهش استفاده می‌شود و در صورتی که مقدار احتمال متناظر با آن کمتر از پنج صدم باشد، حاکی از عدم نرمال بودن توزیع متغیر در سطح اطمینان ۰,۹۵ می‌باشد. همان‌طور که در جدول آمار توصیفی مشاهده می‌شود تنها سه متغیر صرف ریسک، عامل سرمایه‌گذاری و سودآوری دارای توزیع نرمال می‌باشند.

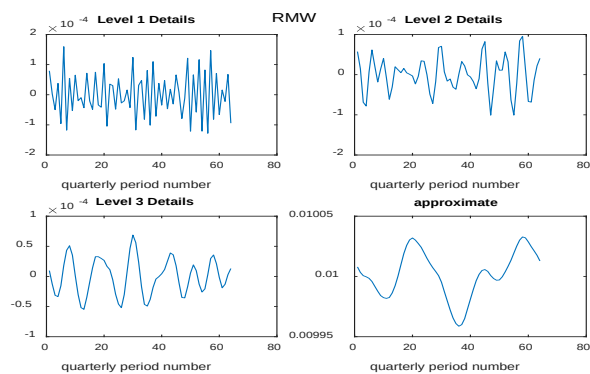
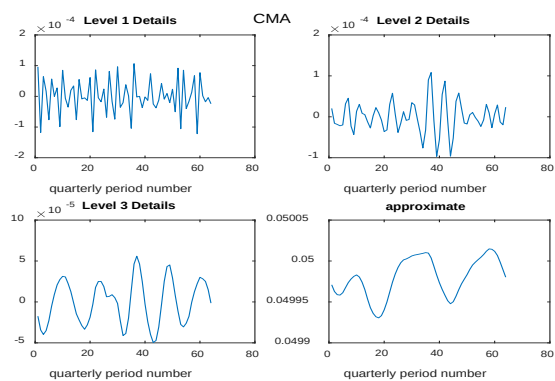
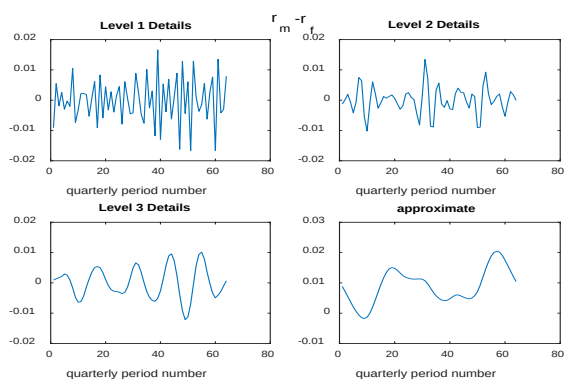
همان‌طور که در روش تحقیق بیان شد برای تجزیه سری‌های زمانی مربوط به متغیرهای مستقل و وابسته از ابزار موجک استفاده می‌شود. برای تجزیه سری‌های زمانی تحقیق از موجک دابشیز دو^۱ یا db2 استفاده شده لازم به توضیح می‌باشد که این تکنیک به طور عمده در تجزیه و تحلیل موجک مورد استفاده قرار می‌گیرد که علت عمده استفاده در این پژوهش می‌باشد.. نمودارهای حاصل از تجزیه متغیرهای تحقیق در سه سطح در نمودارهای ۵ تا ۱۰ ارائه شده است.



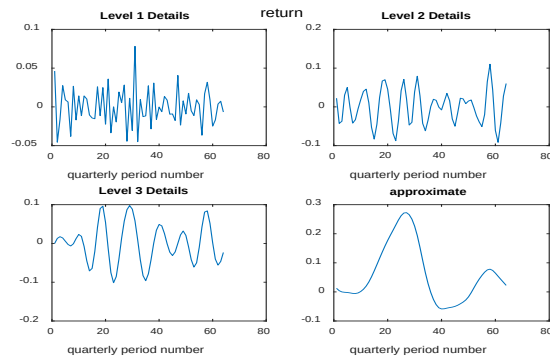
نمودار (۵): تجزیه SMB



نمودار (۶): تجزیه HML

نمودار (۷): تجزیه RMW نمودار (۸): تجزیه CMA 

نمودار (۹): تجزیه صرف ریسک بازار



نمودار (۱۰): تجزیه بازده پرتفوی

تقریب مدل فاما و فرنچ

برای بررسی مانایی متغیرهای تحقیق آزمون دیکی فولر مورد استفاده قرار گرفت که نتیجه در جدول ۳ ارائه شده است. نتایج نشان می‌دهد که همه متغیرهای تحقیق در سطح و در سطح اطمینان ۰٫۹۵ مانا می‌باشند و رگرسیون معمولی کاذب نخواهد بود.

جدول (۳): بررسی مانایی متغیرها

متغیر	آماره دیکی فولر	مقدار احتمال
SMB	-۸٫۰۵۵	۰٫۰۰۰
HML	-۸٫۰۰۳	۰٫۰۰۰
CMA	-۷٫۴۶۱	۰٫۰۰۰
RMW	-۸٫۵۳۱	۰٫۰۰۰
$R_M - R_f$	-۵٫۸۷۲	۰٫۰۰۰

پس از تخمین مدل فاما و فرنچ، نتایج جدول ۴ حاصل شد:

جدول (۴): نتایج رگرسیون معمولی

متغیر	مقدار	خطا استاندارد	آماره T	مقدار احتمال
c	۰٫۱۳۷	۰٫۷۰۴	۱۹٫۵۳۵	۰٫۰۰۰
$R_M - R_f$	۰٫۴۴۷	۰٫۴۴۷	-۲٫۲۸۰	۰٫۰۱۳
SMB	-۰٫۱۱۹	۰٫۲۱۵	۲٫۵۵۳	۰٫۰۰۶
HML	۰٫۰۴۱	۰٫۵۱۰	-۰٫۶۱۰	۰٫۲۷۲
RMW	۰٫۱۲۲	۰٫۱۵۲	-۱٫۷۷۸	۰٫۰۴۷
CMA	-۰٫۲۷۲	۰٫۱۷۴	۱٫۲۸۱	۰٫۱۰۲

در این مدل ضریب نیکویی برازش جدول ۵ می‌باشد.

جدول (۵): ضریب نیکویی برازش

۰,۶۵۲۱	ضریب نیکویی برازش
۰,۶۴۱	ضریب نیکویی برازش تعدیل شده

بنابراین مدل حدود ۰,۶۵ از تغییرات بازده پرتفوی را توجیه می‌کند. با توجه به نتایج حاصل شده، عوامل مؤثر بر بازده سهام در یک افق زمانی یک دوره‌ای معادل سه ماه در فاصله اطمینان ۰,۹۵، صرف ریسک بازار، عامل اندازه و عامل سودآوری می‌باشد. از بین عوامل معنی‌دار، تاثیر اندازه منفی و دو عامل دیگر مثبت می‌باشند. همچنین عامل سرمایه‌گذاری دارای تاثیر منفی و بی‌معنا می‌باشد و عامل ارزش نیز مثبت و بی‌معنا می‌باشد. بنابراین تاثیر تمام متغیرهای معنادار مثبت می‌باشد و به‌طور متوسط با افزایش آن‌ها، متوسط بازده پرتفوی افزایش می‌یابد.

مدل فاما و فرنچ در مقیاس‌های زمانی مختلف کوتاه مدت

در این روش، سری جزییات اصل شده از جزییات سطح یک تجزیه متغیر وابسته بر جزییات سطح اول تجزیه متغیرهای وابسته رگرسیون می‌شود که نتیجه حاصل از برآورد مدل که به مدل کوتاه مدت تفسیر می‌شود در جدول ۶ ارائه شده است:

جدول (۶): نتایج تحلیل کوتاه مدت

متغیر	مقدار	خطای استاندارد	آماره T	مقدار احتمال
c	۰,۰۰۴	۰,۰۲۱	۳,۱۵۳	۰,۰۰۲
$R_M - R_f$	۰,۰۳۴	۰,۳۰۳	۱۰,۶۴۲	۰,۰۰۰
SMB	-۰,۰۳۳	۰,۲۰۴	-۹,۲۵۳	۰,۰۰۰
HML	۰,۰۰۲	۰,۰۳۰	۱,۶۲۰	۰,۰۵۵
RMW	۰,۰۱۸	۰,۰۳۶	-۱,۸۲۸	۰,۰۳۶
CMA	۰,۰۰۱	۰,۰۲۱	۰,۸۵۱	۰,۱۹۹

در این مدل ضریب نیکویی برازش جدول ۷ می‌باشد.

جدول (۷): ضریب نیکویی برازش

۰,۶۴۱۲	ضریب نیکویی برازش
۰,۶۳۵	ضریب نیکویی برازش تعدیل شده

بنابراین حدود ۰,۶۴ از تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. همان‌طور که مشاهده می‌شود، عوامل مؤثر بر بازده سهام در فاصله اطمینان ۰,۹۵ و در کوتاه مدت (۲ تا ۴ دوره سه ماهه)، صرف ریسک بازار، عامل اندازه، و عامل سودآوری می‌باشد. از بین عوامل معنی‌دار، تاثیر اندازه منفی و دو عامل دیگر مثبت می‌باشند. همچنین عامل سرمایه‌گذاری دارای تاثیر مثبت و بی‌معنا می‌باشد و در کوتاه‌مدت عامل ارزش بی‌تأثیر می‌باشد.

میان مدت

در این روش، سری جزییات اصل شده از جزییات سطح دو تجزیه متغیر وابسته بر جزییات سطح دو تجزیه متغیرهای وابسته رگرسیون می‌شود که نتیجه حاصل از برآورد مدل که به مدل میان مدت تفسیر می‌شود در جدول ۸ ارائه شده است:

جدول (۸): نتایج تحلیل میان مدت

متغیر	مقدار	خطای استاندارد	آماره T	مقدار احتمال
c	۰,۱۷۴	۰,۰۱۶	۱۰,۸۹۵	۰,۰۰۰
$R_M - R_f$	۰,۷۶۰	۰,۲۷۹	۲,۷۲۵	۰,۰۰۴
SMB	-۰,۰۱۲۶	۰,۰۶۰	۲,۰۰۴	۰,۰۲۴
HML	۰,۰۰۶	۰,۰۴۲	۱,۳۷۴	۰,۰۳۴
RMW	-۰,۰۰۷	۰,۰۲۴	-۰,۲۹۳	۰,۳۸۵
CMA	۰,۱۲۶	۰,۰۶۰	۲,۱۰۱	۰,۰۱۱۹

در این مدل ضریب نیکویی برازش میان مدت جدول ۹ می‌باشد.

جدول (۹): ضریب نیکویی برازش میان مدت

۰,۶۶۱	ضریب نیکویی برازش
۰,۶۴۲۵	ضریب نیکویی برازش تعدیل شده

بنابراین حدود ۰,۶۶ از تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. عوامل مؤثر بر بازده سهام در فاصله اطمینان ۰,۹۵ و در میان مدت (۸ تا ۱۶ دوره سه ماهه)، صرف ریسک بازار، عامل اندازه

و عامل سرمایه گذاری می‌باشد. از بین عوامل معنی دار، تاثیر اندازه منفی و دو عامل دیگر مثبت می‌باشند. همچنین عامل‌های ارزش و سودآوری در این فرکانس دارای اثر معناداری نمی‌باشند. نسبت به کوتاه‌مدت، نتایج برآورد نشان می‌دهد که به‌صورت متوسط سرمایه گذاری در دارایی‌های ثابت توانسته است خود را در بازده نشان بدهد. نسبت به دوره کوتاه‌مدت، سودآوری یا خاصیت مومنتوم در میان‌مدت تاثیر معکوس دارد و متوسط شرکت‌های برنده در این فرکانس زمانی، خاصیت مومنتومی را تأیید نمی‌کنند.

بلند مدت

در این روش، سری جزییات اصل شده از جزییات سطح سه تجزیه متغیر وابسته بر جزییات سطح سه تجزیه متغیرهای وابسته رگرسیون می‌شود که نتیجه حاصل از برآورد مدل که به مدل میان‌مدت تفسیر می‌شود در جدول ۱۰ ارائه شده است:

جدول (۱۰): نتایج تحلیل دراز مدت

متغیر	مقدار	خطای استاندارد	آماره T	مقدار احتمال
c	-۰,۰۳۵	۰,۲۴۲	-۱,۴۵۸	۰,۷۴۹
$R_M - R_f$	۱,۰۳۱	۰,۰۰۰	۳,۱۵۳	۰,۰۰۱
SMB	-۰,۰۳۰	۰,۳۹۲	۱۰,۶۴۲	۰,۳۴۸
HML	۰,۰۰۳	۰,۰۰۲	۱,۲۳	۰,۱۱۱
RMW	۰,۰۰۱	۰,۰۰۰	۱,۶۳۴	۰,۰۵۳
CMA	۰,۰۰۴	۰,۰۰۰	-۱,۸۲۸	۰,۰۳۶

در این مدل ضریب نیکویی برازش بلندمدت جدول ۱۱ می‌باشد.

جدول (۱۱): ضریب نیکویی برازش بلند مدت

۰,۶۴۵۲	ضریب نیکویی برازش
۰,۶۲۱	ضریب نیکویی برازش تعدیل شده

بنابراین حدود ۰,۶۵ از تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. عوامل مؤثر بر بازده سهام در فاصله اطمینان ۰,۹۵ و در میان مدت (۴ تا ۸ دوره سه ماهه)، صرف ریسک بازار و عامل سرمایه گذاری می‌باشد. همچنین عامل‌های ارزش، اندازه و سودآوری در این فرکانس دارای اثر معناداری نمی‌باشند.

بحث در نتایج و پیشنهادها

پژوهش حاضر اولین پژوهش در باب بررسی مدل پنج عاملی فاما و فرنچ با رویکرد تحلیل موجک در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. لکن در مورد مدل سه عاملی رستمی و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان "مدل قیمت‌گذاری چند مقیاسی با رویکرد آنالیز موجک و سه فاکتور فاما-فرنچ و عدم نقدشوندگی در بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی مدل فاما و فرنچ سه عاملی با رهیافت تجزیه موجک می‌پردازند. آن‌ها بیان می‌کنند که در بازه‌های زمانی متفاوت، به نتایج متفاوتی رسیده‌اند. رابطه بین بازده باارزش دفتری به ارزش بازار و عدم نقدشوندگی در بلندمدت معنادار است. رابطه بین بازده سهام با بتا، ارزش دفتری به ارزش بازار و اندازه شرکت در میان‌مدت معنادار هستند. رابطه بین بازده سهام و اندازه در کوتاه مدت معنادار است. پژوهش حاضر نیز به مانند پژوهش رستمی و همکاران عامل ارزش را در میان مدت معنادار و در کوتاه مدت بی‌معنا می‌داند (مدل فاما و فرنچ نیز ارزش را باوجود متغیرهای سودآوری و سرمایه‌گذاری فاقد معنی می‌داند) و همچنین عامل اندازه را در بلند مدت بی‌معنا ارزیابی می‌کند. اندازه در همه سطوح دارای تأثیر منفی می‌باشد که نشان می‌دهد که شرکت‌های کوچک‌تر به‌طور متوسط بازده بهتری داشته‌اند.

در پاسخ به سؤال اول: یکی از متداول‌ترین ابزارهای تحقیق رگرسیون معمولی می‌باشد. یکی از مشکلات به کارگیری رگرسیون معمولی، ایجاد رگرسیون کاذب می‌باشد که راه حل مواجه نشدن با این مشکل، مفهوم روند زدایی می‌باشد. یکی از روش‌های روند زایی در اقتصادسنجی تفاضل مرتبه اول یا دوم می‌باشد. تحلیل موجک نیز یک ابزار روند زدایی را معرفی می‌کند. این مفهوم می‌تواند در مقیاس‌های زمانی مختلف انجام شود. سری‌های زمانی به‌وسیله تبدیل موجک گسسته مورد تجزیه به سری‌های جزئیات و کلیات (تقریب) قرار می‌گیرند. عمل تجزیه را می‌توان در چند سطح انجام داد، متغیرهای مستقل تحقیق شامل، اندازه، ارزش، صرف ریسک بازار، سودآوری، سرمایه‌گذاری و بازده پرتفوی، در سطوح مختلف و به کمک موجک دایشیز ۲ تجزیه گردید و با ابزار رگرسیون، جزئیات متغیر وابسته بر جزئیات متغیرهای مستقل در سطح مختلف تجزیه شامل کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت رگرسیون گردید و بدین صورت عوامل مؤثر بر بازده سهام در افق‌های زمانی مختلف مشخص گردید.

در پاسخ به سؤال دوم: عوامل مؤثر بر بازده سهام در فاصله اطمینان ۰,۹۵ و در کوتاه مدت (۲ تا ۴ دوره سه ماهه)، صرف ریسک بازار، عامل اندازه، و عامل سودآوری می‌باشد. از بین عوامل معنی دار، تأثیر اندازه منفی و دو عامل دیگر مثبت می‌باشند. همچنین عامل سرمایه‌گذاری دارای تأثیر مثبت و بی‌معنا می‌باشد و در کوتاه مدت عامل ارزش بی‌تأثیر می‌باشد.

در پاسخ به سوال سوم: عوامل مؤثر بر بازده سهام در فاصله اطمینان ۰,۹۵ و در میان مدت (۴ تا ۸ دوره سه ماهه)، صرف ریسک بازار، عامل اندازه و عامل سرمایه گذاری می باشد. از بین عوامل معنی دار، تأثیر اندازه منفی و دو عامل دیگر مثبت می باشند. همچنین عامل های ارزش و سودآوری در این فرکانس دارای اثر معناداری نمی باشند. نسبت به کوتاه مدت، نتایج برآورد نشان می دهد که به صورت متوسط سرمایه گذاری در دارایی های ثابت توانسته است خود را در بازده نشان بدهد. نسبت به دوره کوتاه مدت، سودآوری یا خاصیت مومتموم در میان مدت تأثیر معکوس دارد و متوسط شرکت های برنده در این فرکانس زمانی، خاصیت مومتمومی را تأیید نمی کند.

در پاسخ به سوال چهارم: عوامل مؤثر بر بازده سهام در فاصله اطمینان ۰,۹۵ و در بلند مدت (۸ تا ۱۶ دوره سه ماهه)، صرف ریسک بازار، عامل و عامل سرمایه گذاری می باشد. همچنین عامل های ارزش، اندازه و سودآوری در این فرکانس دارای اثر معناداری نمی باشند.

نتایج تحلیل موجهک و بررسی مدل فاما و فرنچ در مقیاس های زمانی متفاوت نشان می دهد که سرمایه گذاران در افق های زمانی مختلف باید عامل متفاوتی را در شکل دهی به انتظار خود از یک پرتفوی در نظر بگیرند. متدلوژی پیشنهادی به سرمایه گذاران پیشنهاد می کند که فرصت های سرمایه گذاری را با استراتژی مدیریت پرتفوی پویا و گرفتن حساب چندمقیاسی ریسک و بازده انتخاب نمایند.

در کوتاه مدت (۲-۴ دوره سه ماهه) و در شرایطی که نرخ بهره بدون ریسک چشمگیر نمی باشد، به طور متوسط یک پرتفوی متنوع که غالب آن را شرکت های با اندازه کوچک و مومتموم بالا (سودآوری قبلی بالا) تشکیل می دهد، گزینه مناسبی می باشد. زیرا در کوتاه مدت عوامل مؤثر بر بازده سهام، اندازه و سودآوری و صرف ریسک می باشد.

سرمایه گذاری در میان مدت نسبت به کوتاه مدت دارای یک عامل تأثیر گذار بیشتر می باشد و آن عامل ارزش می باشد. در میان مدت شرکت های با نسبت ارزش دفتری به بازار بالا توانسته اند بازده مناسبی کسب کنند. در واقع فاصله گرفتن ارزش دفتری از بازار حاکی از انتظار سرمایه گذاران برای رشد بازده سهام ناشی از تحولات آتی می باشد. اینکه عامل ارزش دارای اثر معناداری می باشد نشان می دهد که به طور متوسط در میان مدت، انتظارات آتی سرمایه گذاران محقق شده است.

در بلند مدت مهم ترین عوامل تأثیر گذار بر بازده، صرف ریسک بازار و سرمایه گذاری می باشد. بنابراین با تشکیل یک پرتفوی متنوع در بورس اوراق بهادار تهران می توان در بلند مدت ارزش پول را حفظ کرد. همچنین همگام شدن با پیشرفت های تکنولوژی شرکت ها را به سمت سرمایه گذاری در دارایی های ثابت با فناوری بالاتر سوق داده و این امر توانسته در آینده بازده مناسبی برای سرمایه گذاران کسب کند. بنابراین در بلند مدت، به طور متوسط بازده مناسبی در انتظار سرمایه گذاران در سهام با سرمایه گذاری بالا می باشد.

منابع

- اسلامی یدگلی غلامرضا، هنردوست اعظم. (۱۳۹۱). «مدل سه عاملی فاما و فرنچ و ریسک نقدشوندگی: شواهدی از بازار بورس اوراق بهادار تهران». دانش سرمایه گذاری، ۱۱(۲)، ۹۷-۱۱۶.
- پور زمانی، زهرا. بشیری، علی (۱۳۹۲). «آزمون مدل کارهارت برای پیش بینی بازده مورد انتظار به تفکیک سهام رشدی و ارزشی». مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار ۱۶(۹۳)-۱۰۷.
- جلایی، عبدالمجید؛ حبیب دوست، امیر (۱۳۹۲). «بررسی رابطه نوسان‌های نرخ ارز و بازدهی سهام با استفاده از تحلیل موجک در بخش‌های مختلف بورس اوراق بهادار تهران». ۷(۲۵)، ۹-۳۲.
- راعی، رضا؛ محمدی، شاپور و فندرسکی، حنطه (۱۳۹۴). «پیش بینی شاخص بورس با استفاده شبکه‌های عصبی و تبدیل موجک». فصلنامه علمی-پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۸(۸)، ۵۴-۷۵.
- رستمی، محمدرضا، پویان فرد، ریحانه، هاشم پور، مریم. (۱۳۹۶). «مدل قیمت‌گذاری چندمقیاسی با رویکرد آنالیز موجک و سه فاکتور فاما-فرنچ و عدم نقدشوندگی در بورس اوراق بهادار تهران». نشریه انجمن علوم مالی ایران، ۱(۲)، ۷-۲۰.
- رمضانی، جواد، کامیابی، یحیی. (۱۳۹۶). «مقایسه مدل شش عاملی با مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای در تبیین بازده مورد انتظار سرمایه‌گذار». پژوهش‌های اقتصادی ایران ۲۲(۷۰)، ۲۳۱-۲۰۷.
- شمس، ناصر، پارسائیان سمیرا (۱۳۹۱). «مقایسه عملکرد مدل فاما و فرنچ و شبکه‌های عصبی مصنوعی در پیش بینی بازده سهام در بورس تهران». مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار ۱۱(۱۱)-۱۰۳-۱۱۸.
- طالبی، حمید. (۱۳۹۵). «بررسی رابطه ریسک سیستماتیک و بازده سهام شرکت‌ها با به کارگیری تحلیل موجک». پنجمین کنفرانس بین‌المللی حسابداری و مدیریت با رویکرد علوم پژوهشی نوین، تهران، شرکت ارتباط ارغوان ایرانیان.
- عباسی نژاد، حسین و نادری، اسماعیل (۱۳۹۱). «تحلیل آشوب تجزیه موجک و شبکه عصبی در پیش بینی شاخص بورس تهران». فصلنامه تحقیقات مدل سازی اقتصادی، ۸(۸)، ۹-۱۵.
- عباسی، ابراهیم غفار غزلچه. (۱۳۹۱). «آزمون تاثیر الگوی سه عاملی فاما و فرنچ در پراکندگی بازده سبد سهام». دانش حسابداری، ۱۱(۱)، ۱۸۰-۱۶۱.
- نظری زاده دهکردی، سمیه و کبری قاسمی، (۱۳۹۳). «برآورد ارزش در معرض خطر براساس تبدیل موجک و نظریه‌ی تعمیم یافته ارزش فرین (مطالعه‌ای در بازار فلزات)». کنفرانس بین‌المللی مدیریت در قرن ۲۱، تهران، موسسه مدیران ایده پرداز پایتخت ویرا.
- Addison, P. S. (2002). «The continuous wavelet transform. »The illustrated wavelet transform handbook, 6-63.
- Banz, R. W. (1981). «The relationship between return and market value of common stocks. »Journal of financial economics, 9(1), 3-18.

- Fama, E. F., & French, K. R. (2013). A five-factor asset pricing model. *Journal of financial economics*, 116(1), 1-22.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). «Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds». *Journal of financial economics*, 33(1), pp.3-56.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2012). «Size, Value, and Momentum in International Stock Returns». *Journal of Financial Economics*, 105(3), pp. 457.
- Gençay, R., Selçuk, F., & Whitcher, B. (2003). «Systematic risk and timescales». *Quantitative Finance*, 3(2), 108-116.
- Gregory, A., Tharyan, R., & Christidis, A. (2013). «Constructing and testing alternative versions of the Fama–French and Carhart models in the UK». *Journal of Business Finance & Accounting*, 40(1-2), 172-214.
- Kang, B. U., In, F., & Kim, T. S. (2017). «Timescale betas and the cross section of equity returns: Framework, application, and implications for interpreting the Fama–French factors». *Journal of Empirical Finance*, 42, 15-39
- Trimech, A., Kortas, H., Benammou, S., & Benammou, S. (2009). «Multiscale Fama-French model: application to the French market. »*The Journal of Risk Finance*, 10(2), 179-192.

COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.

Government Civil Liability Against Export-Oriented Companies¹

Seyyed Mohsen Ghaemi², Mahdi Madadi³

Received: 2021/01/11

Accepted: 2021/05/18

Research Paper

Abstract

During the currency crises of the 2010s (Jalali 1390s), one of the government's effort to reduce the escalating rate of exchange rate was to set a fixed price for the currency. To this end, the government had to make supportive decisions on this rate such as export bans and commanding sale of commodities in the stock exchange. Reviewing the legal and jurisprudential bases of such decisions requires that the government civil liability against the exporting companies shall be considered both in "faults due to approval of regulations against rules" and "civil liability - regardless of fault - due to the principle of equity and legitimate expectations rooted in economic security." The present research is a library research, which analyzes the above case based on a descriptive-analytical method. It is concluded that firstly Imamieh Jurisprudence has refrained from defining the commanding price in economic tough situations such as shortage of commodities due to the hoarding by the Islamic government in spite of preventing the owners of the same. Secondly, from the legal point of view, preventing exportation of commodities is against Article 23 of the perpetual orders of the State Development Plan ratified in 1395 (2016) as well as Article 18 of the Law on Developing the New Instruments and Financial Institutions in line with Facilitating Implementation of General Policies of Principle 44 of the Constitution. The said principle makes the government bound to exclude the commodities registered in the stock exchange from the pricing system. Furthermore, analyzing the case under the principle of equity and legitimate expectation of the citizens is a proof to this theory.

Key Words: Capital Market law, Government Economic Civil Liability, Civil Liability resulted from the Economic Regulations, Export Ban, Currency Fluctuation.

JEL Classification: K21, K22

1. DOI: 10.22034/JSE.2021.11219

2. Ph.D in Public Law, Allameh Tabatabaei University, Tehran, Iran.

3. MA Student of Private Law, University of Kashan, Isfahan, Iran (Corresponding Author).
mahdimadadi@yahoo.com



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
فصلنامه بورس و اوراق بهادار، سال چهاردهم، شماره ۵۴، تابستان ۱۴۰۰، صص ۵۶-۳۵

مسئولیت مدنی دولت در قبال شرکت‌های صادرات محور^۱

سید محسن قائمی خرق^۲، مهدی مددی^۳

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۱۰/۲۲

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۲/۲۸

مقاله پژوهشی

چکیده

در بحران‌های ارزی در دهه ۹۰ شمسی، یکی از تلاش‌های دولت‌ها در راستای کاهش سرعت فزونی قیمت ارز، تعیین قیمت معین برای ارز بوده است و در امتداد این تصمیم ناچار به اتخاذ تصمیمات حمایتی از این نرخ، همچون ممنوعیت صادراتی و الزام به فروش دستوری کالاها در بورس کالا شده‌اند. بررسی مبنای حقوقی و فقهی این تصمیمات اقتضای آن دارد که مسئولیت مدنی دولت در برابر شرکت‌های صادرکننده، از هر دو سویه‌ی "تفسیر به علت وضع مصوبات خلاف قانون" و "مسئولیت مدنی فارغ از تقصیر به دلیل اصل برابری و انتظار مشروع که ریشه در امنیت اقتصادی دارد" مورد توجه قرار گیرد. تحقیق حاضر با روش توصیفی-تحلیلی مبتنی بر مطالعات کتابخانه‌ای به تحلیل مسأله فوق خواهد پرداخت. رکن انتاجی این تحقیق آنکه؛ نخست در فقه امامیه در شرایط سخت اقتصادی همچون کمبود کالا در اثر احتکار حاکمیت حکومت اسلامی هر چند مالکین را از احتکار منع نموده لکن از تعیین قیمت دستوری خودداری نموده است و ثانیاً از منظر حقوقی ممنوعیت صادرات کالاها برخلاف نص ماده ۲۳ قانون احکام دائمی برنامه‌های توسعه کشور مصوب ۱۳۹۵ می‌باشد همچنان که در ماده ۱۸ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در راستای تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی مصوب ۱۳۸۸ دولت مکلف شده است که کالای پذیرفته شده در بورس را از نظام قیمت‌گذاری خارج نماید. افزون آنکه، تحلیل «مسأله» در پرتو اصول برابری و انتظار مشروع شهروندان نیز مؤیدی بر این نظریه است.

واژه های کلیدی: حقوق بازار سرمایه، مسئولیت مدنی اقتصادی دولت، مسئولیت مدنی ناشی از وضع مقرر اقتصاد،

ممنوعیت صادرات، نوسانات ارزی.

طبقه بندی موضوعی: K21, K22

DOI: 10.22034/JSE.2021.11219

۲. دکتری حقوق عمومی، دانشکده حقوق، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران.

۳. دانشجوی کارشناسی ارشد حقوق خصوصی، دانشکده حقوق، دانشگاه کاشان، اصفهان، ایران. (نویسنده مسئول)

mahdimadadi@yahoo.com

مقدمه

در سال‌های مختلف دهه ۹۰ شمسی در پی بحران‌های ارزی در ایران و افزایش معاملات سفته بازانه که پیامد افزایش تقاضای ارز بوده است، شاهد افزایش قیمت ارز بوده‌ایم. در اثر این افزایش قیمت طبیعتاً هزینه‌های تولیدی نیز افزایش یافته و عوامل پیرامونی همچون تحریم‌ها نیز تشدید کننده این وضعیت بوده است. در چنین شرایطی پس از آن که دولت‌ها در اقدامی اولیه به کنترل قیمت ارز و تعیین نرخ ترجیحی و مرجع برای ارز دست زده‌اند تا شاید بازار تسلیم شده و از مکانیسم صعودی خود - که مقادیری از آن از منظر اقتصادی نیز درست بوده است - منحرف گردد. پس از تعیین این نرخ برای ارز، همیشه چالش‌های دیگری به دنبال آن ایجاد می‌شود که صعوبات جدی‌تری در پی خواهد داشت.

یکی از چالش‌ها در چنین شرایطی این است که تولید کنندگان با توجه به افزایش یافتن تقاضای محصولاتشان در کشورهای همسایه (با توجه به صرفه‌ی اقتصادی داشتن بازار ایران به علت ارزانی ناشی از کمینه‌یابی ارزش پولی ملی) تمایل به افزایش صادرات کالاهای خود پیدا می‌کنند؛ چرا که نخست از ارزش پول خود با دریافت ارزهای خارجی صیانت کرده‌اند و در ثانی از فروش کالای خود به قیمت مصوب با ارز مرجع (که رقمی بسیار پایین‌تر است) خود داری نموده‌اند. در چنین شرایطی است که دولت‌ها مجبور به دخالت در اقتصاد می‌شوند، دخالتی که مورد قبول همگان است ولی بر سر نحوه و حدود آن، بحث‌ها بسیار است. بر همین اساس است که دولت، نخست صادرات برخی کالاها را ممنوع می‌کند تا از این طریق در تأمین بازار داخلی با کسری مواجه نشود و بر این منطق اقتصادی، در تصمیم بعدی دست به تعیین نرخ می‌زند تا با حمایت و رسمیت بخشیدن به ارز مرجع خود به مواجهه با افزایش قیمت محصولات و ارز بپردازد.

اما در این میان سؤالاتی نسبت به این مصوبات، وجود دارد. نخستین آنها در خصوص پشتوانه قانونی این مصوبات است؛ به عبارت دیگر آیا اساساً قانون به دولت‌ها اجازه می‌دهد که با وضع چنین مصوباتی و با دلایلی چون «تنظیم بازارهای داخلی»، «نظم عمومی اقتصادی» و «انجام وظایف حاکمیتی» شرکت‌های خصوصی صادر کننده را با محروم کردن آن‌ها از صادرات، از کسب بخشی از سودهای خود محروم سازند؟ چرا که این اقدامات به معنی کاهش منافع ممکن الحصول شرکت‌های صادر کننده می‌باشد و مضافاً آن که در عمل خود نوعی جلوگیری از

تنوع صادراتی و تنوع منابع درآمد ارزی می‌باشد که همواره در سیاست های اقتصادی مورد تاکید بوده است.

در ثانی آیا عباراتی چون «تامین منافع عمومی» در بطن مفهومی و اقتضایی خود، مشتمل بر "دلالیت مفهومی" است یا "پیامدنگاری" نیز درون این غایات و مقاصد تقنینی لحاظ شده است. در حقیقت، گاهی اثر این ممنوعیت صادراتی محدود به کاهش سود نمی‌شود و شرکت‌ها در انجام تعهدات سابق خود نیز با مشکل مواجه می‌شوند و مجبور به پرداخت خسارت‌های مالی می‌شوند و یا وضعیت شرکت‌هایی که ارتباط مستقیم با مصارف مردم دارند و اجازه افزایش نرخ به آنها داده نمی‌شود و بهای تمام شده‌شان با رشد مواد خام مصرفی بالا می‌رود، اگر نتوانند درآمدهای خود را به نسبت افزایش هزینه‌های تولیدی افزایش دهند، با گذشت زمان دچار زیان‌دهی و ورشکستگی می‌شوند که این امر خود تبعات بسیاری چون بیشینگی نرخ بیکاری در پی خواهد داشت که خود متعارض صریح "تامین منافع جامعه" می‌باشد.

سوم آنکه، از منظر گزاره‌های دانشی "فقه"، آیا دولت‌ها می‌توانند قیمت‌های معینی برای فروش کالاها اعلام نمایند؟ و در نهایت، در فرض اشتباه در اتخاذ این تصمیمات و ایجاد فسادهای گسترده، اتخاذ مکرر این تصمیمات در برهه‌های مختلف، می‌تواند مصداق "تقصیر" باشد یا خیر؟

بر مبنای سوالات فوق، آرایش تئوریک اثر حاضر بر محورهای "مفهوم و پیشینه مسئولیت مدنی اقتصادی دولت"، تحلیل مسئولیت مدنی دولت مبتنی بر تقصیر "ناشی از مصوبات خلاف قانون" با تمرکز بر "ممنوعیت صادرات کالا" و الزام به فروش دستوری" و «مسئولیت بدون تقصیر مبتنی بر اصول برابری، خطر و انتظار مشروع» سامان خواهد یافت.

مفهوم و ادبیات "مسئولیت مدنی اقتصادی دولت"

از نظر حقوقی تنها اشخاص حقیقی دارای مسئولیت (مدنی و کیفری) نیستند، بلکه اشخاص حقوقی اعم از حقوق خصوصی و عمومی نیز در قبال اعمال خود مسئولند. در بین اشخاص حقوقی حقوق عمومی، «دولت» مهمترین و بزرگترین شخص حقوقی محسوب می‌شود لذا با توجه به دامنه فعالیت های گسترده دولت در عرصه های مختلف (اقتصادی، فرهنگی، آموزشی، عمرانی و ...) تعیین مسئولیت این نهاد مهم امری ضروری و اجتناب ناپذیر است (موسی زاده، ۱۳۷۷، ۲۴۷) نظر به همین اهمیت مسئله حقوق دانان برای ارائه مفهومی روشن از مسئولیت

مدنی دولت تعاریف مختلفی ارائه داده اند که در یک جمع بندی کلی از آن ها می توان گفت مسئولیت مدنی دولت عبارت است از: الزام دولت نسبت به شخص زیان دیده در پرداخت غرامت زیان وارده به او که ناشی از عمل غیر قانونی منتسب به دولت یا عمل غیرقانونی او (دولت) بوده و یا تکلیف دولت است به پرداخت غرامت زیان دیده که به موجب قانون مقرر گردیده است (زرگوش، ۱۳۸۹، ۴۳). قابل توجه در این تعریف آن که گرچه دولت، پرداخت کننده غرامت است ولی الزاماً وارد کننده زیان نیست؛ یعنی ممکن است عامل زیان، شخصی به غیر از دولت باشد اما به حکم قانون، خسارت ناشی از عمل زیان بار آن شخص بر عهده دولت باشد.

نظریه «مسئولیت مدنی دولت» در اثر رجعت رویکرد حقوقی از «پندار الهی مداری دولت» (گزاره دولت، سایه خدا بر زمین است؛ پس خطا نمی کند) (غمامی، ۱۳۸۷، ۱۶) یا اندیشه های «نشأت پذیری دولت از اقتدار عمومی» (کاتوزیان، ۱۳۶۵، ۱۴۳)، «پاراداو کس انگاری مسئولیت مدنی دولت با اصل حاکمیت دولت» (ابوالحمد، ۱۳۵۴، ۴۱۰) و «عدم امکان عملی اثبات مسئولیت مقام سلطنت در دادگاه های زیر نظر سلطنت» (گزاره: هیچ دادگاهی نمی توانست بر اعمال مقام قضایی مافوق خود نظارت کند) (الماسی و قاسمی، ۱۳۹۸، ۱۵؛ صفایی و رحیمی ۱۳۹۶، ۳۴۵) ولادت یافت.

در ایران تا قبل از مشروطه و قانون اساسی، دولت مالک جان و مال مردم بود و افراد متضرر نمی توانستند تقاضای جبران خسارت نمایند. بعد از تدوین قانون اساسی و سایر قوانین نیز مسئله مسئولیت مدنی دولت مسکوت مانده بود (ابوالحمد، ۱۳۵۴، ۴۱۲) البته عموم ماده ۳۳۲ قانون مدنی، شامل مسئولیت مدنی دولت می شد اما صراحت نداشت تا آنکه در سال ۱۳۳۹ با تصویب قانون مسئولیت مدنی بر «مسئولیت مدنی دولت» تصریح گردید (مؤتمنی، ۱۳۹۰، ۴۳۴) (البته امروزه مستندات قانونی در رابطه با مسئولیت دولت در قانون اساسی، مدنی، مجازات اسلامی و قوانین خاص دیگر بسیار است)؛ هرچند که قانون مذکور نیز مسئولیت مدنی دولت را در اعمال تصدی - و نه اعمال حاکمیتی - پذیرفته است.

در توضیح دوگانه فوق به عنوان «نظریه مسئولیت مدنی اقتصادی دولت»، قانون گذار در تبصره ۱ ماده واحده قانون تعیین مرجع دعاوی بین افراد و دولت مصوب ۱۳۰۷ اشعار می دارد که «اعمال تصدی، اعمالی است که دولت از نقطه نظر حقوقی مشابه اعمال افراد انجام می دهد مانند خرید و فروش املاک و غلات و اجاره و استیجار و امثال آن» و ماده ۳ قانون مدیریت

خدمات کشوری مصوب ۱۳۸۶ اعمال حاکمیتی را «آن دسته از اموری که تحقق آن موجب اقتدار و حاکمیت کشور است و منافع آن بدون محدودیت شامل همه اقشار جامعه گردیده و بهره‌مندی از این نوع خدمات موجب محدودیت برای استفاده دیگران نمی‌شود» تعریف می‌کند؛ از قبیل: الف) سیاست‌گذاری، برنامه‌ریزی و نظارت در بخش‌های اقتصادی و...». بر همین اساس قانون‌گذار تا حدودی در ذیل ماده ۱۱، اعمال حاکمیتی را که یکی از مصادیق بارز آن سیاست‌گذاری و وضع قوانین می‌باشد، از محدوده مسئولیت دولت مستثنی می‌داند. البته بایستی توجه نمود که صرف عمل حاکمیتی موجب برائت دولت نیست که شرح آن خواهد آمد.

تفکیک نامبرده امروزه حتی در کشور فرانسه که خاستگاه این نظریه بوده است نیز به صورت نظریه‌ای متروک و منسوخ درآمده است و شورای دولتی فرانسه برای تعیین صلاحیت مراجع اداری و تمیز آن از صلاحیت مراجع قضایی، به این تفکیک اعتنایی ننموده و حتی مسئولیت دولت را در مواردی که زیان از اعمال حاکمیت ناشی شده، پذیرفته است (غمامی، ۱۳۸۷، ۱۱۵). تفکیکی که قابل‌خداشه می‌باشد؛ چراکه اولاً، ضابطه دقیقی برای تمیز و تشخیص وجود ندارد؛ ثانیاً، نظریه تفکیک عادلانه به نظر نمی‌رسد؛ چرا زیانهای ناشی از اعمال حاکمیت به شخص یا اشخاص معینی تحمیل شود و عموم مردم که از این گونه اعمال سود می‌برند، در جبران خسارت و تحمل ضرر شریک نباشند؟ ثالثاً، معافیت از مسئولیت در قبال اعمال حاکمیت برخلاف اصل تساوی شهروندان در برابر تکالیف عمومی است. یکی از حقوق و آزادی‌های مردم و اصول کلی حقوقی، اصل برابری همگان در مقابل هزینه‌های عمومی است. این اصل مبنای مسئولیت بدون تقصیر دولت در مواردی است که دولت به خاطر منفعت عمومی، هزینه‌های خاصی را بر برخی اداره‌شوندگان تحمیل می‌کند و آن‌ها را در برابر دیگران در وضعیت نابرابری قرار می‌دهد. مسئولیت به خاطر نقض اصل برابری در تقبل هزینه‌های عمومی این امکان را می‌دهد که اداره خسارات وارد شده به خاطر منفعت عمومی بر عده‌ای از افراد محدود را جبران نماید. به عبارت دیگر، به موجب این نظریه، از آسیب دیدگانی که به خاطر منفعت همگان، متحمل‌زیانی شده‌اند توسط دولت جبران خسارت شده و زیان‌های ناشی از اعمال دولت میان همه مردم سرشکن می‌گردد در این موارد، برای جبران خسارت، زیان باید غیر عادی (سنگین) و خاص (شامل افراد محدودی) باشد و موجب به هم خوردن برابری افراد در مقابل هزینه‌های عمومی شود.

در این راستاست که گفته می‌شود چنانچه از وضع و اجرای قوانین، مقررات یا معاهدات بین‌المللی پذیرفته شده توسط دولت، خساراتی غیر عادی و خاص بر شخصی تحمیل گردد آن خسارات باید جبران گردند. (QUILLEN, TCHEN ; 2005 : p. 273). و معافیت دولت‌ها از مسئولیت در چنین مواردی ناقض اصل برابری می‌باشد.

رابعاً، عدم مسئولیت در قبال اعمال حاکمیت سبب می‌شود که بسیاری از اعمال نامشروع و زیان‌آور دولت و کارمندان او ضمانت اجرای مدنی نداشته باشد و دولت به استناد عمل حاکمیت از زیر بار مسئولیت شانه خالی کند. به علت «ابهام مفهوم اعمال حاکمیت» و «اقدامات ضروری برای تأمین منافع اجتماعی» دولت در مورد هر خسارتی می‌تواند ادعا کند که آن خسارت ناشی از اعمال حاکمیت بوده است (صفایی؛ رحیمی ۱۳۹۶، ۳۴۹).

بنیان‌های "مسئولیت مدنی دولت در قبال شرکت‌های صادرات محور"

در فقه و حقوق، گرچه قواعد مهمی همچون لاضرر، اتلاف، تسبیب، ضمان، ید و غرور از مهمترین مبانی مسئولیت به شمار می‌آیند؛ لکن در خصوص مبنا و حدود برخی مصادیق مسئولیت مدنی از جمله مسئولیت مدنی دولت در قبال شرکت‌های صادرات محور، بحث‌هایی در جریان می‌باشد؛ از جمله آنکه آیا همانند حقوق خصوصی، تقصیر مبنای مسئولیت مدنی دولت است؛ یعنی زیان دیده برای دریافت غرامت، ناگزیر از اثبات تقصیر دولت خواهد بود؟ که در قالب‌های زیر تحلیل خواهد شد.

مسئولیت مدنی مبتنی بر تقصیر

نظریه مسئولیت مدنی مبتنی بر تقصیر، به عنوان مبنای عمده «نظریه مسئولیت» در نظامات حقوقی، بر وجود رابطه‌ی علیت میان "تقصیر و ضرر" تحفظ دارد؛ یعنی کسی مسئول است که در نتیجه تقصیر او ضرر به وجود آمده باشد (کاتوزیان، ۱۳۹۵، ۱۷۱). تقصیر در دانش حقوق در دو معنا به کار رفته است، نخست به معنی آگاهی فاعل بر زیانبار و غیر مجاز بودن عمل است (ماده ۳۳۵ قانون مدنی) و دوم آن که ارتکاب عمل غیر مجاز نسبت به مال یا حق دیگری خواه به صورت مثبت باشد یا خودداری از انجام وظیفه باشد (مواد ۹۵۱ تا ۹۵۳ قانون مدنی) (شهیدی، ۱۳۹۵، ۶۳). در خصوص اقدامات دولتی، تقصیر، مترادف با نقض قانون است. مراد آنکه، هرگاه

سخن از تقصیر می‌شود، منظور آن است که عمل منجر به زیان، غیر قانونی بوده است (زرگوش، ۱۳۸۹، ۳۸۱).

مسئولیت مدنی ناشی از مصوبات مغایر با قانون

نظریه تقصیر در خصوص مسئولیت مدنی دولت، در ماده ۱۱ قانون مسئولیت مدنی ۱۳۳۹ چنین بیان می‌دارد که: «کارمندان دولت و شهرداری‌ها و مؤسسات وابسته به آنها که به مناسبت انجام وظیفه عمداً یا در نتیجه بی‌احتیاطی خساراتی به اشخاص وارد نمایند شخصاً مسئول جبران خسارات وارده می‌باشند، ولی هرگاه خسارات وارده مستند به عمل آنان نبوده و مربوط به نقص وسائل ادارات و مؤسسات مزبور باشد، در این صورت جبران خسارت بر عهده‌ی اداره یا مؤسسه‌ی مربوطه است ولی در مورد اعمال حاکمیت دولت هرگاه اقداماتی که برحسب ضرورت برای تأمین منافع اجتماعی طبق قانون به عمل آید و موجب ضرر دیگری شود، دولت مجبور به پرداخت خسارت نخواهد بود».

از ذیل ماده مذکور چنین بر می‌آید که قانون‌گذاری به عنوان یکی از مصادیق بارز اعمال حاکمیتی از دامنه مسئولیت مدنی خارج گشته است و دولت بابت اقدامات و تصمیمات اشتباه خود در اقتصاد مسئولیتی نخواهد داشت، لکن با اندکی دقت درخواهیم یافت که قانون‌گذار در این ماده سه شرط را برای معافیت اعمال حاکمیتی از مسئولیت برشمرده است و صرف حاکمیتی بودن عمل رافع مسئولیت نمی‌باشد؛ نخست آن که اقدامات «برحسب ضرورت»، دوم برای «تأمین منافع اجتماعی» و سوم آن که «مطابق قانون» بایستی باشد. لذا با جمع این شرایط است که عمل حاکمیتی دولت از قید مسئولیت رها خواهد شد. افزون آن که در اصل ۱۳۸ قانون اساسی آمده است: «علاوه بر مواردی که هیئت وزیران یا وزیری مأمور تدوین آیین‌نامه‌های اجرایی قوانین می‌شود، هیئت وزیران حق دارد برای انجام وظایف اداری و تأمین اجرای قوانین و تنظیم سازمانهای اداری به وضع تصویب‌نامه و آیین‌نامه پردازد. هر یک از وزیران نیز در حدود وظایف خویش و مصوبات هیئت وزیران حق وضع آیین‌نامه و صدور بخشنامه را دارد ولی مفاد این مقررات نباید با متن و روح قوانین مخالف باشد» و در اصل ۱۳۷ نیز مقرر شده است که: «هر یک از وزیران مسئول وظایف خاص خویش در برابر رئیس جمهور و مجلس است و در اموری که به تصویب هیئت وزیران می‌رسد مسئول اعمال دیگران نیز هست». براساس همین مبانی، وضع مصوبات مغایر با قوانین، مسئولیت مدنی دولت را در پی خواهد داشت.

افزون بر این‌ها، طبق اصل ۱۷۳ قانون اساسی، امکان بازرسی و اعلام مخالفت آیین‌نامه‌ها و تصویب‌نامه‌هایی که سازمان‌های عمومی و قوه مجریه وضع می‌نمایند، پیش‌بینی شده است (وفق ماده ۱۰ قانون دیوان عدالت اداری مصوب ۹۲). در چنین مواردی، بر فرض حکم دیوان عدالت اداری به ابطال اقدامات، یا تصمیمات مقامات و نهادهای دولتی، اشخاص ذینفع می‌توانند خسارات وارده به خود را نخست از نهادهای ذیربط مطالبه کنند و در فرض استنکاف آنها برای احقاق حقوق خود به دادگاه عمومی رجوع نمایند. البته مطالبه خسارت از طریق دادگاه عمومی مستلزم آن است که دیوان عدالت تصدیق نماید تصمیمات با اقدامات با مقررات دولتی به علت بر خلاف قانون بودن آن یا عدم صلاحیت مرجع مربوط یا تجاوز با سوء استفاده از اختیارات یا تخلف در اجرای قوانین و مقررات یا خودداری از انجام وظایف قانونی موجب تضییع حقوق یا سبب ورود خسارت بلاواسطه و مستقیم به زیان‌دیده شده است. در صورتی که دیوان عدالت ورود خسارت از ناحیه موسسات و سازمان‌های دولتی از طریق تصمیمات و اقدامات مذکور را تصدیق نماید، زیان‌دیده می‌تواند طبق تبصره یک ماده ۱۰ قانون دیوان عدالت اداری برای تعیین میزان خسارت وارده به دادگاه عمومی مراجعه کند.

در ماده ۱۱ نیز قانون دیوان عدالت اداری مصوب ۹۲ قانونگذار در باب جبران زیان‌های وارده مقرر داشته است که «در صورتی که تصمیمات و اقدامات موضوع شکایت، موجب تضییع حقوق اشخاص شده باشد، شعبه رسیدگی‌کننده، حکم مقتضی مبنی بر نقض رأی یا لغو اثر از تصمیم و اقدام مورد شکایت یا الزام طرف شکایت به اعاده حقوق تضییع شده، صادر می‌نماید». بنابر آنچه گذشت، وضع مقررات غیر قانونی، نوعی از تقصیر به شمار می‌آیند و در رویه قضایی نیز نمونه‌های فراوانی در خصوص دریافت خسارات ناشی از تصمیمات و اقدامات و مقررات خلاف نص صریح قانون وجود دارد؛ از جمله آرای معروف «فیلم سنتوری» و «ممنوعیت کیت‌های گازسوز». نگاره حاضر، پی‌جوی این مسأله است که آیا «ممنوع‌انگاری صادرات برخی کالاها» و «الزام فروش کالاها به قیمت معین در بورس کالا» در دسته مصوبات مشروع و قانونی قلمداد نمود و بالطبع دولت را از خسارت‌های وارده بر صادرکنندگان معاف دانست یا آن که وضع این مصوبات خلاف قانون بوده و منجر به مسئولیت مدنی دولت خواهد شد.

الف- ممنوعیت صادرات کالا

وفق اصل ۴۳ قانون اساسی، تأمین استقلال اقتصادی جامعه و تأمین نیازهای اساسی یکی از وظایف دولت‌ها می‌باشد و مالکیت خصوصی نیز تا حدی که مایه زیان جامعه نشود، مورد

حمایت قرار دارد. در چنین شرایطی ممکن است به نظر رسد که مقررات تحدیدی به مانند مقررات ممنوعیت صادراتی با ایرادی مواجه نمی باشند؛ منطقی آنکه یکی از موارد تحدید "اصل آزادی قراردادها" به عنوان طریقی عادلانه برای تامین نظم در روابط مالی افراد، نظم عمومی و نظم عمومی اقتصادی است؛ بدین معنی که دولت در پی آن است که اقتصاد را رهبری کند و قرارداد های خصوصی - به عنوان عامل توزیع ثروت - را در نظارت خود بگیرد. بر همین مبنا گاه دست به سلب نمودن آزادی افراد در انعقاد یا عدم انعقاد قرارداد می زند (کاتوزیان، ۱۳۹۵، ۱۶۶). قوانینی که درباره تعیین ارزش پول و تثبیت نرخ بهره و ورود و خروج ارز وضع می شود یکی از قواعد مربوط به نظم عمومی اقتصادی است. اما با بررسی قوانین و مقررات موجود با موادی مواجه می شویم که این گفتار نخست را مورد خدشه قرار می دهد.

در ماده ۲۳ قانون احکام دائمی برنامه های توسعه کشور مصوب ۱۳۹۵ مقرر شده است که «هرگونه وضع مالیات یا عوارض برای صادرات کالاهای مجاز و غیریارانه ای و جلوگیری از صادرات هرگونه کالا به منظور تنظیم بازار داخلی ممنوع است و صدور کلیه کالاهای خدمات به جز موارد زیر مجاز می باشد...». از این ماده که در تمامی قوانین برنامه های توسعه^۱ نیز موجود بوده است و خود حاکی از ضرورت و اهمیت تأکید بر مجاز بودن صادرات کلیه کالاهای و خدمات جز در موارد خاص می باشد، غیرقانونی بودن ممنوعیت صادراتی برخی از کالاهای به بهانه ی تنظیم بازار داخلی دریافته می شود؛ مقرره ای که چه در گذشته و چه حال، بعضاً از طریق مصوبه های مختلف نقض شده است و دولت ها در زمان های مختلف با توجیه تنظیم بازار داخلی اقدام به ممنوع ساختن صادرات پاره ای از کالاهای نموده اند.

یکی از موارد همواره مورد تأکید در تصویب برنامه های توسعه، افزایش صادرات، خصوصاً صادرات غیر نفتی بوده است؛ چراکه علاوه بر تامین هزینه های عمومی دولت، تنوع راه های صادراتی و به تبع آن تنوع راه های درآمدی یکی از ارکان اساسی اقتصاد در سال های مذکور بوده است. در همین راستا و در بند ۱۰ از سیاست های کلی اقتصاد مقاومتی بر «حمایت همه جانبه هدفمند از صادرات کالاهای و خدمات به تناسب ارزش افزوده و با خالص ارزآوری مثبت از طریق: تسهیل مقررات و گسترش مشوق های لازم گسترش خدمات تجارت خارجی و ترانزیت و زیرساخت های مورد نیاز، تشویق سرمایه گذاری خارجی برای صادرات، برنامه ریزی تولید

۱. ماده ۱۱۴ قانون برنامه سوم توسعه، ماده ۳۶ قانون برنامه چهارم توسعه و بند (ه) ماده ۱۰۴ قانون برنامه پنجم توسعه

ملی متناسب با نیازهای صادراتی، شکل‌دهی بازارهای جدید، و تنوع بخشی پیوندهای اقتصادی با کشورها به ویژه با کشورهای منطقه، استفاده از ساز و کار مبادلات تهاتری برای تسهیل مبادلات در صورت نیاز، ایجاد ثبات رویه و مقررات در مورد صادرات با هدف گسترش پایدار سهم ایران در بازارهای هدف» تاکید شده است.

بر همین اساس قانون‌گذار در تمامی این برنامه‌ها تاکید داشته است که تنظیم بازار داخلی نمی‌تواند مانع از صادر نمودن کالاها باشد و با این مقررہ سعی در ایجاد آرامش روانی برای صادرکنندگان و همچنین جذب سرمایه‌گذاری‌های خارجی و تصاحب بازارهای خارجی داشته است؛ چراکه به دست آوردن یک بازار صادراتی از طرفی نیازمند طی کردن فرآیندی بلندمدت همراه با شناخت کامل بازار و رفتار سایر رقبا و از طرف دیگر توجه به پویایی بازار می‌باشد. بنابراین به نظر می‌رسد اگر محدودیت و یا ممنوعیت صادراتی در چنین شرایطی وضع شود، اولاً: منجر به تضعیف جایگاه صادرکنندگان ایرانی در بازارهای جهانی می‌شود و ثانیاً بخش‌هایی از بازار که در اختیار تولیدکنندگان ایرانی می‌باشد، از اختیار ایشان خارج خواهد شد و شاهد کاهش سهم تولیدات ایرانی از بازار و یا حذف آنها خواهیم بود. به عبارت دیگر تقاضاکنندگان خارجی برای رفع نیازشان به سایر رقبای ایرانی روی خواهند آورد. علاوه بر این، تغییرات مکرر قوانین و مقررات نیز مزید بر علت خواهد شد تا تولیدکنندگان خارجی و تقاضاکنندگان کالاها، ایرانی، به بازار ایران اتکا نکرده و کالاها را از خود را از سایر بازارها تأمین کنند (مرکز پژوهش‌های مجلس، ۱۳۹۴، ۳).

مضافاً از منظر اقتصادی نیز در حال حاضر ایران به عنوان عضو ناظر سازمان تجارت جهانی می‌باشد و وضع محدودیت یا ممنوعیت برای صادرات می‌تواند فرآیند الحاق ایران را با مشکل مواجه سازد، زیرا در رژیم تجاری ایران بیان شده که ایران هیچگونه محدودیت غیرتعرفه‌ای برای واردات و صادرات کالاها نخواهد داشت (مرکز پژوهش‌های مجلس، ۱۳۹۴، ۳) و همچنین وضع هر گونه ممنوعیت تجاری در خصوص ایران که دارای مرزهای گسترده‌ای است، منجر به تشویق تجارت از طرق غیررسمی و افزایش قاچاق می‌شود.

در نهایت به خوبی دریافته می‌شود که وضع مصوبات ممنوعیت صادرات برخی از کالاها نه تنها در مخالفت آشکار با قوانینی چون قانون احکام دائمی است بلکه با سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی نیز در تضاد آشکار قرار دارد؛ از این رو به عنوان یکی از روش‌های جبران خسارت به نظر می‌رسد بایستی از مقررات مشابه رفع اثر نموده و دولت از منظر مسئولیت مدنی، خسارات

وارد شده به شرکت‌های صادر کننده؛ چه از منظر حفظ جایگاه خود در بازارهای جهانی و چه از حیث منافع فوت شده را جبران نماید.

ب- الزام به فروش با شرایط خاص در بورس کالا

پس از ممنوع کردن صادرات اقدام بعدی، ملزم نمودن شرکت‌ها به فروش دستوری کالاهایشان در بورس کالا بود. امری که در دولت‌های مختلف تکرار شده است. در نمونه‌ی اخیر، دولت، شرکت‌ها را ملزم نمود تا کالاهایشان را مبنای ارزش مرجع قیمت‌گذاری نموده و عرضه نمایند. حسب این اتفاق، تقاضاهای غیر واقعی افزایش می‌یابد؛ چراکه این امر به معنای خرید غیر مستقیم ارزش مرجع است و با فروش این کالاها در بازارهای داخلی و یا صادر نمودن آن سودهای بسیاری برای افراد واسطه تامین می‌گردد و در عوض سودهای برحق تولیدکنندگان از آن‌ها سلب می‌شود و مصرف کنندگان نیز مجبور به تهیه کالا به قیمت‌های آزاد می‌شوند.

در حقیقت گرچه وفق اصل ۴۳ قانون اساسی، «تأمین نیازهای اساسی» یکی از ارکان اقتصاد در ایران می‌باشد و دولت با قیمت‌گذاری بایستی سعی در حمایت از منافع اقشار محروم و مستضعف داشته باشد (حسینی، ۱۳۸۴، ۲۶۵) لکن بایستی توجه داشت که این امر مانع از آن است که دولت‌ها به بهانه‌ی تامین این نیازها دست به حراج کردن منابع و منافع عمومی زنند؛ چرا که پایین بودن غیر واقعی {دستوری} قیمت توسط دولت موجب اسراف در مصرف و اتلاف منابع خواهد بود و این تعیین قیمت توسط دولت تخصیص بهینه عوامل تولید را مختل خواهد ساخت (حسینی، ۱۳۸۴، ۲۶۴).

وانگهی پس از این، مسأله حاضر در فقه و حقوق پی گرفته خواهد شد که آیا در صدر اسلام و در شرایط مشابه که شرایط سخت اقتصادی و یا احتکار رخ می‌داده است آیا حاکم جامعه اسلامی مالکین و تولیدکنندگان را مجبور به فروش دارایی‌هایشان با نرخ‌های پایین می‌نموده است یا تدابیر دیگری اتخاذ نموده‌اند.

براساس قواعد عمومی در اسلام، مردم در مصرف اموال خود آزادند و تصرف دیگران نیز منوط به رضایت مالک است چنان که در آیه‌ی معروف به «آیه تجارت» (سوره مبارکه نساء: ۲۹) تصرف مردم در اموال یکدیگر بایستی مبتنی بر تجارت و توام با رضایت هر دو طرف در این تجارت باشد. مضافاً آن که در روایات با پاره‌ای از روایت‌ها مواجه می‌شویم که «حرمت اموال مسلمان را چون حرمت خون او» می‌دانند (قاعده احترام) و بدین باورند که «الناس مسلطون

علی اموالهم» (قاعده تسلیط)، لذا آزادی آن‌ها در تجارت اموالشان نبایستی محدود گردد (موسویان، ۱۳۸۹، ۱۱۳).

بسیاری از فقها اعم از شیعه و سنی نیز اعتقاد دارند که اصل حاکم بر روابط مبادله‌ای در بازار این است که ابتدا حاکم اختیار قیمت‌گذاری ندارد (الموسوی‌الخمینی، ۱۴۱۵، ج ۳، ۴۱۶). در این میان عده‌ای معتقدند که این اصل مطلق است؛ چه آنکه قیمت‌گذاری در نهایت موجب افزایش قیمت و تضرر جامعه می‌شود؛ زیرا کسانی که کالاها را به بازار می‌آورند، اگر دریابند که در بازاری قیمت‌گذاری می‌شود، به دلیل ناپسند داشتن قیمت تحمیلی، وضعیت «محدودیت عرضه» و «فرونی تقاضا» پدید می‌آید. بنابراین مصرف‌کنندگان حاضر می‌شوند برای دستیابی به کالاها بهای بیشتریپردازند و به این ترتیب قیمت‌ها افزایش پیدا می‌کند (عنایه، ۱۹۹۲، ۶۴). همچنین در کتب حدیثی شیعه آمده است که پیامبر (صلی الله علیه و آله) فرمودند: «أما السعر إلى الله يرفع إذا شاء و يخفض إذا شاء» (حرعاملی، ۱۴۲۳، باب ۳۰، ح ۱).

در مقابل گروه دیگری از فقها با استناد به اطلاق احادیث، عدم تسعیر را همواره صحیح نمی‌دانند و معتقدند که باید در پاره‌ای از اوضاع و احوال به جهت حفظ مصلحت عمومی و ادله منع سوءاستفاده از حق (لا ضرر) و لا حرج از اطلاق مزبور دست کشید (عنایه، ۱۹۹۲، ۶۳).

با تأمل در سیره‌ی ائمه برای تفسیر دقیق‌تر این روایات با دو وضعیت مواجه می‌شویم؛ وضعیت اولی آن است که بر جامعه مسلمین شرایطی طبیعی حاکم است و در این شرایط مالک اختیار کالای خود را دارد و می‌تواند آن را به هر قیمتی که بخواهد و با هر شرایطی به فروش برساند. لذا حکم اولی در اسلام حاکی از ممنوعیت دخالت و محدود نمودن آزادی افراد در معاملاتشان در شرایط طبیعی بازار است. اما وضعیت ثانوی شرایطی است که بر بازار مسلمین شرایط خاصی حکمفرما می‌باشد که برخی آن را در احتکار و انحصار و تبانی دانسته‌اند (موسویان، ۱۳۸۹، ۱۱۷). در این شرایط، منع قیمت‌گذاری در صورتی است که اجحافی در میان نباشد. اما در صورت اجحاف، ابتدا به کاهش قیمت امر می‌شود و در فرض امتناع، قیمت‌گذاری جایز است. البته بایستی توجه داشت که این اجحاف هم از فروشنده و هم از خریدار نفی شده است؛ چنان که برخی تصریح کرده‌اند: «در قیمت‌گذاری توسط حاکم بایستی مصلحت فروشنده نیز رعایت گردد» (شیخ مفید، ۱۴۱۳، ۶۱۶). بنابراین، در شرایط غیر طبیعی، فقط امکان الزام به عرضه‌ی کالا وجود دارد و اگر کالا عرضه نشد، حاکم می‌تواند با قیمت عادلانه‌ای آن را عرضه نماید. بر مبنای این ملاک و بر مبنای حقوقی، اگر در اثر این الزام و تامین نیازهای عمومی

خساراتی متوجه تولید کننده شود، آیا دولت می تواند نسبت به آن بی تفاوت باشد؟ و همچنین است اگر منافع ممکن الحصولی را تولید کننده به علت نفع عمومی از دست دهد، آیا می تواند آن ها مطالبه نماید یا خیر؟

در قوانین حقوقی موجود، تعارض واضحی میان این قوانین و مصوباتی که شرکت ها را به بهانه ی حفظ ثبات بازارهای داخلی، مجبور به فروش کالاهایشان با قیمت معین «ناعدالانه» نموده است، وجود دارد.

توضیح آنکه؛ اصل ۴۴ قانون اساسی، مالکیت را در سه بخش موجود در اقتصاد تا حدی که از محدوده قوانین اسلام خارج نشود و موجب رشد و توسعه اقتصادی کشور شود و مایه زیان جامعه نگردد، مورد حمایت قرار داده است. در همین باب، فصل نهم از قانون اجرای سیاست های کلی اصل چهل و چهارم و علی الخصوص ماده ۴۵ این قانون حکایت از آن دارد که « اعمال ذیل که منجر به اختلال در رقابت می شود، ممنوع است ...

(ب) قیمت گذاری تبعیض آمیز؛ عرضه و یا تقاضای کالا یا خدمت مشابه به قیمت هایی که حاکی از تبعیض بین دو یا چند طرف معامله و یا تبعیض قیمت بین مناطق مختلف به رغم یکسان بودن شرایط معامله و هزینه های حمل و سایر هزینه های جانبی آن باشد.

(ج) تبعیض در شرایط معامله؛ قائل شدن شرایط تبعیض آمیز در معامله با اشخاص مختلف در وضعیت یکسان.

(و) فروش یا خرید اجباری.

(ط) سوء استفاده از وضعیت اقتصادی مسلط؛ سوء استفاده از وضعیت اقتصادی مسلط به یکی از روش های ۱- تعیین، حفظ و یا تغییر قیمت یک کالا یا خدمت به صورتی غیر متعارف ۲- تحمیل شرایط قراردادی غیر منصفانه، ۳- تحدید مقدار عرضه و یا تقاضا به منظور افزایش و یا کاهش قیمت بازار، ۴- مشروط کردن قراردادها به پذیرش شرایطی که از نظر ماهیتی یا عرف تجاری، ارتباطی با موضوع چنین قراردادهایی نداشته باشد...».

از ماده مذکور - که به نظر می رسد بندهای تشریحی آن جنبه ی تمثیلی دارد- و همچنین براساس روح حاکم بر فصل مذکور که دربردارنده ی عنوان «تسهیل رقابت و منع انحصار» می- باشد می توان چنین نتیجه گرفت که تعیین قیمت دستوری برای ارائه ی کالاها در بورس کالا امری خلاف قانون است چراکه چنین امری در مغایرت با اصول حاکم بر رقابت می باشد و موجب اختلال در رقابت می باشد که در ماده ۵۲ همین قانون منع گردیده است، مضافاً قیمت

گذارى دستورى را مى‌توان از مصاديق قيمت گذارى تبعيةز آميز مورد اشاره در بند (ب) ماده ۴۵ دانست

ماده ۲۱ قانون الحاق برخى مواد به قانون تنظيم بخشى از مقررات مالى دولت (۲) مصوب ۱۳۹۳ اشعار مى‌دارد كه «به منظور تنظيم مناسب بازار، افزايش سطح رقابت، ارتقاى بهره‌ورى شبكه توزيع و شفاف‌سازى فرآيند توزيع كالا و خدمات، دولت مكلف است با رعايت قانون اجراى سياست‌هاى كلى اصل چهل و چهارم (۴۴) قانون اساسى، قيمت گذارى را به كالاها و خدمات عمومى و انحصارى و كالاهاى اساسى يارانه‌اى و ضرورى محدود كند» و ماده ۱۸ قانون توسعه ابزارها و نهادهائى مالى جديد در راستاى تسهيل اجراى سياست‌هاى كلى اصل چهل و چهارم قانون اساسى در همين راستا اذعان دارد كه «دولت مكلف است كالائى پذيرفته شده در بورس را از نظام قيمت گذارى خارج نمايد». در ماده ۳۶ قانون احكام دائمى نسبت به عرضه كالاها بورس كالا و به منظور ارتقاى جاىگاه بازار سرمايه در اقتصاد كشور و ساماندهى بازار متشكل اوراق بهادار آمده است:

«... (ج) كالاهاى كه در بورس هاى كالائى به عنوان بازار متشكل، سازمان يافته و تحت نظارت پذيرفته مى‌شوند و مورد داد و ستد قرار مى‌گيرند، طبق قوانين و مقررات حاكم بر آن بورس ها عرضه شده و مورد معامله قرار مى‌گيرند. عرضه، معامله، تسويه و تحويل نهايى كالاهاى مذكور مشمول قوانين و مقررات مربوط به بازارهاى غيرمتشكل كالائى نيست...» و بورس كالا نيز قيمت گذارى را تابع عرضه و تقاضا مى‌داند و قيمت گذارى دستورى توسط دولت را به رسميت نمى‌شناسد.

نهايتاً در بررسى موردى اين نوع بخشنامه‌ها مى‌توان چنين گفت كه براساس مفاد فصل نهم قانون اجراى سياست‌هاى كلى اصل ۴۴ قانون اساسى، براى نيل به اهداف اين فصل «شوراى رقابت» تعيين شده است كه رسيدگى و نظارت بر بازارها از جنبه انحصار و رويه‌هاى ضد رقابتى برعهده اين شورا كه تنظيم قيمت و تعيين مقدار و شرايط دسترسى به بازارها از اختيارات اين شورا مى‌باشد، گذاشته شده است. شوراى رقابت در سيصدمين جلسه خود در تاريخ ۱۳۹۶/۵/۲، با تشخيص بازار ورقه‌اى گرم فولادى كم ضخامت به عنوان بازار انحصارى، دستورالعملى را به منظور تنظيم بازار در اين حوزه مصوب و اجرايى كرده است. وزارت صنعت، معدن و تجارت به صورت جداگانه براى كليه محصولات فولادى از جمله ورق گرم دستورالعمل تنظيم صادر كرده است كه اين امر طبق بند ۵ ماده ۵۸ قانون اجراى سياست‌هاى كلى اصل ۴۴ از اختيارات

شورای رقابت بوده (مرکز پژوهش های مجلس، ۱۳۹۷، ۳۲) و بیانگر آن است که اصل این اقدام نیز غیر قانونی و خارج از اختیار وزارتخانه بوده است.

بر اساس مقررات مطروحه به خوبی مشخص گردید که قیمت گذاری دستوری که بعضاً نسبت به محصولات شرکت ها و به منظور تنظیم بازار داخلی صورت می پذیرد، امری خلاف قانون است و وضع مقررات خلاف قانون که منجر به ورود زیان و خسارت گردد بر اساس قواعد عمومی مسئولیت مدنی از اسباب جبران خسارت بوده و بایستی جبران گردد. مضافاً آن که در بند ۷ ماده ۷ قانون برنامه پنجساله ششم توسعه جمهوری اسلامی ایران «ایجاد و تحمیل هرگونه بار مالی مازاد بر ارقام مندرج در قوانین بودجه سنواتی، توسط دستگاههای اجرایی از جمله دستگاههای مباشر دولت در موارد مختلف از قبیل خرید تضمینی و هزینه های تبعی خرید، جبران زیان، تفاوت قیمت، تنظیم بازار، یارانه نهاده ها و غیر آن، ایفای تعهدات خاص، کالاهای اساسی، جایزه صادراتی و مانند آن که از اعتبارات عمومی استفاده می شود، ممنوع است. مسئولیت اجرای این حکم بر عهده بالاترین مقام دستگاه اجرایی و یا مقامات مجاز و مدیران مالی مربوط است. تخلف از این حکم، تعهد زائد بر اعتبار محسوب و متخلف به مجازات موضوع ماده (۵۹۸) کتاب پنجم قانون مجازات اسلامی (تعزیرات و مجازات های بازدارنده) مصوب ۱۳۷۵/۳/۲ با اصلاحات و الحاقات بعدی محکوم می گردد».

مسئولیت مدنی بدون تقصیر

اساس مسئولیت دولت در ابتدا مبتنی بر نظریه تقصیر بود ولی در اواخر قرن نوزدهم نظریه های دیگری مطرح شده که به طور قابل توجهی دایره مسئولیت دولت را توسعه داد (کاتوزیان، ۱۳۷۴، ۱۱۷). این نظریات دولت را مکلف می ساخت که در بعضی از موارد، خساراتی را که بر اثر اعمال او به اشخاص وارد آمده، جبران نماید، حتی اگر ارتکاب این اعمال عاری از هرگونه تقصیر و به عبارت دیگر، به حکم قانون صورت گرفته باشد.

امروزه با توجه به فراگیر شدن مبانی فکری دولت رفاه این نظریه، در بسیاری از کشورها پذیرفته شده و استدلال کسانی که از این نظریه طرفداری می کنند، آن است که نظریه مسئولیت مبتنی بر تقصیر به تنهایی کافی نیست؛ زیرا طبق این نظریه بسیاری از خساراتی که از اعمال و اقدامات دولت به افراد وارد می شود، بدون جبران خواهد ماند، در حالی که انصاف و عدالت ایجاب می کند، زیان های مزبور جبران و ترمیم گردد (طباطبایی مومنی، ۱۳۹۰: ۴۴۲).

پیروان نظریه «مسئولیت بدون تقصیر» از مبانی فلسفی و اجتماعی گوناگون الهام گرفته اند، ولی همه در این امر اتفاق نظر دارند که تقصیر در زمره‌ی ارکان ایجاد مسئولیت نیست و صرف انتساب ضرر به بار آمده به فعالیت مسئول کافی می‌باشد. پس، به جای اثبات تقصیر، دادرس باید به احراز این رابطه بپايندیشد (کاتوزیان، ۱۳۷۴، ۱۸۵). بر همین مبنا، حتی اگر قائل به تقصیر دولت نیز نباشیم، دولت در برابر تصمیمات محدود کننده‌ای که در قبال شرکت‌های صادرات محور اتخاذ نموده است، مسئول مدنی مبتنی بر عدم تقصیر می‌باشد. در ادامه به بررسی ابعاد مختلف این نظریه پرداخته خواهد شد.

اصل برابری

براساس این نظریه تمامی مردم به تساوی عهده‌دار هزینه‌هایی هستند که دولت به منظور تأمین منافع عمومی و با استقرار نظم صرف می‌کند. بر این پایه، اگر در اثر عملکرد سازمان دولتی زیانی به شخص یا اشخاصی معین وارد آید، این برابری از هم می‌گسلد؛ زیرا در چنین فرضی، بهره خدمت عمومی نصیب همگان می‌شود، در حالی که زیان آن را عده‌ای خاص تحمل کرده‌اند. به این جهت، دولت باید به نمایندگی از عموم، خسارت زیاندیدگان را تا حدی که تساوی مذکور مجدداً برقرار شود، جبران نماید، تا بدین سان از استفاده بدون سبب همگان به ضرر زیاندیدگان جلوگیری به عمل آورد (غمامی، ۱۳۸۷، ۱۱۶)؛ زیرا همگان در تأمین هزینه های جامعه با پرداخت مالیات سهم هستند میزان این خسارت بایستی از راه بودجه عمومی بر همه سرشکن شود (مرادخانی، ۱۳۸۸، ۶۹) و در هیچ بررسی اجتماعی نباید فرد و منافع او را از یاد برد چرا که عادلانه نیست که {تمام} زیان‌های ناشی از اعمال حاکمیت به شخص یا اشخاص معینی تحمیل شود اما عموم مردم که از این گونه اعمال سود می‌برند، در جبران خسارت و تحمل ضرر شریک نباشند (صفایی، ۱۳۹۶، ۳۵۰).

از این نظریه به عنوان مکمل نظریه تقصیر و خطر نیز یاد شده است؛ بدین معنا که هر جا زیانی از عمل دولت حاصل آید که جبران آن بوسیله‌ی نظریه خطا یا خطر امکانپذیر نباشد می‌توان از مبنای تساوی شهروندان در برابر هزینه های عمومی یا برابری مالیاتی شهروندان، بهره جست (ابوالحمد، ۱۳۷۶، ۵۶۴).

نظام حقوقی مسئولیت مدنی ایران در ذیل نظریه برابری، نمودی دوگانه دارد؛ برای مثال در ماده ۱۱ قانون مسئولیت مدنی از دو جهت آرمان برابری نقض شده است؛ نخست آن که به برابری

شهروندان در مقابل هزینه‌های عمومی - که مستلزم پذیرش مسئولیت بدون تقصیر است - بی‌اعتنا مانده است. دوم آنکه، خود را در ردیف شهروندان قرار نداده است و از پذیرش یک مسئولیت ساده مبتنی بر تقصیر در قبال اعمال خود و کارکنانش هم تا حد ممکن امتناع کرده است (کاتوزیان، ۱۳۸۵، ۵۷) و به نظر می‌رسد در ماده مذکور دولت با نادیده گرفتن اصل برابری مردم در برابر هزینه‌های عمومی، در خصوص اعمال حاکمیتی که سبب ورود زیان می‌شود، خود را ملزم به جبران خسارات ندانسته و این امر را از وظایف خود ندانسته و آن را از اختیارات خود قلمداد کرده است؛ درحالی که از وظایف دولت رعایت عدالت و برابری در بین اقشار جامعه است و عدالت اقتضای آن را دارد که دولت و اتحاد جامعه با یکدیگر از منافع منتفع شوند؛ چنانکه این امر در موارد دیگر مورد توجه قانونگذار بوده است؛ برای مثال در تبصره ماده ۲ قانون منع کشت خشخاش و استعمال تریاک سال ۱۳۳۴ مقرر گردید که «دولت مکلف است به وسیله بانک کشاورزی و سایر بنگاههای وابسته به خود کمک‌های اعتباری به صورت وامهای طویل‌المدت و همچنین کمک‌های فنی لازم به منظور تسهیل تبدیل زراعت خشخاش به زراعت‌های دیگر در حدود مقدورات و توانایی خود به کشاورزانی که فاقد استطاعت مالی باشند به عمل آورد و نیز دولت ملزم است اعتبار کافی برای اجرای مقررات ماده ۲ در اختیار وزارت بهداشتی بگذارد». در بند الف ماده ۸ آیین‌نامه اجرایی و طرز مجازات متخلفین از قانون منع کشت خشخاش و استعمال تریاک مصوب آبان ماه ۱۳۳۴ نیز، مدت کمک‌هایی که به کشاورزان فاقد استطاعت می‌شود بدون بهره و به مدت پنج سال تا ده سال در نظر گرفته شده است.

در ماده ۲۱ قانون هواپیمایی کشوری مصوب ۱۳۲۸ قانون‌گذار مقرر می‌دارد که «دولت می‌تواند به پیشنهاد اداره کل هواپیمایی کشوری با صدور تصویب‌نامه ایجاد هر گونه ساختمان یا مانع دیگری را در فاصله معینی از حدود یک فرودگاه یا تأسیسات مربوط به تأمین بی‌خطری پرواز هواپیماها ممنوع یا محدود سازد مگر در صورتی که ساختمان یا مانع مزبور موجب خطری به پرواز هواپیماها نگردیده و مورد موافقت اداره کل هواپیمایی کشوری قرار گرفته باشد چنانچه خسارتی مستقیماً و منحصرأ در نتیجه این ممنوعیت یا محدودیت به کسی وارد گردد باید از طرف اداره کل هواپیمایی کشوری جبران شود».

همچنین در قانون راجع به احداث و توسعه معابر و خیابانها مصوب ۱۳۱۲ و قانون توزیع عادلانه آب مصوب سال ۱۳۶۱ نیز مصادیق دیگری از محترم شمردن اموال مردم و جبران خسارت‌های ناشی از تصمیمات دولتی مشاهده می‌شود.

اما مسئله ای که مطرح است آن است که اگر دولت‌ها قصد دارند به منظور تنظیم بازارهای داخلی صادرات پاره‌ای کالاها را ممنوع سازند، فارغ از آن که مسئولیت مدنی ناشی از تقصیر را گریبان گیر خود می‌بینند آیا می‌توان بر اساس اصل برابری نیز آن‌ها را مسئول دانست؟ چنانکه طرح و تبیین شد، دولت به هر دلیلی تصمیمات محدود کننده اتخاذ کرده باشد، بنابر این نظریه بایستی از طریق بیت المال زیان صادرکنندگان را جبران کند؛ چراکه افزایش هزینه تولید و توجیه پذیر شدن صادرات کالاها به دلیل قصور مدیریتی دولت پیش آمده است و طبیعی است که اگر شرایط مذکور رقم نمی‌خورد، مشکلات بعدی نیز در پی آن ایجاد نمی‌شد.

مضافاً اصل برابری اقتصادی را از بندهای مختلف اصل سوم قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران نیز، که طی آن دولت جمهوری اسلامی ایران موظف می‌شود برای نیل به اهداف مذکور در اصل دوم، همه امکانات خود را برای ۱۶ گانه آن اصل به کار برد، نیز دریافته می‌شود؛ چنان که در بند نهم این اصل، «رفع تبعیضات ناروا و ایجاد امکانات عادلانه برای همه، در تمام زمینه-های مادی و معنوی» بیان شده و به خوبی از این بند فهمیده می‌شود که قانون گذار به دنبال نفی تبعیض «ناروا» بوده و بر «همگانی» بودن عدالت تاکید داشته است. پس چگونه ممکن است نسبت به ورود ضرر و زیان «ناروا» به عده معدودی بی تفاوت باشد و به راحتی از آن عبور کند. در بند ۱۲ همین اصل نیز «پیریزی اقتصادی صحیح و عادلانه بر طبق ضوابط اسلامی» را مورد تاکید خود قرار داده است و چنان که گذشت ضوابط اقتصادی اسلامی چنان است که در شرایط احتکار نیز از قیمت گذاری دستوری خودداری و صرفاً به فروش آن هم با شرایط مدنظر مالک تاکید شده است. پس بدهاقتاً اقدام خلاف این رویه معمول در مغایرت با این بند از اصل سوم قانونی اساسی است. چنان که تحمیل ضرر و زیان ناشی از کنترل بازار داخلی بر گروهی خاص به دور از عدالت و اصول اقتصادی «صحیح» و در مغایرت آشکار با مقاصد قانون گذار - «تساوی عموم» - است.

بر همین اساس و بر اساس عدالت بایستی اذعان نمود که اگر به علت ممنوع نمودن صادرات برخی از کالاها خسارتی بر شرکت‌ها وارد گردد و یا حتی بدون ورود خسارت، صرفاً منافع ممکن‌الحصولی را از دست بدهند، دولت بایستی خسارات وارده را جبران نماید؛ زیرا گرچه با این مصوبات به دنبال حفظ ثبات بازارهای داخلی می‌باشد، اما بر اساس این نظریه تامین منافع گروهی از مردم نبایستی موجب ضرر گروه دیگری شود و اگر قرار است آزادی قراردادی افراد به واسطه‌ی این مصوبات محدود گردد، اولاً بایستی در حد ضرورت باشد؛ بدین مفهوم که چه از نظر مدت زمان محدودیت و چه از نظر میزان

وزنی محدودیت بایستی به حداقل بسنده شود و در ثانی خسارتی که بر شرکت‌ها از این راه وارد می‌شود، جبران شود تا از بروز زیان‌های ثانویه جلوگیری شود.

انتظار مشروع

اصل انتظار مشروع به عنوان یکی از اصول مدرن و پیشرفته در حقوق عمومی و ماهیتاً یک اصل کلی حقوق اداری محسوب می‌شود (هداوند و مشهدی، ۱۳۸۹، ۲۷). انتظارات مشروع به خواسته‌ها و توقعات معقولی گفته می‌شود که در روابط متقابل افراد و کارگزاران عمومی، در اثر تصمیمات، اطلاعات، سیاست‌ها و رویه‌های اداری و اجرایی ایجاد شده است؛ به نحوی که انصراف و یا عدم توجه به آنها ضمن نقض توقعات معقول سابق، موجب ایراد خسارت یا سلب منفعت و امتیاز شهروندان می‌شود و بدین جهت انتظارات مذکور مستلزم نوعی حمایت حقوقی خواهد بود» (Craig, 1992, 81).

مقامات اداری در کشور باید حق تغییر عملکرد، رویه یا تصمیمات خود را داشته باشند؛ چراکه الزام مقام‌های عمومی و دولتی به تبعیت مطلق از تصمیم‌ها و اعلام‌های خویش نه تنها با تحدید صلاحیت تصمیم‌گیری موجب عدم رعایت «اصل انطباق» در تعمیم‌ها و اعلام‌های مربوطه می‌شود، بلکه زمینه عدم تمایل مقام‌های مذکور به اخذ تعمیم‌ها، ارائه توصیه‌ها و اعلام سیاست‌ها و خط‌مشی‌ها را فراهم می‌کند (هداوند و مشهدی، ۱۳۸۹، ۴۶)؛ لکن اصل امنیت حقوقی ایجاب می‌کند که شهروندان و به ویژه سرمایه‌گذاران اقتصادی بتوانند با پیش‌بینی تصمیمات و رویه‌های موجود اداری به آن اعتماد و برنامه‌ریزی کنند (استقرار نوعی نظم اجتماعی)؛ چراکه نوعاً تغییر در سیاست‌ها و رویه‌های دولتی می‌تواند به تخدیش و اختلال در برنامه‌ریزی‌های سرمایه‌گذاران منجر شود و به آن‌ها خسارت وارد کند (عطریان، ۱۳۹۶، ۲۸۵؛ زارعی، ۱۳۸۵، ۴۶). در غیر این صورت و در فرض تخدیش انتظار مشروع نشأت گرفته از «اختیار و اراده» کارگزاران عمومی در حوزه ارائه و مدیریت امور و خدمات عمومی (بهنیا، ۱۳۹۳، ۵۲) و مبتنی بر «انصاف، عدالت و نظریه اداره شایسته» (زارعی؛ بهنیا، ۱۳۹۰، ۱۶۳) مسئولیت دولت را در پی خواهد داشت.

نتیجه و برآیند

وفق ظاهر ماده ۱۱ قانون مسئولیت مدنی، اعمال حاکمیتی از حیطة مسئولیت دولت مستثنی شده است لکن با اندکی دقت، اعمال قانونگذارانه حسب سه شرط در دایره «مصونیت دولت» قرار خواهد گرفت: «بر حسب ضرورت»، در جهت «تأمین منافع اجتماعی» و «مطابق قانون» بودن.

مبنای مسئولیت مدنی دولت در برابر شرکت‌های صادرکننده را از دو منظر می‌توان مورد بررسی قرارداد؛ نخست آن که مسئولیت دولت بر مبنای تقصیر به دلیل آن است که نقض مقررات قانونی و اقدام مغایر با قانون از مصادیق تقصیر به شمار می‌آید و از منظر مسئولیت بدون تقصیر نیز اصل برابری همگانی اقتضای آن دارد که زیان‌های ناشی از تامین منافع همگانی به ناحق بر گروهی خاص تحمیل نگردد و همگان در کنار هم منتفع گردند و اصل انتظار مشروع نیز مستوجب آن است که ثبات در تصمیمات و امنیت اقتصادی برای شرکت‌ها فراهم شود. ماده ۲۳ قانون احکام دائمی برنامه‌های توسعه کشور مصوب ۱۳۹۵ مقرر داشته است که «هرگونه وضع مالیات یا عوارض برای صادرات کالاهای مجاز و غیریارانه‌ای و جلوگیری از صادرات هرگونه کالا به منظور تنظیم بازار داخلی ممنوع است و صدور کلیه کالاها و خدمات به جز موارد زیر مجاز می‌باشد....» لذا وضع مقررات محدود کننده صادراتی ولو به منظور تنظیم بازار داخلی در مغایرت با این ماده می‌باشد. مضافاً ماده ۳۶ قانون احکام دائمی، ماده ۴۵ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم، ماده ۲۱ قانون الحاق برخی مواد به قانون تنظیم بخشی از مقررات مالی دولت (۲) مصوب ۱۳۹۳، ماده ۱۸ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید دربردارنده نکاتی است که قیمت گذاری دستوری برای کالاها را ممنوع کرده است؛ چنان که در فقه امامیه نیز قیمت گذاری منع شده است. حسب این استدلالات می‌توان به نظریه مسئولیت مدنی در حوزه حقوق عمومی اقتصادی و تسری احکام اشخاص طبیعی به شخص حقوق عمومی مبتنی بر نظریه "بن نگره اعتبار قانونی" (مبنای نظریات مدرن اصول فقه دولت) رهنمون شد.

منابع

- ابوالحمد، عبدالحمید (۱۳۵۴)، حقوق اداری، انتشارات دانشگاه تهران
- الماسی، نجادعلی و قاسمی، حمید (۱۳۹۸) نگرشی انتقادی به چالش‌های حقوق عمومی مسئولیت مدنی حاکمیت تقنینی (قوه مقننه)، فصلنامه مطالعات حقوق خصوصی، دوره ۴۹، شماره ۱، بهار ۱۳۹۸، ص ۱-۱۶
- امامی، محمد؛ استوار سنگری، کوروش (۱۳۹۳)، حقوق اداری، نشر میزان، تهران
- بهنیا، مسیح (۱۳۹۳)، اصل انتظار مشروع، انتشارات خرسندی، تهران
- حسینی، رضا (۱۳۸۴)، قیمت گذاری از دیدگاه فقه و اقتصاد، جستارهای اقتصادی شماره ۴
- زارعی، محمد حسین، (۱۳۸۵)، امنیت قضایی، پروژه تحقیقاتی معاونت فقهی و حقوقی مرکزی تحقیقات استراتژیک مجمع تشخیص مصلحت نظام
- زارعی، محمد حسین؛ بهنیا، مسیح (۱۳۹۰)، تاملی بر امکان اعمال اصل انتظار مشروع در دیوان عدالت اداری، فصلنامه راهبرد، شماره ۶۱
- زرگوش، مشتاق (۱۳۸۹)، مسئولیت مدنی دولت، انتشارات میزان، تهران
- شهیدی، مهدی (۱۳۹۵)، آثار قراردادها و تعهدات، انتشارات مجد، تهران
- صفایی، حسین؛ رحیمی، حبیب الله (۱۳۹۶)، مسئولیت مدنی (الزامات خارج از قرارداد)، انتشارات سمت، تهران
- طباطبائی مؤتمنی، منوچهر (۱۳۹۰)، حقوق اداری، انتشارات سمت، تهران
- عطریان، فرامرز (۱۳۹۶)، اصل امنیت حقوقی و مداخله دولت در عرصه اقتصاد، فصلنامه مطالعات حقوق عمومی، شماره ۲
- غمامی، مجید (۱۳۸۷)، مسئولیت مدنی دولت نسبت به اعمال کارکنان خود، نشر دادگستر، تهران
- کاتوزیان، ناصر (۱۳۸۵)، حکومت قانون و جامعه مدنی، مجله دانشکده حقوق و علوم سیاسی، شماره ۷۲
- کاتوزیان، ناصر (۱۳۶۵)، فلسفه حقوق، انتشارات به‌نشر، تهران
- کاتوزیان، ناصر (۱۳۹۵)، قواعد عمومی قراردادها، شرکت سهامی انتشار، تهران
- کاتوزیان، ناصر (۱۳۹۵)، مسئولیت مدنی، انتشارات دانشگاه تهران، تهران
- مرادخانی، فردین (۱۳۸۸)، مبانی مسئولیت مدنی دولت در پرتو قوانین ایران، گفتمان حقوقی
- مرکز پژوهش‌های مجلس، دفتر مطالعات اقتصادی، اظهار نظر کارشناسی درباره لایحه تنظیم برخی از احکام برنامه‌های توسعه کشور ماده ۲۵، شماره مسلسل ۶-۱۴۵۶۸-۲۲۰، ۱۳۹۴

مرکز پژوهش‌های مجلس، دفتر مطالعات انرژی و صنعت و معدن، نقد سیاست‌های وزارت صنعت، معدن و تجارت در خصوص تنظیم بازار محصولات معدنی و فلزی، شماره مسلسل 16026، ۱۳۹۷.

موسویان، عباس (۱۳۸۹)، ضوابط قیمت گذاری از منظر فقه امامیه، معرفت اقتصادی شماره ۲

موسی زاده، رضا (۱۳۷۷)، حقوق اداری، انتشارات میزان، تهران

ویژه، محمدرضا (۱۳۸۳)، مفهوم اصل برابری در حقوق عمومی نوین، نشریه حقوق اساسی، شماره ۲

هداوند، مهدی؛ مهدی، علی (۱۳۸۹)، اصول حقوق اداری (در پرتو آرای دیوان عدالت اداری)، انتشارات خرسندی، تهران

عنایه، غازی (۱۹۹۲ ق)، ضوابط تنظیم الاقتصاد فی السوق الاسلامی، قم: دار النفائس

مفید، محمد بن محمد بن نعمان (۱۴۱۳ ق)، المقنعه، کنگره جهانی هزاره شیخ مفید، قم

موسوی خمینی (امام)، سید روح الله (۱۴۱۰ ق)، المكاسب المحرمه، تهران: موسسه اسماعیلیان

Craig, Paul (1992) "Legitimate Expectations: A Conceptual Analysis", The Law Quarterly Review, Vol. 108.

COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.

Credit Rating Dimensions of Iran Banks¹

Mohammad Javad Mohagheghnia², Wojollah Ghorbanizadeh³,
Mohammad Khanzadeh⁴

Received: 2020/12/19

Accepted: 2021/04/30

Research Paper

Abstract

One of the main challenges for the money and capital markets of the country at present is the failure to identify and disclose the credit risks of banks, institutions and financing instruments in these markets, and consequently the insufficient knowledge of investors about their existing risks. Several ratings have recently obtained permission from the security exchange commission and require different ranking patterns for a variety of institutions. This study attempts to provide a model for credit ratings of banks accepted in the country's capital market by examining the models used by major rating agencies and reviewing various studies and theoretical literature related to this subject and considering the local conditions. This study is descriptive and comparative in terms of the purpose of the study as it attempts to define the credit rating pattern of banks. The first step in presenting this model is identifying the dimensions and components and ranking indices that have been asked by experts after studying the theoretical foundations and their views expressed using Delphi technique and with the aim of reaching consensus. The final model obtained consisted of 5 dimensions of independent credit rating with 6 components of asset quality, financing and liquidity status, profitability and capital status, competitive status, risk and management status and 60 indicators, other Qualitative factors with 10 indices, followed by institutional support rank with 4 indices, followed by government support rank with 4 indices and country rate has two indices.

Key Words: Capital Market, Credit Rating, Rating Dimensions, Delphi Method, Ranking Pattern.

JEL Classification: C21, C51, C52

1. DOI: 10.22034/JSE.2020.11177.1404

2. Assistant Professor, Faculty of Management and Accounting, Allameh Tabataba'i University

3. Associate Professor, Faculty of Management and Accounting, Allameh Tabataba'i University.

4. PhD student in accounting at Allameh Tabataba'i University. (Corresponding Author).
khanzadeh.m@gmail.com.



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
فصلنامه بورس و اوراق بهادار، سال چهاردهم، شماره ۵۴، تابستان ۱۴۰۰، صص ۷۶-۵۷

ابعاد رتبه‌بندی اعتباری بانک‌های ایران^۱

محمد جواد محقق‌نیا^۲، وجه الله قربانی‌زاده^۳، محمد خان‌زاده^۴

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۹/۲۹

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۲/۱۰

مقاله پژوهشی

چکیده

یکی از اصلی‌ترین چالش‌های حال حاضر بازار پول و سرمایه کشور عدم شناسایی، تعیین و افشای ریسک‌های اعتباری بانک‌ها، نهادها و ابزارهای تأمین مالی کننده از این بازارها و متعاقباً عدم آشنایی کافی سرمایه‌گذاران با ریسک‌های موجود آنها می‌باشد. اخیراً چند مؤسسه رتبه‌بندی مجوز فعالیت خود را از سازمان بورس دریافت کرده‌اند و نیازمند الگوهای متفاوت رتبه‌بندی برای انواع مؤسسه‌ها می‌باشند. در این پژوهش تلاش شده است با بررسی مدل‌های مورد استفاده مؤسسات اصلی رتبه‌بندی و بررسی پژوهش‌های مختلف و ادبیات نظری مرتبط با این موضوع و با عنایت به شرایط بومی، الگویی برای رتبه‌بندی اعتباری بانک‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه کشور ارائه گردد. این تحقیق در بخش مطالعه تطبیقی توصیفی و از لحاظ هدف تحقیق با توجه به اینکه در تلاش برای تعریف الگوی رتبه‌بندی اعتباری بانک‌ها می‌باشد از نوع کاربردی و توسعه‌ای می‌باشد. گام اول در ارائه این الگو، شناسایی ابعاد و مؤلفه‌ها و شاخص‌های رتبه‌بندی می‌باشد که بعد از مطالعه مبانی نظری حاکم و در قالب سوالاتی مورد نظرخواهی خبرگان قرار داده شده و نظرات ابرازی ایشان با استفاده از تکنیک دلفی و با هدف کسب اجماع مورد ارزیابی قرار گرفت. در نهایت الگوی نهایی بدست آمده شامل ۵ بعد به شرح بعد رتبه اعتباری مستقل با ۶ مؤلفه‌های کیفیت دارایی، وضعیت تأمین مالی و نقدینگی، وضعیت سودآوری و سرمایه، وضعیت رقابتی، وضعیت ریسک و وضعیت مدیریت و ۶۰ شاخص، بعد سایر ویژگی‌های کیفی با ۱۰ شاخص، بعد رتبه حمایت نهادی با ۴ شاخص، بعد رتبه حمایت دولت با ۴ شاخص و بعد رتبه اعتباری کشور با دو شاخص می‌باشد.

واژه‌های کلیدی: بازار سرمایه، رتبه‌بندی اعتباری، ابعاد رتبه‌بندی، روش دلفی، الگوی رتبه‌بندی.

طبقه‌بندی موضوعی: C21, C51, C52

DOI: 10.22034/JSE.2020.11177.1404

۲. استادیار دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی

۳. دانشیار دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی.

۴. دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی. (نویسنده مسئول) khanzadeh.m@gmail.com

مقدمه

سرمایه‌گذاری در بخش‌های مختلف و بازارهای گوناگون مالی همواره دارای ریسک‌ها و ابهامات زیادی است که شناخت آن‌ها به تحلیل‌های تخصصی نیاز دارد. در کشورهای مختلف، تحلیل و اظهار نظر راجع به ریسک اعتباری شرکت‌ها و اوراق بهادار منتشر شده آنها توسط مؤسسات رتبه‌بندی صورت می‌پذیرد. در واقع مؤسسات رتبه‌بندی فضای تأمین مالی را شفاف‌تر می‌کنند. خدمات این مؤسسات، باعث می‌شود تا هزینه تحلیل اطلاعات برای سرمایه‌گذاران کاهش یابد، منابع مالی به شکل بهینه‌تر به فعالیت‌های اقتصادی تخصیص یابد، حجم تأمین مالی در اقتصاد افزایش یابد، نقد شوندگی اوراق بهادار بهبود یافته و در نهایت رشد و تولید اقتصادی تقویت شود.

رتبه‌بندی انواع مختلفی دارد. در خصوص بانک‌ها مشخصاً به دو دسته می‌توان اشاره کرد. دسته اول رتبه‌هایی است که توسط مؤسسات رتبه‌بندی ملی و بین‌المللی منتشر می‌شود و دسته دیگر رتبه‌بندی نهادهای حاکمیتی نظام پولی تشکیل می‌دهند که با رویکرد پیش ریسک در سطوح خرد و کلان نظام مالی، به رتبه‌بندی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری می‌پردازند. از اهم تفاوت‌های اصلی این دو نوع رتبه‌بندی یکی آن است که انتشار عمومی رتبه‌بندی نهادهای نظارتی به دلیل ریسک‌های موجود به خصوص احتمال سرایت ریسک به سایر نهادهای مالی، امری مرسوم نیست و صرفاً به صورت محرمانه در بخش‌هایی از فرآیند نظارت کاربرد دارد و دوم اینکه شاخص‌های مورد استفاده نهادهای نظارتی با شاخص‌های مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری می‌تواند متفاوت باشد.

امروزه با توجه به افزایش ورشکستگی بانک‌ها حتی در اقتصادهای بسیار توسعه یافته، ارزیابی توان مالی بانک‌ها در ایفای تعهداتشان اهمیت پیدا کرده است و بانک‌های مرکزی همواره به دلیل سرعت سرایت ورشکستگی بانک‌ها به سایر بخش‌ها و ایجاد بحران مالی همواره نگران این صنعت هستند.

فربه کردن سیستم‌های نظارتی لزوماً پاسخی درخور به این نگرانی‌ها نمی‌باشد و بانک مرکزی و وزارت اقتصاد و سایر نهادهای ذیربط می‌توانند با برون‌سپاری بخشی از وظایف از جمله الزام به رتبه‌بندی اعتباری بانک‌ها توسط مؤسسات رتبه‌بندی خصوصی و استفاده از نتایج آن به خوبی دغدغه‌های لازم را پوشش دهند. تجربه موفق سازمان بورس در تعیین رکن متولی در کنار رکن حسابرس در صندوق‌های سرمایه‌گذاری به خوبی می‌تواند از طرف بانک مرکزی

هم مورد استفاده قرار بگیرد و از مؤسسات رتبه بندی اعتباری به عنوان رکن نظارتی و هشدار دهنده ریسک اعتباری و از ارکانی مشابه رکن متولی صندوق ها به عنوان رکن نظارتی و هشدار دهنده عدم رعایت مقررات و بخشنامه های مربوطه استفاده نماید. این ارکان به دلیل نداشتن ملاحظات ارکان نظارتی حتی به مراتب مفید تر از واحد های مربوطه در بانک مرکزی می توانند عمل نمایند.

بانک ها در تخصیص منابع به دنبال ارزیابی مشتریان هستند و مشتریان هم به دانستن ریسک اعتباری بانک و تفکیک آن از سایر بانک ها نیاز دارند. مشخص کردن ریسک اعتباری هر بنگاهی به یک الگوی رتبه بندی نیاز دارد که مؤسسه رتبه بندی اعتباری بر اساس آن اقدام به رتبه بندی نماید و چنین الگویی به راحتی و ارزانی در دسترس نیست. مؤسسه های رتبه بندی تازه تاسیس شده که مجوز خود را از سازمان بورس دریافت کرده اند به چنین الگوهایی نیاز دارند. در زمینه رتبه بندی بانک ها توسط مؤسسات رتبه بندی، دو نوع رتبه بندی وجود دارد. رتبه اعتباری مستقل^۱ یا توان مالی^۲ و رتبه بندی جامع^۳ یا اعتباری^۴. در رتبه بندی مستقل بانک، توان مالی ذاتی بانک بدون در نظر گرفتن عوامل حمایتی بیرونی مانند حمایت سهامدارن مورد ارزیابی قرار می گیرد اما در رتبه بندی جامع یا اعتباری، علاوه بر توانایی مالی ذاتی، احتمال و میزان حمایت بیرونی نهادی، دولتی و ریسک اعتباری کشوری نیز مورد ارزیابی قرار می گیرد و رتبه کلی بانک بر آن اساس تعیین می گردد (جعفری، ۱۳۹۶، ۱۰۴).

در این تحقیق برای اولین بار تلاش شده است با بررسی متدولوژی های مؤسسات بزرگ رتبه بندی اعتباری برای رتبه بندی اعتباری بانک ها و همچنین بررسی پژوهش های مختلف انجام شده و ادبیات نظری مرتبط و شرایط خاص بانکداری ایران، الگویی برای رتبه بندی اعتباری بانک ها ارائه گردد. جهت آشنایی بیشتر محققین، به کسب و کار رتبه بندی اعتباری و الگوی کلی رتبه بندی اعتباری مورد استفاده سه مؤسسه بزرگ رتبه بندی اعتباری دنیا نیز اشاره شده است.

پرسش اصلی این پژوهش عبارت است از:

الگوی رتبه بندی اعتباری بانک های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران چگونه است؟

-
1. Stand-alone rating
 2. Financial strength
 3. All-in-rating
 4. Credit rating

و با توجه پرسش اصلی، پرسش‌های فرعی پژوهش عبارت است از:

- ابعاد الگوی رتبه‌بندی اعتباری بانک‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران کدام است؟
- مولفه‌ها و شاخص‌های الگوی رتبه‌بندی اعتباری بانک‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران کدام است؟
- سهم هر یک از ابعاد، مولفه‌ها و شاخص‌های الگوی رتبه‌بندی اعتباری بانک‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران کدام است؟
- رتبه‌بندی اعتباری بانک‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران کدام است؟

کسب و کار رتبه‌بندی اعتباری

کسب و کار رتبه‌بندی اعتباری با تاسیس نخستین مؤسسه رتبه‌بندی توسط جان مودی^۱ و با رتبه‌بندی اوراق قرضه شرکتها در ۱۹۰۹ ایجاد شد اما اثر گذاری مهم خودش را در بازارهای مالی از ۱۹۳۱ شروع کرد. با گسترش بازارهای سرمایه در دهه ۱۹۷۰، این مؤسسات در خارج از آمریکا نیز مطرح شدند. مستند به جستجوهای انجام شده در حال حاضر بیش از ۱۵۰ مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری در ۳۰ کشور جهان وجود دارد و بیش از ۹۶ درصد از بازار جهانی مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در اختیار سه مؤسسه بزرگ مودیز، اس‌اند‌پی و فیچ قرار دارد که هر سه در ایالات متحده قرار دارند (صاحبقرانی، ۱۳۹۷، ۴۲۸).

بیان مسأله

در دنیا مؤسسات بزرگی چون استاندارد اند پورز^۲، مودیز^۳ و فیچ^۴ برای رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌ها وجود دارند و سرمایه‌گذاران از رتبه‌ارائه شده توسط آنها به عنوان ورودی تصمیم‌گیری استفاده می‌کنند. اخیراً سه مؤسسه رتبه‌بندی پیرو فرخوان اعطای مجوز مؤسسات رتبه‌بندی مورخ ۱۳۹۵/۰۸/۱۸ فعالیت خود را شروع کرده‌اند. بی‌شک اولین نیاز این مؤسسات، داشتن الگویی برای رتبه‌بندی اعتباری خواهد بود. تدوین الگوی بومی و خرید یک الگوی تدوین شده از مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری از راهکارهای بدست آوردن الگوی مورد نیاز

1. John Moody
2. Standard & Poor's
3. Moody's
4. Fitch

می‌باشد و این تحقیق به دنبال تدوین الگویی برای رتبه بندی اعتباری بانک‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران می‌باشد.

بررسی روش‌های مؤسسات رتبه‌بندی بزرگ دنیا

ابعاد مورد نظر مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری اس اند پی^۱ برای رتبه‌بندی اعتباری بانک‌ها
این مؤسسه رتبه‌بندی توان مالی بانک را تحت عنوان پروفایل اعتباری مستقل بانک و به عنوان بخشی از فرایند رتبه بندی اعتباری بانک انجام می‌دهد. پروفایل اعتباری مستقل بانک عقیده این مؤسسه را در خصوص ارزش اعتباری یک بانک یا شرکت بدون دخالت بالقوه از طرف سهامداران یا شرکتهای تابعه و دولت نشان می‌دهد و این کار بخش مهمی از رتبه بندی اعتباری بانک از نظر اس اند پی است. شکل ذیل نمای کلی متدولوژی رتبه بندی بانک توسط اس اند پی را نشان می‌دهد.

جدول ۱. متدولوژی رتبه بندی اعتباری مؤسسه اس اند پی

رتبه ناشر	حمایت خارجی	ابعاد اختصاصی بانک	ابعاد کلان
	حمایت شرکت‌های هم گروه	وضعیت تجاری	رتبه ریسک اقتصاد
	حمایت دولت	سرمایه و سود	رتبه ریسک صنعت
		موقعیت ریسک	
ICR		تأمین مالی و نقدینگی	BICRA score
	Banking Industry Country Risk Assessment = BICRA score		
	Issuer Credit Rating=ICR		

منبع: Standard & Poor's (2013). How we rate banks

ابعاد مورد نظر مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری فیچ^۲ برای رتبه بندی اعتباری بانک‌ها

مؤسسه رتبه‌بندی فیچ توان مالی بانک‌ها را تحت عنوان رتبه‌بندی تداوم حیات بانک‌ها منتشر می‌کند. رتبه بندی تداوم حیات در واقع ارزیابی اولیه فیچ از ارزش اعتباری مستقل و ذاتی بانک را نشان می‌دهد. این رتبه‌بندی در کنار رتبه‌بندی حمایت، یکی از اجزای اصلی رتبه‌بندی

1. S&P

2. Fitch

اعتباری است که موضوع اصلی این پژوهش می باشد. شکل ذیل، متدولوژی رتبه بندی مؤسسه فیچ و جایگاه رتبه‌بندی تداوم حیات در این متدولوژی را نشان می‌دهد.

جدول ۲. متدولوژی "فیچ" در رتبه بندی اعتباری بانک ها

رتبه بندی حمایت با مقیاس (۱-۵) بر مبنای حمایت بیرونی	رتبه بندی تداوم حیات بر مبنای توان ذاتی	
رتبه بالقوه نکول بلند مدت ناشر (با مقیاس AAA)	کف رتبه حمایتی (با مقیاس AAA) بر مبنای حمایت دولتی	پروفایل مالی
مؤلفه های اصلی رتبه بندی	مؤلفه های اصلی رتبه بندی	مؤلفه های اصلی رتبه بندی
توانایی سهامداران برای حمایت	توانایی دولت برای حمایت	محیط عملیاتی
تمایل سهامداران برای حمایت	تمایل دولت برای حمایت از بخش بانکی	پروفایل شرکت
محدودیت های مقرراتی کشوری	تمایل دولت برای حمایت از بانک خاص	مدیریت
رتبه بندی نکول بلند مدت ناشر با مقیاس (AAA) بر مبنای رتبه بندی تداوم حیات و رتبه بندی حمایت		

منبع : Fitch Ratings (2016). Bank Rating Criteria

همچنین عوامل موثر بر رتبه بندی از نظر مؤسسه فیچ به شرح ذیل می باشد .

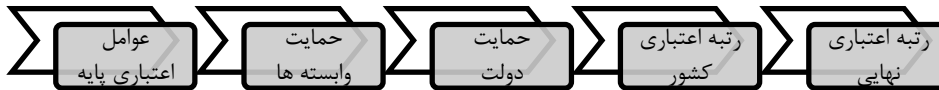
جدول ۳. عوامل موثر در رتبه بندی از نظر مؤسسه فیچ

مشخصات مالی	اشتهای ریسک	مدیریت و استراتژی	مشخصات شرکت	محیط عملیاتی
کیفیت دارایی	استاندارد های پذیره نویسی	کیفیت مدیریت	ارزش فرانشیز	رتبه دولتی
درآمد و سودآوری	کنترل های ریسک	حاکمیت شرکتی	مدل کسب و کار	محیط اقتصادی
سرمایه و اهرم مالی	رشد	اهداف استراتژیک	ساختار سازمانی	بازار های مالی
تأمین مالی و نقدینگی	ریسک بازار	عملیات		چارچوب مقرراتی

منبع : Fitch Ratings (2016). Bank Rating Criteria

ابعاد مورد نظر مؤسسه رتبه بندی اعتباری مودیز ۱ برای رتبه بندی اعتباری بانک ها

این مؤسسه برای تعیین رتبه اعتباری شرکت ها به تحلیل کیفی و کمی عوامل اثرگذار می پردازد و در این راستا برای عوامل کیفی به عوامل صنعت، وضعیت رقابتی و پیشینه مدیریت توجه می کند. از طرفی وضعیت سودآوری، نقدینگی و جریان نقدی، نسبت های پوششی و اهرمی را برای رسیدن به تحلیل مالی مورد ارزیابی قرار می دهد. مدل اصلی رتبه بندی اعتباری مؤسسه مودیز بر اساس الگوی کلی ذیل می باشد.



شکل ۱. ابعاد رتبه بندی اعتباری از دیدگاه مودیز

منبع: Moody s investor service (2016), Bank Rating Methodology:

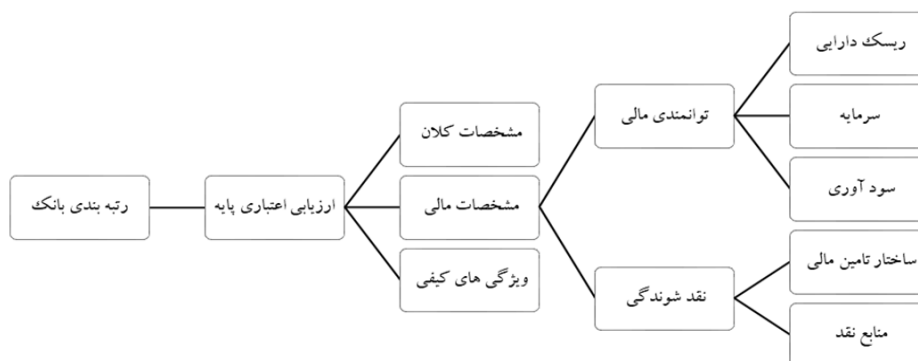
و وزن اصلی رتبه بندی بر اساس عوامل اعتباری پایه یا توان مالی می باشد. مولفه های تشکیل دهنده ارزیابی اعتباری پایه نیزه شرح نمودار ذیل است. البته هر کدام از مؤلفه های اصلی نیز از مؤلفه های فرعی مجزایی تشکیل شده است که در حالت کلی به این شرح می باشد.



شکل ۲. مولفه های ارزیابی اعتباری پایه از دیدگاه مودیز

منبع: Moody s investor service (2016), Bank Rating Methodology:

شکل ذیل نیز شاخص‌های تشکیل دهنده دو مولفه توانمندی مالی^۱ و نقدینگی^۲ را نشان می‌دهند.



شکل ۳. شاخص‌های پروفایل مالی ارزیابی اعتباری پایه از دیدگاه مودیز

منبع: Moody's investor service (2016), Bank Rating Methodology.

پیشینه تحقیق

برای تعیین رتبه اعتباری شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی، عوامل متعددی حائز اهمیت است. اگرچه مؤسسات رتبه‌بندی مختلف هر یک برای تعیین رتبه اعتباری شرکت‌ها، متغیرهای متفاوتی را مد نظر قرار می‌دهند اما همه آنها بر این باورند که وضعیت اعتباری شرکت‌ها ناشی از عوامل سطح شرکت یعنی وضعیت مالی شرکت (تحلیل کمی) و عوامل بیرونی شرکت یعنی وضعیت کسب و کار (تحلیل کیفی) می‌باشد. اگرچه مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری ادعا می‌کنند که در فرآیند تصمیم‌گیری رتبه، به معیارهای مالی و غیرمالی توجه می‌کنند، معیارهای رتبه‌بندی آنها به صورت صریح مشخص نیست (شاه‌رخ، ۱۳۹۵، ۱۳۲). در خصوص رتبه‌بندی بانک‌ها و شرکت‌ها تحقیقات متعددی نیز صورت گرفته است و هر کدام از آنها جنبه‌های مختلف رتبه‌بندی را مورد بررسی قرار داده‌اند. بخشی از تحقیقات انجام شده به شرح جداول ذیل می‌باشد.

1. Solvency

2. Liquidity

جدول ۴-پیشینه تحقیقات داخلی

محقق	موضوع	مشخصات	روش تحقیق	اهم نتایج
قاسم پور (۱۳۹۶)	رتبه بندی بانک های خصوصی ایران براساس مدل کملز با استفاده از	راهبرد مدیریت مالی مقاله ۵، دوره ۵، شماره ۳ - شماره پیاپی ۱۸، پاییز ۱۳۹۶، صفحه 99- 118	دلفی فازی - تاپسیس	در این تحقیق تمامی بانک های بورسی و فرابورسی فعال در نظام بانکی کشور، بر مبنای مقادیر شاخص های استخراج شده از صورت های مالی حسابرسی شده پنج سال اخیر منتشر شده در سایت کدال، سال های ۱۳۹۰-۱۳۹۴، رتبه بندی گردیدند. نتایج حاصل نشان می دهد، به ترتیب بانک های خاورمیانه، پاسارگاد، قوامین، کارآفرین و سینا در بر اساس اطلاعات پنج سال اخیر عملکرد مطلوب تری نسبت به سایر بانک های مورد مطالعه داشته اند.
جعفری (۱۳۹۶)	مدلی برای ارزیابی توان مالی بانک های ایرانی	راهبرد مدیریت مالی سال ۵، شماره ۱۷، صص ۱۳۳-۱۰۱	دلفی -تحلیل عاملی	مدل نهایی به دست آمده شامل ۴ بعد، ۸ مؤلفه و ۵۱ شاخص می باشد که می تواند به عنوان مدلی بومی و بدیع برای ارزیابی توان مالی بانک- های ایرانی مورد استفاده قرار گیرد. نتایج برآورد مدل تحلیل عاملی تأییدی نشان داد که بعد وضعیت مالی، با ۳۲ درصد وزن، بیشترین سهم را در میان ابعاد انعکاس دهنده توان مالی بانک های ایرانی دارد. پس از بعد وضعیت مالی، ابعاد وضعیت رقابتی، وضعیت مدیریت و وضعیت ریسک به ترتیب با اوزان ۲۵، ۲۶ و ۱۶ در رتبه های بعدی قرار گرفتند.
شاهرخی (۱۳۹۴)	نظام رتبه بندی اعتباری شرکت ها در دنیا	فصلنامه پژوهش حسابداری مقاله ۱۸، دوره ۴، شماره ۴، بهار ۱۳۹۴، صفحه 131-148	دلفی - تحلیل پوشش داده ها	روش این تحقیق به صورت مروری می باشد و هدف آن مطالعه نظام رتبه بندی اعتباری در سطح جهانی شامل سه مؤسسه رتبه بندی برتر و دو مؤسسه رتبه بندی ایران است.
اسلامی (۱۳۹۰)	ضرورت تدوین الگوی رتبه بندی بانک ها و ارائه مدل پیشنهادی	بانک سپه		این مطالعه به انواع رتبه بندی بانک ها از دیدگاه مؤسسه بنکر، روش کملز سازمان مدیریت صنعتی و روش مؤسسه اعتباری مودیز پرداخته است
اهم موارد استفاده شده از الگوی کلی پیشنهادی مؤسسات بزرگ رتبه بندی اعتباری و به آدرس های ذیل می باشد Credit Ratings Assignment Methodology. (www.ICAP.Gr) Fitch Ratings (2006). Bank Rating Criteria. (www.fitchratings.com) Moody's investor service (2016), Bank Rating Methodology, (www.moody's.com) Morningstar (2016), Bank Credit Rating Methodology, (http://news.morningstar.com) Scope Rating (2016), Bank Rating Methodology, (www.scooperatings.com) Standard & Poor's (2013). How we rate banks: (www.standardandpoors.com))				

روش‌شناسی تحقیق

این پژوهش بر اساس هدف یک پژوهش توسعه‌ای - کاربردی و بر اساس نحوه گردآوری داده‌ها یک پژوهش توصیفی-پیمایشی می‌باشد و برای تدوین الگو از چارچوب اسکوب^۱ استفاده شده است. بر اساس این چارچوب در خصوص ایجاد شاخص دو دیدگاه وجود دارد. دیدگاه اول قیاسی، تقسیم‌بندی منطقی یا دسته‌بندی از بالا و دیدگاه دوم استقرایی یا دسته‌بندی از پایین نامیده می‌شود. با توجه به شناخت ابعاد رتبه‌بندی از طریق مرور ادبیات، دیدگاه قیاسی و با توجه به استفاده از پاسخ خبره‌ها برای توسعه شاخص‌ها، دیدگاه استقرایی مورد نیاز بود و لذا در این پژوهش از ترکیب روش قیاسی و استقرایی استفاده شده است. همچنین به دلیل نیاز به پاسخ‌های هیأت خبره از پیمایش دلفی استفاده شده است. در روش تحقیق دلفی - که یک مدل معتبر علمی و شناخته شده برای نظرخواهی است، نظر و عقیده صاحب‌نظران منتخب درباره‌ی موارد مشخص شده جمع‌آوری می‌گردد.

همچنین با توجه به عنوان و موضوع پژوهش، بانک‌هایی مورد بررسی قرار گرفت که در بازار سرمایه ایران و در یکی از بازارهای شرکت بورس یا فرا بورس پذیرفته شده است و با توجه به موضوع پژوهش حاضر، که در پی ارائه الگویی به منظور رتبه‌بندی اعتباری بانک‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه با استفاده از روش دلفی است، افراد متخصص خبره و صاحب‌نظر بانکی اعم از مدیران و کارشناسان ارشد به روش قضاوتی به عنوان نمایندگان جامعه مورد نظر انتخاب شدند که در این پژوهش از آنان به عنوان "اعضای گروه دلفی" یاد می‌شود و موضوع نظرخواهی از اعضای دلفی در خصوص موارد ذیل بود:

- بررسی ابعاد رتبه‌بندی اعتباری بانک‌ها در بازار سرمایه ایران؛
- تعیین مؤلفه‌های الگوی طراحی شده؛
- تعیین انواع شاخص‌ها به منظور تکمیل فرآیند رتبه‌بندی اعتباری بانک‌ها در بازار سرمایه ایران؛
- تعیین وزن ابعاد، مؤلفه‌ها و شاخص‌ها از طریق تحلیل سلسله‌مراتبی

همچنین مراحل انجام تحقیق به شرح ذیل بوده است.

الف- مطالعه مبانی نظری شامل مطالعه متون آکادمیک و بررسی ادبیات موضوع و همچنین بررسی متدولوژی رتبه‌بندی اعتباری بانک‌ها توسط مؤسسات رتبه‌بندی بین‌المللی و ملی برای شناسایی مدل مفهومی اولیه

ب- طراحی پرسشنامه بر اساس ابعاد، مولفه‌ها و شاخص‌های شناسایی شده

ج- نظرخواهی از خبرگان شناسایی شده شامل مدیران ارشد، مدیران میانی، کارشناسان و اعضای هیات علمی و دانشجویان

د- نظرخواهی مجدد در خصوص موارد عدم توافق قطعی و عدم اجماع

د- تدوین ویژگی‌های کلیدی و ارائه الگوی اولیه

تحلیل داده‌های تحقیق و آزمون‌های انجام شده

پس از اخذ پرسشنامه‌های ارسال شده به خبرگان از آزمون‌های زیر برای تحلیل نتایج پرسشنامه استفاده شد. یکی از معروفترین معیارهای سنجش پایایی، استفاده از معیار آلفای کرونباخ است مقدار آلفا برای پرسشنامه تحقیق ۰/۸۷۴ بدست آمده که نشانگر پایایی بالای پرسشنامه است. سایر آزمونهای انجام شده به شرح ذیل می باشد.

آزمون دوجمله‌ای:

برای تایید یا رد سوالات مطرح شده از خبرگان

در صورتی که متغیر تصادفی به صورت دو رده ای اندازه گیری شود (مخالف و موافق، یا بلی یا خیر) به منظور تجزیه تحلیل اطلاعات از آزمون های گسسته یا ناپارامتری استفاده می شود. از آنجا که در سوال های پرسشنامه تنظیمی در این رساله، از پاسخ دهندگان خواسته شده بود که نظر خود را در مورد هر یک از سوالات، به صورت موافق و مخالف اعلام کنند می توان از آزمون دوجمله ای برای تحلیل پاسخ ها استفاده کرد. با توجه به نتیجه این آزمون چارچوب کلی مدل رتبه بندی اعتباری بانک های اسلامی مورد تایید خبرگان بوده و مولفه ها اصلی و فرعی و مطرح شده نیز با نسبت بالایی مورد تایید خبرگان قرار گرفت که این امر حاکی از این موضوع است که از دیدگاه خبرگان چارچوب کلی الگوی رتبه بندی اعتباری بانک ها مورد تایید است.

آزمون T یک نمونه‌ای:

برای آگاهی از میزان موافقت خبرگان با موضوع مطروحه در هر سؤال با هدف حصول اطمینان از پاسخ موافق برای ارزیابی شدت موافقت نظرات پاسخ دهندگان به پرسشنامه، از آزمون t یک نمونه‌ای استفاده می‌شود. بر اساس امتیازهای درج شده در پیوستار مربوط به هر سؤال که از یک تا هفت تعیین گردیده است، هر کدام از پاسخ دهندگان پس از اعلام موافقت با موضوع سؤال، یکی از امتیازهای موجود در فاصله یک تا هفت را برای تعیین میزان موافقت خود، مشخص نموده است. برای حصول اطمینان از شدت موافقت یا مخالفت، امتیاز سه و نیم به بالا (میانگین یک تا هفت) به عنوان ملاک ارزیابی انتخاب شد و امتیازهای تخصیص یافته با استفاده از آزمون t مورد بررسی قرار گرفت. ادعای اصلی این بود که هر کدام از مولفه‌های فرعی، مولفه‌های اصلی را و هر یک از مولفه‌های اصلی، ابعاد را به میزان زیادی می‌سنجد. با در نظر گرفتن جوابهای ۲۸ نفر از پاسخ دهندگان، تعداد پاسخهای موافق، میانگین و انحراف معیار پاسخ‌ها، مقدار آماره و درجه آزادی، در تمام موارد به استثنای سه مورد آماره آزمون بیشتر از ۱,۶۴ می‌باشد. به عبارت دیگر خبرگان در مورد سؤال‌های فوق با اطمینان کافی موافقت نکرده‌اند.

آزمون کلموگروف-اسمیرنف:

به منظور تشخیص وجود یا عدم وجود اجماع در بین خبرگان راجع به موضوع مطروحه برای تشخیص وجود یا عدم وجود اجماع در بین خبرگان راجع به سوالات، از آزمون یک نمونه‌ای کلموگروف-اسمیرنف استفاده می‌شود. آزمون یک نمونه‌ای کولموگروف-اسمیرنف آزمونی از نوع نیکویی برازش بوده و روش ناپارامتری ساده‌ای برای تعیین همگونی اطلاعات تجربی با توزیعهای آماری منتخب است. این آزمون درجه موافقت توزیع یک مجموعه مقادیر نمونه‌ای (یعنی نمرات مشاهده شده) و توزیع نظری معینی را می‌سنجد. آنجا که در تحقیق حاضر، تعیین میزان شدت موافقت یا مخالفت پاسخ دهندگان در پیوستار مربوط به هر سؤال با تعیین کردن یکی از امتیازات یک تا هفت خواسته شده است، برای آزمون یکنواختی یا عدم یکنواختی توزیع نمونه‌ها، از آزمون یک نمونه‌ای کولموگروف-اسمیرنف استفاده شده است و نتیجه‌گیری انجام شده این بود که غیر از سوالات ۱۶، ۴۶ و ۵۷ تمام مقادیر p-value کمتر از نیم درصد است. مفهوم کمتر از نیم درصد بودن این است که پاسخ سوالات

مختلف از توزیع یکسانی پیروی نمی‌کند و نرمال نیست. بنابراین فرض صفر آماری مبنی بر توزیع یکنواخت داده‌ها رد می‌گردد. سوالات ۱۶، ۴۶ و ۵۷ در معرض نظر تیم دلفی قرار گرفت و در مرحله دوم p-value کمتر از نیم درصد بود و مورد تایید قرار گرفت.

آزمون کروسکال-والیس:

به منظور تشخیص همسان بودن پاسخ‌ها آزمون کروسکال-والیس که یک آزمون غیر پارامتری و از سری آزمون‌های آنالیز واریانس محسوب می‌شود، برای مقایسه‌های سه و بیشتر از سه گروه استفاده می‌گردد. روش کروسکال-والیس این فرضیه را آزمون می‌کند که k گروه نمونه، از یک جامعه آماری مشترک یا جامعه آماری شبیه به هم- با توجه به میانگین‌ها- استخراج شده‌اند. آنالیز واریانس یک طرفه کروسکال-والیس با استفاده از رتبه‌ها، آزمون فوق‌العاده مفیدی برای تصمیم‌گیری درباره این است که آیا k نمونه مستقل، از جامعه‌های آماری مختلف هستند یا نه؟ بدیهی است که نمونه‌ها بدون استثناء اختلافاتی با یکدیگر دارند ولی سوال این است که آیا اختلافات مشاهده شده در نمونه‌ها نماینده اختلافات موجود در جوامع هستند یا ناشی از شانس و تصادف‌اند؟ با توجه به نتایج بدست آمده، نظرات گروه‌های سه‌گانه الف-مدیران ارشد، ب-مدیران میانی و کارشناسان و ج-اعضای هیات علمی و دانشجویان (سه گروه خبرگان) راجع به مورد سوال همسان بوده است و توزیع پاسخهای آنها یکسان است.

ابعاد و مولفه‌های پیشنهادی و فرایند تعیین رتبه

ابتدا مدل مفهومی اولیه رتبه‌بندی اعتباری با بررسی‌های گسترده و استخراج ابعاد، مولفه‌ها و شاخص‌ها بر کاربرد مرتبط تهیه شد سپس این مدل در سه مرحله روایی سنجی و بومی سازی شد. در مرحله اول با برگزاری جلسات اولیه با خبرگان اصلاحات برای روایی محتوایی ابعاد، مولفه‌ها و شاخص‌ها انجام شد و سپس در مرحله دوم اعتبار سنجی ساختاری مدل با کمک خبرگان حوزه بانکی اعم از کارشناسان بانکی و دانشگاهی صورت پذیرفت و در مرحله آخر قابلیت اطمینان ابعاد و کل مدل مورد بررسی قرار گرفت. مدل نهایی شامل ۵ بعد است.

- ۱- بعد رتبه اعتباری مستقل با ۶ مولفه‌های کیفیت دارایی، وضعیت تأمین مالی و نقدینگی، وضعیت سودآوری و سرمایه، وضعیت رقابتی، وضعیت ریسک و وضعیت مدیریت و ۶۰ شاخص،
- ۲- بعد سایر ویژگی‌های کیفی با ۱۰ شاخص،
- ۳- بعد رتبه حمایت نهادی با ۴ شاخص،
- ۴- بعد رتبه حمایت دولت با ۴ شاخص و ۵- بعد رتبه اعتباری کشور با دو شاخص می‌باشد.

جدول ۵.۵. مولفه و شاخص‌های پیشنهادی و اوزان آنها

ابعاد	وزن	مولفه‌ها شاخص‌ها	وزن مولفه
اعتباری مستقل	60%	شاخص‌ها	
		کیفیت دارایی	21%
		تسهیلات به کل دارایی‌ها	9%
		تسهیلات غیر جاری به کل تسهیلات *	10%
		تسهیلات غیر جاری به کل دارایی‌ها	8%
		تسهیلات غیر جاری به حقوق صاحبان سهام	8%
		نرخ رشد تسهیلات غیر جاری	8%
		ذخیره مطالبات به تسهیلات غیر جاری	8%
		نسبت سپرده‌های هزینه‌زا به کل سپرده‌ها	8%
		دارایی‌های درآمد‌زا به کل دارایی‌ها	8%
		بازده دارایی‌ها	8%
		نسبت دارایی‌های خارجی به دارایی در گردش بانکی	9%
		سرمایه‌گذاری‌ها به سرمایه پایه	8%
		دارایی ثابت و وثایق تملیکی به حقوق صاحبان سهام پس از کسر سود انباشته	8%
		جمع وزن‌ها	100%
		وضعیت تأمین مالی و نقدینگی	18%
		نسبت پوشش نقدینگی - LCR	12%
		نسبت خالص تأمین مالی پایدار - NSFR	12%
		سپرده‌های فرار به کل سپرده‌ها	11%
		خالص دارایی نقد به کل سپرده‌ها	10%
		تسهیلات به سپرده‌های سپرده‌های یک ساله و بالاتر	8%
		تسهیلات به کل سپرده‌ها	8%
		جمع صد تسهیلات کلان به کل تسهیلات	9%
		جمع صد سپرده کلان به کل سپرده‌ها	9%
		دارایی‌های نقد و معادل نقد به کل سپرده‌ها	11%
		دارایی‌های نقد و معادل نقد به کل دارایی‌ها	10%
		جمع وزن‌ها	100%
		وضعیت سودآوری و سرمایه	17%
		بازده حقوق صاحبان سهام	11%
		حاشیه سود خالص	10%
		سود عملیاتی به تسهیلات اعطایی	8%
		نسبت درآمد به دارایی‌های درآمد‌زا	11%
		نسبت درآمد‌های مشاع به دارایی‌های درآمد‌زا	11%
		خالص درآمد کارمزدی به کل درآمد‌ها	11%
		خالص درآمد تسهیلات و سپرده‌گذاری به کل درآمد‌ها	13%
		نسبت کفایت سرمایه	13%
		نسبت کفایت سرمایه به حداقل کفایت سرمایه قانونی	12%
		جمع وزن‌ها	100%

وزن شاخص	15%	وضعیت رقابتی			
10%		نسبت هزینه به درآمد به در کل شبکه بانکی انتخابی	32		
12%		نسبت میانگین نرخ جذب منابع در کل شبکه بانکی انتخابی	33		
8%		نسبت گردش دارایی درآمد زا در کل شبکه بانکی انتخابی	34		
10%		نسبت تسهیلات به دارایی ها در کل شبکه بانکی انتخابی	35		
11%		نسبت تسهیلات به سپرده ها در کل شبکه بانکی انتخابی	36		
11%		نسبت نقد به سپرده ها در کل شبکه بانکی انتخابی	37		
9%		نسبت بازده حقوق صاحبان سهام در کل شبکه بانکی انتخابی	38		
9%		نسبت بازده دارایی ها در کل شبکه بانکی انتخابی	39		
10%		نسبت حاشیه سود خالص در کل شبکه بانکی انتخابی	40		
10%		نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام در کل شبکه بانکی انتخابی	41		
100%		جمع وزن ها			
وزن شاخص	12%	وضعیت ریسک			
11%		جمع بدهی ها به جمع دارایی ها	42		
11%		جمع بدهی ها به حقوق صاحبان سهام	43		
12%		نسبت سود انباشته به دارایی ها	44		
12%		جمع حقوق صاحبان سهام به دارایی ها	45		
15%		نارزش روز وثایق به تعهدات ایجاد شده	46		
12%		ارزش روز وثایق به مانده تسهیلات اعطایی	47		
9%		میزان سرمایه مورد نیاز برای پوشش ریسک بازار به سرمایه	48		
9%		سرمایه لازم برای پوشش ریسک اعتباری به سرمایه	49		
9%		میزان سرمایه مورد نیاز برای پوشش ریسک عملیاتی به سرمایه	50		
100%		جمع وزن ها			
وزن شاخص	17%	وضعیت مدیریت			
11%		سراجه تسهیلات به پرمسل	51		
10%		سراجه سپرده ها به پرمسل	52		
10%		سپرده بدون هزینه به کل سپرده ها	53		
10%		نسبت کارکنان ستاد به صف	54		
11%		سراجه هزینه پرمسل	55		
10%		سراجه سود خالص پرمسل	56		
10%		نرخ رشد تسهیلات یک ساله	57		
9%		نرخ رشد درآمد	58		
10%		نرخ رشد سپرده یک ساله	59		
9%		نرخ رشد سود خالص	60		
100%		جمع وزن ها			
وزن شاخص		مؤلفه های سایر ویژگی های کیفی		40%	وزن های کیفی به هم رسیده
16%		تجزیه و تحلیل کلان صنعت بانکداری	1		
7%		ساختار مالکیت و هیات مدیره و اثربخشی اعضا	2		
7%		ساختار کمیته های فرعی هیات مدیره و اثربخشی اعضا	3		
15%		وضعیت وام بین بانکی و اضافه برداشت از بانک مرکزی	4		
10%		رضایتمندی مشتریان و شهرت نشان تجاری	5		

9%		جدول گردش تسهیلات غیر جاری	6		
9%		تنوع خدمات بانکداری و تنوع جغرافیایی سپرده ها	7		
8%		توانمندی در سیستم بانکداری الکترونیک	8		
7%		کیفیت اعتباری ۱۰۰ مشتری تسهیلات گیرنده اول	9		
12%		اثرات مالیاتی قانون رفع موانع تولید ناشی از ینگاهداری	10		
100%		جمع وزن ها			
وزن شاخص		مؤلفه های رتبه حمایت نهادی	بعد سوم: رتبه حمایت نهادی		
25%		توانمندی مالی	1		
25%		تاثیر در برند تجاری و ریسک شهرت	2		
25%		میزان کنترل	3		
25%		ارتباط مالی و تجاری	4		
100%		جمع وزن ها			
وزن شاخص		مؤلفه های رتبه حمایت دولت	بعد چهارم: رتبه حمایت دولت		
30%		سیاست عمومی دولت	1		
30%		توانمندی مالی	2		
20%		سهم از بازار سپرده ها و تسهیلات بانک	3		
20%		تعداد مشتریان بانک	4		
100%		جمع وزن ها			
وزن شاخص		مؤلفه های رتبه اعتباری کشور	بعد پنجم: رتبه اعتباری کشور		
50%		سازمان همکاری و توسعه اقتصادی	1		
50%		مؤسسات رتبه بندی اعتباری بین المللی	2		
100%		جمع وزن ها			

فرایند رتبه بندی به این شرح خواهد بود که بعد از اینکه کمیته رتبه بندی به هر یک از شاخص های رتبه اعتباری مستقل و مؤلفه های سایر ویژگی های کیفی نمره ای از بیست اختصاص داد رتبه اعتباری شرکت بر اساس جدول ذیل مشخص می شود.

جدول ۶. معادل سازی علائم اعتباری مودیز به نمره ۲۰

Moody's	ATU	ارزش اعتباری
Aaa	20	بالاترین کیفیت با ریسک اعتباری حداقل
Aa	18	بالاترین کیفیت با ریسک اعتباری حداقل
A	16	کیفیت بالاتر از متوسط و ریسک اعتباری کم
Baa	14	متعهد ظرفیت کافی برای انجام تعهداتش را دارد
Ba	12	متعهد در کوتاه مدت نگرانی خاصی برای انجام تعهد ندارد
B	10	متعهد در شرایط جاری امکان انجام تعهداتش را دارد ولی آسیب پذیر است
Caa	9	متعهد آسیب پذیر است و به شرایط خوب اقتصادی برای انجام تعهداتش وابسته است.
Ca	8	در حاضر متعهد برای انجام تعهدات خود به شدت آسیب پذیر است
C	6	متعهد مستعد عدم انجام تعهدات نبوده و احتمالاً در شرف تقاضای ورشکستگی می باشد
D	4	متعهد در انجام تعهدات سررسید شده ناتوان می باشد.

منبع: یافته های تحقیق

سایر ابعاد و مولفه های الگوی پیشنهادی اثرات مثبت ۲ تا منفی دو خواهند داشت و باعث افزایش یا کاهش رتبه اعتباری خواهد شد.

جدول ۷. معادل سازی علائم اعتباری مودیز به نمره ۲۰

فاصله نمره	۱۷ الی ۲۰	۱۴ الی ۱۷	۱۱ الی ۱۴	۸ الی ۱۱	پایین تر از ۸
ویژگی های کیفی	مثبت دو	مثبت یک	۰	منفی یک	منفی دو

منبع: یافته های تحقیق

نتیجه گیری

پژوهش حاضر با وجود این مسئله که؛ "الگوی رتبه بندی اعتباری بانک های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران چگونه باید باشد؟" شروع گردید. در این خصوص و در گام ابتدایی به بررسی پیشینه مطالعات رتبه بندی اعتباری پرداختیم و مشخص گردید که در زمینه رتبه بندی اعتباری جامع تاکنون هیچ پژوهشی در ایران صورت نگرفته است.

سوال اصلی یافتن مدل مفهومی اولیه برای رتبه بندی اعتباری بانک ها بود که برای کشف آن روش دلفی مورد استفاده قرار گرفت. با مطالعه رویه ای کلی افشا شده مؤسسات رتبه بندی بین المللی و ملی و سایر تحقیقات علمی و دانشگاهی مدل مفهومی اولیه تدوین شد و سپس مورد نظر خواهی خبرگان قرار گرفت و نظرات ابرازی ایشان با استفاده از تکنیک دلفی و با هدف کسب اجماع مورد ارزیابی قرار گرفت. در نهایت الگوی نهایی بدست آمده شامل ۱- بعد رتبه اعتباری مستقل با ۶ مولفه های کیفیت دارایی، وضعیت تأمین مالی و نقدینگی، وضعیت سودآوری و سرمایه، وضعیت رقابتی، وضعیت ریسک و وضعیت مدیریت و ۶۰ شاخص، ۲- بعد سایر ویژگی های کیفی با ۱۰ شاخص، ۳- بعد رتبه حمایت نهادی با ۴ شاخص، ۴- بعد رتبه حمایت دولت با ۴ شاخص و ۵- بعد رتبه اعتباری کشور با دو شاخص می باشد.

در خصوص نوآوری این پژوهش می توان گفت غالب تحقیقاتی که در ایران در خصوص رتبه بندی شرکتها یا بانک ها صورت گرفته از نوع رتبه اعتباری مستقل یا توان مالی بوده و این تحقیق برای اولین بار به رتبه بندی جامع پرداخته است. همچنین عمده تحقیقات انجام شده در حوزه رتبه بندی بانک ها بصورت مقایسه ای می باشد و بانک ها را با همدیگر مقایسه و رتبه بندی کرده اند و جایگاه هر بانک نسبت به بانک دیگر مشخص می شود و به عبارت دیگر ranking بوده است و نه rating. این تحقیق الگویی را به دست می دهد که هر بانک به تنهایی و صرف نظر از وضعیت خوب و یا ضعیف دیگر بانک ها مورد قضاوت قرار بگیرد.

- نتایج از حاصل تحقیق می‌تواند مورد استفاده گروه‌های ذیل قرار بگیرد.
- ۱- مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری داخلی از الگوی پیشنهادی می‌توانند به عنوان راهنمای عمل برای رتبه‌بندی اعتباری بانک‌ها استفاده کنند.
 - ۲- سازمان بورس و اوراق بهادار جهت تصمیم‌گیری در خصوص اعطای مجوز ضمانت اوراق بدهی و سایر مجوزها به بانک‌ها و موارد مشابه از این الگو برای رتبه‌بندی استفاده کند.
 - ۳- بانک مرکزی برای نظارت بهتر بر وضعیت عمومی بانک‌ها و اعطای مجوز ضمانت اوراق بدهی و سایر مجوزها به بانک‌ها و موارد مشابه از این الگو برای رتبه‌بندی استفاده کند.
 - ۴- سپرده‌گذاران در بانک‌ها و سرمایه‌گذاران در سهام بانک‌ها اعم از حقیقی یا حقوقی از نتایج رتبه‌بندی اعلام شده برای تصمیم‌گیری در خصوص انتخاب مقصد سرمایه‌گذاری بهره‌مند می‌شوند.
 - ۵- شرکای تجاری و تأمین‌کنندگان بانک‌ها در داخل و خارج از کشور
 - ۶- شرکت بورس و فرابورس برای تعیین الزامات پذیرش در بازارهای مختلف از نتایج رتبه‌بندی یا مولفه‌ها و شاخص‌های مطرح شده می‌توانند استفاده کنند.
 - ۷- سهامداران عمده بانک‌ها برای چاره‌اندیشی به موقع برای افزایش رتبه اعتباری بانک‌ها
 - ۸- اعتبار دهندگان به بانک‌ها در بازار بین بانکی

منابع

- اسلامی، زهرا و همکاران (۱۳۹۰)، "ضرورت تدوین الگوی رتبه بندی بانک ها و ارائه مدل پیشنهادی"، سایت بانک سپه
- شاهرخی، سیده سمانه، (۱۳۹۵)، "طراحی و تدوین مدلی برای رتبه بندی اعتباری شرکتها"، دانشگاه الزهراء، رساله دکترا
- شاهرخی، سیده سمانه و مشایخ، شهناز، (۱۳۹۵)، "شناسایی شاخصهای تعیین کننده رتبه اعتباری شرکتها"، دانش سرمایه گذاری، دوره ۵، شماره ۱۹، پاییز ۱۳۹۵، صفحه ۲۵-۵۲
- شاهرخی، سیده سمانه و مشایخ، شهناز، (۱۳۹۵)، "نظام رتبه بندی اعتباری شرکتها در دنیا"، فصل نامه پژوهش حسابداری، دوره ۴، شماره ۴، بهار ۱۳۹۴، صفحه ۱۳۱-۱۴۸
- جعفری، ابوالفضل و همکاران (۱۳۹۶)، "مدلی برای ارزیابی توان مالی بانک های ایرانی"، راهبرد مدیریت مالی، سال ۵، شماره ۱۷، صص ۱۳۳-۱۰۱
- جعفری، ابوالفضل و همکاران (۱۳۹۶)، "رتبه بندی بانک های ایرانی بر اساس توان مالی"، مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۵۴، تابستان ۱۳۹۶، صفحه ۱۹ تا ۴۴
- صاحبقرانی، امیر عباس و همکاران (۱۳۹۷)، "الگوی مفهومی رتبه بندی اوراق به پشتوانه دارایی در بازار سرمایه ایران"، مطالعات تجربی حسابداری، شماره ۶۰، صفحه ۶۱ تا ۷۶
- صاحبقرانی، امیر عباس و باباجانی، جعفر (۱۳۹۶)، "ابعاد رتبه بندی اعتباری صکوک منتشر شده در بازار سرمایه کشور"، تحقیقات مالی اسلامی، شماره ۱۴، صفحه ۳۹۷ تا ۴۲۴
- قاسم پور، شیوا و ارضاء، امیر حسن (۱۳۹۶)، "رتبه بندی بانک های خصوصی ایران براساس مدل کاملز با استفاده از رویکرد ترکیبی فرآیند تحلیل سلسله مراتبی و آراس"، راهبرد مدیریت مالی، مقاله ۵، دوره ۵، شماره ۳- شماره پیاپی ۱۸، پاییز ۱۳۹۶، صفحه ۹۹-۱۱۸
- محقق نیا، جواد و همکاران، (۱۳۹۴)، "بررسی و مقایسه عملکرد بانک های دولتی و خصوصی بر اساس مدل کاملز"، مدیریت فرهنگ سازمانی، دوره ۱۳، شماره ۲، صص ۴۶۱-۴۳۷
- محمد نژاد، فرشید (۱۳۹۴) امکان سنجی تاسیس مؤسسات رتبه بندی اعتباری، جزوه درسی
- Credit Ratings Assignment Methodology. (www. ICAP. Gr)
- Fitch Ratings (2006). Bank Rating Criteria. (www.fitchratings.com)
- Moody s investor service (2016), Bank Rating Methodology, (www.moody.com)
- Morningstar (2016), Bank Credit Rating Methodology, (http://news.morningstar.com)

RAM Rating (2008). Corporate Credit Rating, Rating Agency Malaysia, (www.ram.com.my)

Scope Rating (2016), Bank Rating Methodology, (www.scooperatings.com)

Standard & Poor's (2013). How we rate banks: (www.standardandpoors.com)

COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.

Designing a Model of Comprehensive Interpretive/Structural Mechanism of Effectiveness of Stock Liquidity Tehran Stock Exchange Companies¹

Mohammad Reza Jabari², Mohammad Reza Abdoli³,
Hosein Panahiyan⁴

Received: 2020/12/22

Accepted: 2021/05/05

Research Paper

Abstract

As the capital market becomes more competitive, one of the topics that has attracted the attention of many financial researchers in recent years, is the liquidity of corporate stocks that because of the dynamics it can create in corporate financing, it is of strategic importance. The Purpose of this research is designing a Model of Comprehensive Interpretive/structural Mechanism of Effectiveness of Stock Liquidity Tehran Stock Exchange Companies. The one-year study period 2018-2019 in both qualitative analysis and quantitative analysis was conducted with the participation of two members of the panel. In the qualitative analysis section, this research identified through the combination of Delphi and the analysis of three components of the operational mechanism, the structural/governance mechanism, and the investor/mechanism of trading mechanism in the form of the effective statement on stock liquidity. Moreover, in the Comprehensive Interpretive/ Structural Analysis section, with the participation of four Stock Exchange brokers, members of the panel presented a model based on a spectrum of the most influential statements to the least effective stock liquidity statements. The results show that the Delphi analysis of 25 indicators identified early in the meta-synthesis, 7 Index Remove and 2 indicators have been merged for a total of 16 statements were approved. In the quantitative section, based on a comprehensive interpretive /structural analysis, it was identified that the increase in the number of trading transactions as the component of operational mechanisms was identified as the most influential factor in stock liquidity.

Key Words: Stock liquidity, Liquidity Operating Mechanism, Structural/Strategic Mechanism, Investment Trading Mechanism.

JEL Classification: G10, G12, G14, G17

1. DOI: 10.22034/JSE.2020.11194.1414

2. PhD Student, Department of Accounting, Shahroud Branch, Islamic Azad University, Shahroud, Iran.

3. Associate Professor, Department of Accounting, Shahroud Branch, Islamic Azad University, Shahroud, Iran. (Corresponding Author). mrab830@yahoo.com.

4. Associate Professor, Department of Accounting, Kashan Branch, Islamic Azad University, Kashan, Iran.



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
فصلنامه بورس و اوراق بهادار، سال چهاردهم، شماره ۵۴، تابستان ۱۴۰۰، صص ۱۰۸-۷۷

طراحی مدل جامع تفسیری / ساختاری مکانیزم اثربخش نقدشوندگی سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران^۱

محمدرضا جباری^۲، محمدرضا عبدلی^۳، حسین پناهیان^۴

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۱۰/۰۲

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۲/۱۵

مقاله پژوهشی

چکیده

با افزایش رقابتی‌تر شدن بازار سرمایه، یکی از موضوعاتی که در سال‌های اخیر توجه بسیاری از پژوهشگران حوزه مالی را به خود معطوف نموده است، نقدشوندگی سهام شرکت‌ها می‌باشد که به دلیل پویایی‌ای که در تأمین مالی شرکت‌ها می‌تواند ایجاد نماید، دارای اهمیت استراتژیک می‌باشد. هدف این پژوهش طراحی مدل جامع تفسیری/ساختاری مکانیزم اثربخش نقدشوندگی سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. این پژوهش در بازه زمانی یکساله ۱۳۹۷-۱۳۹۸ در دو بخش تحلیل کیفی و تحلیل کمی با مشارکت دو گروه از اعضای پانل انجام شده است. در بخش تحلیل کیفی، این پژوهش از طریق فراترکیب و تحلیل دلفی سه مؤلفه مکانیزم عملیاتی (فنی)؛ مکانیزم ساختاری/راهبری و مکانیزم معاملاتی سرمایه‌گذاران/فشار در قالب ۱۶ گزاره مؤثر بر نقدشوندگی سهام شناسایی شدند و در بخش تحلیل تفسیری/ساختاری فراگیر با مشارکت ۲۰ نفر از کارگزاران بورس اوراق بهادار به عنوان اعضای پانل مدلی مبتنی بر طیفی از تأثیرگذارترین گزاره‌ها تا کم‌اثرگذارترین گزاره‌های نقدشوندگی سهام ارائه شدند. نتایج در بخش تحلیل دلفی نشان داد از مجموع ۲۵ شاخص اولیه شناسایی شده در مرحله فراترکیب، ۷ شاخص حذف و ۲ شاخص باهم ادغام شدند که مجموعاً ۱۶ گزاره مورد تأیید قرار گرفتند. در بخش کمی براساس تحلیل تفسیری/ساختاری فراگیر مشخص شد افزایش تعداد دفعات انجام معاملات به عنوان گزاره مؤلفه مکانیزم‌های عملیاتی (فنی) به عنوان تأثیرگذارترین عامل نقدشوندگی سهام تعیین گردید.

واژه‌های کلیدی: نقدشوندگی سهام، مکانیزم عملیاتی نقدشوندگی سهام، مکانیزم ساختاری/راهبردی نقدشوندگی سهام،

مکانیزم معاملاتی سرمایه‌گذاری نقدشوندگی سهام

طبقه‌بندی موضوعی: G10, G12, G14, G17

DOI: 10.22034/JSE.2020.11194.1414

۱. دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد شاهرود، دانشگاه آزاد اسلامی، شاهرود، ایران
۲. دانشیار، گروه حسابداری، واحد شاهرود، دانشگاه آزاد اسلامی، شاهرود، ایران (نویسنده مسئول) mrab830@yahoo.com
۳. دانشیار، گروه حسابداری، واحد کاشان، دانشگاه آزاد اسلامی، کاشان، ایران.
۴. دانشیار، گروه حسابداری، واحد کاشان، دانشگاه آزاد اسلامی، کاشان، ایران.

مقدمه

بازارهای سرمایه در اقتصاد از اهمیت قابل توجهی در رونق فعالیت‌های اقتصادی، سرمایه‌گذاری و تخصیص بهینه سرمایه برخوردار است. هر ساله شرکت‌های متعددی در مسیر چرخه اقتصادی یا در فرایند خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی، نخستین با قدم به بازار سرمایه نهاده و مبادرت به عرضه عمومی اولیه سهام خود در بورس اوراق بهادار می‌نمایند، فارغ از مساله خصوصی‌سازی، وقتی یک شرکت رشد می‌کند، نیازمند نقدینگی برای توسعه است که این فرآیند به واسطه قابلیت نقدشوندگی سهام^۱ شرکت در سطح بازار رقابتی به پویایی دست می‌یابد (باطنی و همکاران، ۱۳۹۲). در واقع قابلیت نقدشوندگی سهام مبتنی بر کارکردهای نوع سرمایه‌گذاری، ریسک و بازده می‌باشد که برحسب استراتژی‌ها، ساختارها و عملکردهای شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران سطحی از نقدشوندگی تا عدم نقدشوندگی سهام را در بر می‌گیرد (بلائو و همکاران^۲، ۲۰۱۸). از یک سو، برای سرمایه‌گذاران این نکته اهمیت دارد که اگر تصمیم بگیرند دارایی خود را بفروشند، آیا بازار مناسبی برای فروش آن وجود دارد، یا چه مدت طول می‌کشد تا آن را به فروش برسانند و به پول نقد تبدیل کنند. به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران به سرعت به منابع مالی سرمایه‌گذاری خود توجه می‌نمایند و براساس محاسبات ذهنی بازده ناشی از سرمایه‌گذاری را برآورد می‌نمایند، در چنین مواردی قابلیت نقدشوندگی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری اهمیت زیادی دارد. به عبارت دیگر، اگر سرمایه‌گذاران اطمینان داشته باشند که در صورت تصمیم به فروش دارایی، طی مدت زمان کوتاهی می‌توانند دارایی خود را به پول نقد تبدیل کنند و بازار مناسبی برای فروش دارایی وجود دارد، ریسک عدم نقدشوندگی را پایین ارزیابی می‌کنند و این موجب اطمینان خاطر آن‌ها برای سرمایه‌گذاری در سطح بازار سرمایه خواهد شد. از طرف دیگر قابلیت نقدشوندگی برای شرکت‌ها و بازار سرمایه به دلیل اینکه نقدینگی بیشتری را به همراه خواهد داشت و باعث افزایش سطح پویایی در توسعه اقتصادی می‌شود می‌تواند دارای اهمیت زیادی باشد (چانگ و یانگ^۳، ۲۰۱۹). به عبارت دیگر، نقدینگی در بازار سرمایه نیز مانند سایر بازارهای مالی دارای اهمیت است، چراکه وجود نقدینگی بیشتر در بازار سهام باعث رونق عرضه‌های اولیه و موجب کاهش

1. Liquidity Stock Capability

2. Blau et al

3. Chang & Young

هزینه و ریسک پذیره‌نویس‌ها و بازارگردان‌ها می‌شود و این امر منجر به تخصّص سرمایه با کارایی بیشتر می‌شود و کاهش هزینه سرمایه ناشران را به همراه خواهد داشت. در واقع نقدشوندگی به عنوان یکی از عوامل موثر بر بازده اوراق بهادار نشان دهنده وضعیت محیط سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه و اقتصاد کشورهاست و توانمندی جذب سرمایه‌های بازارهای مختلف با استراتژی‌های معاملاتی متنوع را نشان می‌دهد. از این رو شناخت قابلیت‌های نقدشوندگی سهام چه در سطح کلان (سطح بازار سرمایه) و چه در سطح خرد (رفتار معاملات سرمایه‌گذاران) می‌تواند دلیلی برای تدوین استراتژی‌ها توسط شرکت‌ها و تحلیل‌گران بازار سرمایه به منظور ایجاد پویایی بیشتر در بازار سرمایه گردد. نکته حائز اهمیت این است که میزان نقدینگی در بازار سهام متأثر از عوامل متعددی است که شاید در یک دسته‌بندی به توان به پژوهش‌هایی همچون چانگ و همکاران^۱ (۲۰۱۰)؛ کیم و ورجیا^۲ (۱۹۹۴) و آسیوگلو و همکاران^۳ (۲۰۰۴) اشاره نمود که نقدشوندگی سهام را ناشی از حجم کل نقدینگی در جامعه و میزان حجم نقدینگی در توسعه کارایی بازار دانست. از طرف دیگر در شناسایی عوامل موثر بر نقدشوندگی سهام گروهی دیگر از پژوهشگران همچون تدی^۴ (۲۰۰۷)؛ لوین^۵ (۱۹۹۶)؛ ونگ و مک‌الر^۶ (۲۰۰۹) و آلنایف^۷ (۲۰۱۴)، نقدشوندگی بازار را از منظر دو بعد کلان و خرد دسته‌بندی نمودند که این تفکیک مبتنی بر معیارهای اقتصادی، بازار و صنعت و معیارهای رفتاری معامله‌گری سهامداران و سرمایه‌گذاران می‌باشد. اما همانطور که مشخص است، چه به لحاظ پژوهشی و چه به لحاظ کاربردی، دسته‌بندی مشخص و یکپارچه‌ای در باب نقدشوندگی سهام وجود ندارد و این موضوع را می‌توان به بی‌توجهی سطح پژوهشی به موضوع استراتژیک بازار سرمایه نسبت داد. لذا این پژوهش تلاش دارد تا باتکا به واکاوی محتوایی در پژوهش‌های مشابه، گزاره‌های مرتبط به نقدشوندگی بازار سرمایه را بررسی و در قالب تحلیل تفسیری ساختاری فراگیر آن را از تأثیرگذارترین تا کم‌اثرترین دسته‌بندی نماید تا درک منسجم‌تری از این عوامل براساس مکانیزم‌های کاربردی در سطح بازار سرمایه ایجاد گردد.

-
1. Chung et al
 2. Kim & Verrecchia
 3. Ascioglu et al
 4. Taddei
 5. Levine
 6. Wong & McAleer
 7. Alnaif

مبانی نظری

نقدشوندگی سهام

اکثر سرمایه‌گذاران (با افق سرمایه‌گذاری کوتاه مدت) سهام بسیار نقدشونده را بر سهام کم نقدشونده ترجیح می‌دهند، چراکه بازده بیشتری را برایشان به همراه خواهد داشت. در واقع طبق تعریف آمیهود و مندلسون^۱ (۱۹۸۶) نقدشوندگی درجه‌ای است که یک دارایی در بازار بدون تأثیر بر قیمت آن مورد معامله قرار گیرد. در واقع گریک‌هاین و تیمفجیوا^۲ (۲۰۰۸) نقدشوندگی را سهولت در معامله اوراق بهادار تعریف می‌نمایند. از منظری دیگر چاکو^۳ (۲۰۰۸) نقدشوندگی را شکاف بین ارزش بنیادی یک دارایی و قیمت تلقی می‌کند که دارایی در حال حاضر مورد معامله قرار می‌گیرد. نقدشوندگی را می‌توان عامل مهمی در سودآوری دانست و آن را ابزار و مکانیزمی برای نشان دادن وضعیت مناسب سهام شرکت از منظر توان مالی قلمداد نمود (حاجیانژاد و دانش‌سرارودی، ۱۳۹۸). نقدشوندگی شرکت در ادبیات مالی به دو مفهوم است؛ نقدشوندگی دارایی‌های واقعی آن و نقدشوندگی سهام آن. یک دارایی، هنگامی نقد محسوب می‌شود که بتواند با سرعت کم به وجه نقد تبدیل شود. این تعریف هم شامل دارایی‌های واقعی و هم شامل دارایی‌های مالی می‌شود. مفهوم اول نقدشوندگی، نقدشوندگی دارایی‌های واقعی شرکت است که طبق آن، یک شرکت نقدشونده محسوب می‌شود که اگر نسبت بالایی از دارایی‌های نقدی همچون وجوه نقد در ترازنامه خود داشته باشد. مفهوم دوم، نقدشوندگی سهام شرکت مورد معامله است. طبق این مفهوم یک شرکت در صورتی نقدشونده محسوب می‌شود که سهام آن از نقدشوندگی بالایی برخوردار باشد. نقدشوندگی دارایی‌های شرکت از طریق دارایی‌های واقعی آن در بازار تعیین می‌شود، در حالی که نقدشوندگی سهام آن، در بازارهای مالی تعیین‌پذیر است (موکینیاتو، ۲۰۱۵). شوشن زو (۲۰۰۳) در مطالعات خود توانسته است بین این دو مفهوم رابطه‌ای را شناسایی کند. به نظر او رابطه تنوریک بین این دو نوع نقدشوندگی در نگاه اول مشخص نمی‌شود. او در مدل پیشنهادی خود عدم تقارن اطلاعاتی را رابط بین این دو مفهوم معرفی می‌کند. به این صورت که نقدشوندگی پایین دارایی‌های شرکت منجر به کم شدن قابلیت تبدیل آنها به دارایی‌های دیگر توسط مدیر می‌شود. انعطاف ناپذیری دارایی‌ها به عدم تقارن اطلاعاتی منتهی شده، که این امر منجر به نقدشوندگی بالای سهم می‌گردد. برای مدیران شرکت‌هایی که دارایی‌های نقدشونده کمتری دارند، مشکل است که این دارایی‌ها را به دارایی‌های دیگر تبدیل کنند، یعنی مسئله جایگزینی دارایی‌ها کمتر شده و سرمایه‌گذاری با مشکل مواجه می‌شود. بنابراین اگر این مدیران در پی تبدیل کردن آن دسته از دارایی‌های شرکت که قابلیت تبدیل به نقدشوندگی کمتری دارند، به دارایی‌هایی با قابلیت تبدیل به نقدشوندگی بالا نباشند، این دارایی‌ها باعث می‌شوند که هزینه‌های نمایندگی برای سرمایه‌گذاران کمتر شود. با توجه به پژوهش‌های پیشین می‌توان عوامل موثر بر نقدشوندگی سهام را در قالب جدول زیر تفکیک نمود:

1. Amihud & Mendelson
2. Grecuhina & Timofejeva
3. Chacko et al

جدول (۱): عوامل موثر بر نقدشوندگی سهام

منابع	تعاریف	علل موثر بر نقدشوندگی سهام
چانگ و همکاران (۲۰۱۰) کیم و ورجیا (۱۹۹۴) آسیوگلو و همکاران (۲۰۰۴)	باتوجه به گزارش کمیته بازارهای نوظهور سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (۲۰۰۷) عوامل نهادی و ساختاری که مؤثر در بهبود نقدینگی بازار سرمایه شامل موارد زیر است: افزایش میزان سهام شناور آزاد، فراهم کردن امکان مشارکت خارجی در بازار، افزایش دسترسی به بازار، کاهش هزینه‌های معاملات، بهبود زیرساخت‌های معاملاتی بازار، افزایش محصولات سرمایه‌گذاری در دسترس بازار، افزایش عرضه اوراق بهادار و ایجاد ارتباط با سایر بازارها و تجدید ساختار بورس‌ها. ایجاد ارتباط با بازارهای دیگر. این امکان را برای بورس‌ها فراهم می‌آورد تا انتفاعی عمل کنند و به منظور جذب جریان‌های بین‌المللی سفارش با یکدیگر رقابت کنند رابطه میان معیارهای عملکرد شرکت و نقدشوندگی سهام از دیدگاه‌های متفاوتی مورد مطالعه قرار گرفته است، دیدگاه‌هایی که همگی بر این عقیده اند که با بهبود عملکرد واحد تجاری، نقدینگی سهام آن نیز افزایش خواهد یافت. تئوری‌های نمایندگی و بازخورد نمونه‌ای از این دیدگاه‌ها هستند. به طور خلاصه، بر مبنای تئوری نمایندگی، مدیران برای اینکه منافع خود را به حداکثر برسانند، سعی می‌کنند عملکرد شرکت را بهبود ببخشند و این بهبود از جانب سرمایه‌گذاران آگاه مورد توجه قرار می‌گیرد و باعث افزایش معامله سهم می‌شود. همچنین، بر اساس تئوری بازخورد و بدون در نظر گرفتن تئوری نمایندگی، می‌توان اینگونه نتیجه گرفت که شرکت‌ها با ارائه عملکردی بهتر، موجب جذب سرمایه‌گذاران آگاه می‌شوند و این عامل سبب ایجاد تقاضا و افزایش معامله، از سوی سرمایه‌گذاران و افزایش نقدینگی در بازار میشود	عوامل نهادی و ساختاری بازار
فانگ و همکاران ^۱ (۲۰۰۹) بانرجی و همکاران ^۲ (۲۰۰۷)	علل محیطی اثرگذار، مانند وضعیت سیکل تجاری اقتصاد (وضعیت رکود و رونق)، سیکل‌های مالی، بحران‌های مالی و بانکی، ساختارهای نظام تأمین مالی کشور و غیره به طور برون‌زا تعیین می‌شود و بر بازار سهام و نقدینگی آن‌ها اثرگذار است. با توجه به اینکه وضعیت محیطی اقتصاد مانند سیکل تجاری بر وضعیت بیشتر شرکت‌ها اثر مستقیمی می‌گذارد، از این رو، تغییر وضعیت می‌تواند بر میزان جذابیت بازار سهام در مقایسه با سایر بازارها اثرگذار باشد عوامل سیاستی عاملی هستند که اختیار آن در دست سیاست‌گذار است و سیاست‌گذار می‌تواند با اعمال سیاست‌های مختلف بر نقدینگی بازار اثرگذار باشد. سیاست‌هایی مانند سیاست‌های پولی، مالی، بودجه‌ای و ارزی می‌توانند، به طور مستقیم یا غیرمستقیم، بر نقدینگی بازار سرمایه و، در کل، بر عملکرد این بازار اثرگذار باشند تغییرات و تحولات در سایر بازارهای مالی موازی (بانک، بازار ارز، بازار مسکن و ...) با توجه به درجه جانشینی بازارها نقدینگی را در بازارها تغییر می‌دهد. مطالعات گسترده‌ای درخصوص اثر بازارهای مالی بر یکدیگر انجام شده است. تغییر در قوانین و ضوابط (مانند تغییر در نرخ‌ها و ...) سایر بازارهای مالی اگر بر عملکرد بازارها اثرگذار باشد، می‌تواند بر بازار سهام و نقدینگی آن مؤثر باشد. در کل هر عاملی که به ریسک و بازده بازارهای موازی بازار سهام اثرگذار است می‌تواند به طور غیرمستقیم بر میزان جذب نقدینگی در بازار سهام اثر بگذارد.	متغیرهای عملکردی شرکت‌ها
تدی (۲۰۰۷) لوی (۱۹۹۶) ونگ و مک‌الر (۲۰۰۹)	علل محیطی	عوامل سیاست‌گذاری اقتصادی
آکسوی و باسو ^۳ (۲۰۱۴) آمیهاد و مندلسون ^۴ (۲۰۰۶)	سیاست‌های درخصوص اثر بازارهای مالی بر یکدیگر انجام شده است. تغییر در قوانین و ضوابط (مانند تغییر در نرخ‌ها و ...) سایر بازارهای مالی اگر بر عملکرد بازارها اثرگذار باشد، می‌تواند بر بازار سهام و نقدینگی آن مؤثر باشد. در کل هر عاملی که به ریسک و بازده بازارهای موازی بازار سهام اثرگذار است می‌تواند به طور غیرمستقیم بر میزان جذب نقدینگی در بازار سهام اثر بگذارد.	بازارهای موازی بازار سهام

1. Fang et al
2. Banerjee et al
3. Aksoy & Basso
4. Amihud and Mendelson
5. Bilson et al
6. Peebles & Wilson

لذا با اتکا به مبانی نظری و تئوریک، سوال‌های پژوهش بر مبنای ماهیت تحلیلی عبارتند از: مؤلفه‌ها و گزاره‌های نقدشوندگی سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار کدامند؟ تأثیرگذارترین گزاره‌های نقدشوندگی سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار کدامند؟

پیشینه تجربی

چن و همکاران^۱ (۲۰۱۹) در پژوهشی نقدشوندگی سهام و اجتناب مالیاتی را با نمونه ۳۴۲۲۱ سال-شرکت بین سال‌های ۱۹۹۳ الی ۲۰۱۰ مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که تأثیر نقدشوندگی سهام بر اجتناب مالیاتی از لحاظ آماری معنادار است و هرچه نقدشوندگی سهام بالاتر باشد، اجتناب مالیاتی کمتری وجود خواهد داشت. چانگ و یونگ^۲ (۲۰۱۹) پژوهشی تحت عنوان بهینه‌سازی پرتفوی رفتاری سهام در سرمایه‌گذاری با تمرکز بر قابلیت نقدشوندگی سهام انجام دادند. در این پژوهش که ترکیبی از معیارهای رفتاری در کنار معیارهای عملکردی بازار سرمایه و اقتصادی مورد بررسی قرار گرفت، مشخص گردید که مهمترین فاکتور تصمیم‌گیری در خصوص پرتفوی‌های سرمایه‌گذاری، ویژگی‌های شناختی سرمایه‌گذاران با اتکا به تحلیل عملکردی بازار سرمایه و اقتصادی است که البته نقش معیارهای اقتصادی در این بین دارای تأثیرگذاری کمتری است. بلائو و همکاران^۳ (۲۰۱۸) واکاوی در شکاف اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش از شیوه‌های تحلیل کیفی به منظور شناسایی علل این شکاف استفاده شد و نتایج در دو بعد کلان و خرد نشان داد، علل اقتصادی و سیاسی به عنوان عوامل مهم در نقدشوندگی سهام در بعد کلان و علل ساختاری و اطلاعاتی در بعد خرد بر نقدشوندگی سهام تأثیرگذار هستند. احمد^۴ (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی اثر نقدشوندگی بر سودآوری شرکت‌ها پرداخت. در این پژوهش که ۱۱۵ شرکت در بازه زمانی ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۴ مورد بررسی قرار گرفتند نتایج نشان داد بین نقدشوندگی و سودآوری ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. حاجیان‌نژاد و دانش‌سراوردی (۱۳۹۸) پژوهشی تحت عنوان بررسی تأثیر هزینه نمایندگی و نقدشوندگی بر اجتناب مالیاتی از طریق سودآوری انجام دادند. دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ بود که در این دوره سه فرضیه بر مبنای تأثیرگذاری همزمان متغیرها بر اجتناب مالیاتی تدوین و داده‌ها با مراجعه به بانکهای اطلاعاتی و همچنین واکاوی اسناد و مدارک مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد سودآوری، قابلیت تسین هر یک از متغیرهای نقدشوندگی و هزینه نمایندگی را به عنوان متغیر درون‌زا دارد و با توجه به نتایج معادلات همزمان، نقدشوندگی

1. Chen et al

2. Chang & Young

3. Blau et al

4. Ahmad

بر اجتناب مالیاتی، تأثیر منفی و هزینه نمایندگی بر اجتناب مالیاتی، تأثیر مثبت داشته است. افضل نیا (۱۳۹۸) پژوهشی تحت عنوان بررسی تأثیر نقد شوندگی سهام بر مدیریت سود شرکت‌های بیمه عضو بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. در این پژوهش از اطلاعات ۱۴ شرکت بیمه عضو بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی بین ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۶ مورد بررسی قرار گرفته شده است. در نهایت به منظور بررسی هر یک از فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیونی استفاده شده است. براساس نوع روش تخمین مشخص شده طی آزمون‌های F لیمر و هاسمن، مدل‌های تحقیق برآورد گردید و نتایج تخمین برای فرضیه تحقیق مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی تحقیق بیانگر این است که نقد شوندگی سهام بر مدیریت سود شرکت‌های بیمه عضو بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مستقیم و معناداری دارد. چاوشی نجف آبادی (۱۳۹۸) پژوهشی تحت عنوان بررسی رابطه بین نقد شوندگی سهام، مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. قلمرو مکانی پژوهش حاضر، بورس اوراق بهادار تهران بوده و قلمرو زمانی پژوهش نیز، دوره‌ی هفت ساله ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ می‌باشد. در طی پژوهش، دو فرضیه‌ی معرفی شده توسط داده‌های ۱۴۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و به کمک رگرسیون چندمتغیره و داده‌های ترکیبی مورد آزمون قرار گرفتند. نتایج حاصل از تحلیل فرضیه‌ی اول پژوهش نشان داد که نقد شوندگی سهام بر ساختار سرمایه شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران تأثیر می‌گذارد. همچنین فرضیه‌ی دوم چنین بیان نموده است که تأثیر نقد شوندگی سهام و مالکیت خانوادگی، ساختار سرمایه را در شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران، تحت تأثیر قرار می‌دهد.

روش پژوهش

براساس روش شناسی علوم رفتاری و اجتماعی، پژوهش‌ها از منظر سه حیطه نتیجه؛ نوع داده و هدف از یک دیگر تفکیک می‌شوند. براین اساس این پژوهش از منظر نتیجه، در دسته پژوهش‌های توسعه‌ای قرار می‌گیرد، زیرا از منظر تئوریک و مفهومی انسجام مشخصی در رابطه با موضوع عوامل موثر بر نقد شوندگی سهام وجود ندارد و این پژوهش می‌تواند مبنایی برای تفکیک این عوامل و یکپارچگی بیشتر در آن ایجاد نماید. همچنین این پژوهش براساس هدف در دسته‌ی پژوهش‌های توصیفی/کاربردی قرار می‌گیرد و هدف آن شناخت بیشتر جهت شفافیت‌های بیشتر در سطح بازار سرمایه می‌باشد. در نهایت از نظر نوع داده باید بیان نمود پژوهش دو فازي شامل بخش کیفی و کمی می‌باشد. در بخش کیفی استراتژی گردآوری داده‌ها از نوع استقرایی است و در بخش کمی از نوع قیاسی است. برای تحلیل داده‌ها نیز با توجه به ماهیت پژوهش از تحلیل فراترکیب و دلفی در بخش کیفی استفاده می‌شود و از تحلیل تفسیری/ساختاری نیز به منظور ارائه مدلی جامع در رابطه با مکانیزم‌های اثر بخش نقد شوندگی سهام در سطح بازار سرمایه استفاده می‌شود.

جامعه آماری پژوهش

جامعه آماری نیز همانند ماهیت پژوهش دو بخشی است، به طوریکه در بخش کیفی خبرگان دانشگاهی از طریق روش ارزیابی انتقادی در قالب تحلیل فراترکیب و دلفی مشارکت می‌نمایند و در بخش کمی نیز، تعداد ۲۰ نفر از کارگزاران بورس اوراق بهادار و تحلیل گران بازار سرمایه که دارای سابقه‌ای بیش از ۵ سال در این بازار هستند مشارکت می‌کنند. نحوه توزیع پرسشنامه‌ها در هر دو بخش هماهنگی‌های قبلی برای مشارکت با توجه به ماهیت پژوهش می‌باشد. نکته قابل توجه این است که در انتخاب افراد تلاش شده که افرادی انتخاب شوند که نسبت به موضوع پژوهش آگاهی لازم را داشته باشند.

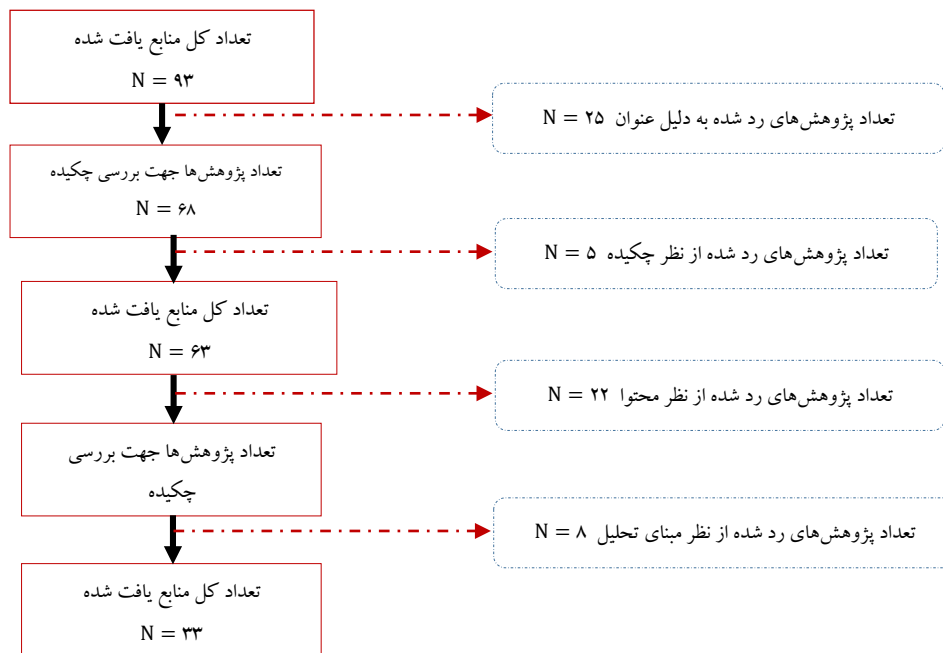
روایی پژوهش

به منظور تأیید روایی پرسشنامه‌های ساخته شده، از روش روایی محتوای (CVR) استفاده شد که بر این اساس از ۱۰ نفر از اعضای پانل خواسته شد، تا براساس سه معیار «ضروری»، «مفید ولی ضرورتی ندارد» و «ضروری» شاخص‌ها را مورد ارزیابی قرار دهند. هریک از مشارکت‌کنندگان می‌بایست یکی از سه گزینه فوق را برای تأیید روایی پژوهش انتخاب می‌نمودند که در انتها مشخص گردید. تمامی شاخص بالاتر از معیار استاندارد تعیین شده (CVR) بودند و مورد تأیید قرار گرفتند.

یافته‌های تجربی

در سال‌های اخیر با رشد پژوهش‌ها در حوزه‌های مختلف علوم و مواجه شدن جامعه علمی با انفجار اطلاعات، انجام پژوهش‌های ترکیبی که عصاره‌ی پژوهش‌های انجام شده در یک موضوع خاص را به شیوه‌ای نظام‌مند و علمی فراروی پژوهشگران قرار می‌دهند، گسترش روز افزونی یافته است (از کیا و توکلی، ۱۳۸۵). یکی از روش‌هایی که به منظور بررسی، ترکیب و مفهوم سازی محتوای علمی معرفی و مورد توجه قرار گرفته است، رویکرد پژوهشی فراتحلیل می‌باشد. فراتحلیل یکی از ابعاد فرامطالعه است که به بررسی واکاوانه در یافته‌های پژوهش‌های گذشته در رابطه با موضوع پژوهش می‌پردازد (استیرلینگ، ۲۵، ۲۰۰۱). در این پژوهش که یک پژوهش ترکیبی است، در بخش کیفی از فراتحلیل استفاده می‌شود. فراتحلیل شامل گام‌هایی برای رسیدن به مؤلفه‌ها و شاخص‌های می‌باشد که شاید مهمترین این گام‌ها، مراحل ۷ گانه سندلوسکی و باروس (آندریل و همکاران ۲۶، ۲۰۰۹) باشد که طیفی از شناخت ریشه اصلی مسئله در قالب تدوین سوال پژوهش تا ارائه مدلی مشخص براساس شناسایی مؤلفه‌ها و شاخص‌ها از نتایج پژوهش‌های گذشته را در بر می‌گیرد. به منظور انجام فراتحلیل ابتدا از طریق بانک‌های اطلاعاتی و مراجع

پژوهشی همچون جهاد دانشگاهی (SID) در ایران؛ پایگاه نشریات کشور (MLGIRLN) ایران؛ مرکز پژوهش‌های علوم رایانه‌ای اسلامی (NOORSOFR) ایران؛ مرجع بین‌المللی مقالات روز دنیا (Sciencedirect)؛ مرجع امرالد (EmerLldinsight) و مرجع (OnlineLierLry)، طبق فرآیند مشخص زیر، تعداد کل پژوهش‌های معتبر و قابل اتکا در این پژوهش مشخص گردیدند. به عبارت دیگر به منظور یافتن مقاله‌ها و پژوهش‌های مشابه و با استفاده از پایگاه‌ها و مراجع پژوهشی فوق، اقدام به شناسایی پژوهش‌های مرتبط با هدف پژوهش شد.



شکل (۱) فرآیند تعیین پژوهش‌ها و مقالات مناسب جهت شناسایی مؤلفه‌ها و شاخص‌ها

همانطور که مشاهده می‌شود، تعداد ۳۳ پژوهش مورد تأیید محتوایی قرار گرفتند که در گام بعدی می‌بایست، براساس رویکرد استرلینگ (۲۰۰۱) اقدام به دسته‌بندی و تفکیک مضامین در قالب مؤلفه‌ها و گزاره‌های مرتبط به موضوع پژوهش نمود. براساس این روش ابتدا ۳۱ پژوهش تأیید شده از طریق ۱۰ معیار روش ارزیابی انتقادی ۳۱ شامل اهداف تحقیق، منطق روش تحقیق، طرح تحقیق، نمونه‌برداری، جمع‌آوری داده‌ها، انعکاس‌پذیری، دقت تجزیه و تحلیل، بیان تئوریک و شفاف یافته‌ها و ارزش تحقیق به کمک ۱۹ نفر از اعضای پانل پژوهش مجدداً برای رسیدن به درک منسجم‌تر از نظر ماهیت پژوهش مورد برآزش

قرار می گیرند. این روش یک ابزار ۱۰-۵۰ امتیازی است که هر مشارکت کننده به هریک از ۱۰ معیار یاد شده عددی بین ۱ تا ۵ می دهد. عدد ۱ کمترین امتیاز و عدد ۵ بیشترین امتیاز می باشد. براساس مجموع امتیازهای داده شده، پژوهش هایی که امتیازی زیر ۳۰ را کسب نمایند، برحسب دستورالعمل تحلیل ارزیابی انتقادی (کشاورز و همکاران ۱۳۹۶) از ادامه بررسی حذف می شوند و پژوهش هایی که تأیید شدند وارد مرحله تعیین مؤلفه های پژوهش و سپس شاخص های پژوهش می شوند. این برنامه، شاخصی است که به پژوهشگر کمک می کند تا دقت، اعتبار و اهمیت مطالعه های کیفی پژوهش را مشخص کند.

جدول (۲): ارزیابی انتقادی پژوهش های شناسایی شده

معیارهای ارزیابی انتقادی مقاله ها	اهداف پژوهش	منطق پژوهش	طرح پژوهش	نمونه برداری	جمع آوری داده ها	انعکاس پذیری	ملاحظات اخلاقی	دقت تجزیه و تحلیل	شفافیت بیان تئوریک	ارزش پژوهش	جمع
چانگ و یانگ ^۱ (۲۰۱۹)	۴	۴	۳	۳	۳	۳	۳	۵	۴	۴	۳۶
ناداوند و همکاران ^۲ (۲۰۱۹)	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴۰
سینزگلو و گراس ^۳ (۲۰۱۸)	۲	۳	۴	۵	۵	۵	۴	۵	۴	۴	۴۱
بلاو و همکاران ^۴ (۲۰۱۸)	۳	۵	۳	۳	۵	۴	۵	۵	۵	۴	۴۲
آلداتماز و همکاران ^۵ (۲۰۱۸)	۴	۳	۳	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۳۸
تانگ و یان ^۶ (۲۰۱۷)	۳	۴	۵	۴	۴	۴	۴	۵	۴	۴	۳۶
لیکاس و مولنار ^۷ (۲۰۱۷)	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۳	۴	۳۹
آپیرگیس و ولویوتیس ^۸ (۲۰۱۵)	۲	۲	۲	۳	۲	۳	۲	۳	۱	۳	۲۰
موکیتانتو ^۹ (۲۰۱۵)	۴	۴	۳	۳	۴	۳	۳	۴	۳	۴	۳۵
نورواپسینی و استانکویسینی ^{۱۰} (۲۰۱۴)	۳	۳	۳	۳	۴	۴	۳	۳	۴	۴	۳۴
آلنایف ^{۱۱} (۲۰۱۴)	۲	۲	۱	۱	۳	۲	۳	۳	۳	۳	۲۳
بناچاریا و همکاران ^{۱۲} (۲۰۱۱)	۳	۴	۵	۴	۴	۴	۴	۵	۴	۵	۴۴

1. Chang & Young
2. Nadauld et al
3. Cenesizoglu & Grass
4. Blau et al
5. Aldatmaz et al
6. Tang & Yan
7. Lyocsa & Molnar
8. Apergis & Voliotis
9. Mukityanto
10. Norvaisiene & Stankeviciene
11. Alnaif
12. Bhattacharya et al

معیارهای ارزیابی انتقادی مقاله‌ها	اهداف پژوهش	مطابق روش پژوهش	طرح پژوهش	نمونه برداری	جمع‌آوری داده‌ها	انعکاس‌پذیری	ملاحظات اخلاقی	دقت تجزیه و تحلیل	شفافیت بیان نتایج	ارزش پژوهش	جمع
کلور ^۱ (۲۰۰۹)	۳	۴	۳	۳	۳	۴	۴	۳	۴	۴	۳۵
چنگ ^۲ (۲۰۰۷)	۴	۴	۴	۳	۴	۳	۳	۳	۳	۳	۳۴
گرگیتی سانسورن و جامرئورنو آنک ^۳ (۲۰۰۶)	۴	۳	۴	۳	۳	۴	۳	۳	۴	۴	۳۵
آمیهاد و مندلسون ^۴ (۲۰۰۶)	۳	۴	۳	۳	۳	۳	۳	۳	۴	۴	۳۳
آسیو گلو و همکاران ^۵ (۲۰۰۵)	۳	۳	۳	۳	۳	۴	۳	۳	۳	۳	۳۱
دی ^۶ (۲۰۰۵)	۳	۳	۲	۱	۱	۳	۳	۱	۱	۲	۲۰
لاکر و ریچاردسون ^۷ (۲۰۰۴)	۳	۳	۴	۴	۴	۳	۴	۳	۳	۴	۳۵
کلاسنس و همکاران ^۸ (۲۰۰۳)	۴	۳	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۵	۳	۳۹
دنيس و استریکلند ^۹ (۲۰۰۳)	۴	۴	۳	۴	۴	۴	۳	۴	۳	۴	۳۷
کلارک و شاستری ^{۱۰} (۲۰۰۱)	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۵	۴	۵	۴۲
نیل و وایتلی ^{۱۱} (۱۹۹۸)	۳	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۳۹
چاوشی نجف‌آبادی (۱۳۹۸)	۴	۴	۴	۳	۳	۳	۵	۳	۴	۴	۳۷
نیک‌نفس و یگانه (۱۳۹۸)	۱	۱	۲	۱	۳	۳	۳	۲	۱	۱	۱۸
جعفری سرشت و همکاران (۱۳۹۶)	۳	۳	۲	۳	۳	۴	۳	۴	۴	۴	۳۳
ابراهیمی و فرنقی (۱۳۹۵)	۴	۴	۴	۳	۵	۴	۴	۴	۴	۴	۴۰
زمانی و فغانی‌کندری (۱۳۹۵)	۳	۳	۳	۳	۴	۴	۴	۳	۴	۳	۳۱
باطنی و همکاران (۱۳۹۲)	۳	۳	۳	۳	۳	۴	۳	۳	۳	۳	۳۱
احمدپور و باغبان (۱۳۹۳)	۲	۲	۲	۲	۱	۲	۳	۲	۲	۱	۱۹
نمازی و همکاران (۱۳۸۸)	۴	۴	۳	۴	۳	۳	۴	۴	۴	۴	۳۷
یحیی‌زاده‌فر و خرم‌مدین (۱۳۸۷)	۳	۲	۳	۲	۲	۲	۱	۲	۱	۲	۲۰
احمدپور و رسانیان (۱۳۸۶)	۴	۴	۴	۳	۴	۳	۳	۴	۳	۳	۳۵

1. Collver
2. Cheng
3. Gorkitiisunthorn & Jumreornvong
4. Amihud and Mendelson
5. Ascioglu et al
6. Dey
7. acker & Richardson
8. Claessens et al
9. Dennis & Strickland
10. Clarke & Shastri
11. Neal & Wheatley

باتوجه به توضیحاتی داده شده و باتوجه به امتیاز زیر ۳۰، شش پژوهش آپیرگیس و ولویوتیس (۲۰۱۵)؛ آلتایف (۲۰۱۴)؛ دی (۲۰۰۵)؛ نیک نفیس و یگانه (۱۳۹۸)؛ احمدپور و باغبان (۱۳۹۳) و یحیی زاده فر و خرم‌دین (۱۳۸۷) حذف شدند و سایر پژوهش‌های مورد تأیید در گام بعدی به منظور تعیین مؤلفه‌های پژوهش مورد استفاده قرار می‌گیرند. در این مرحله براساس الگویی که طبق جدول زیر طراحی شده است، کلیه مؤلفه‌های مورد بررسی پژوهش‌های تأیید شده در ستون جدول (۳) آورده شده است و در هر سطر پژوهش‌های تأیید شده قرار گرفته است. مؤلفه‌ای که بیشترین فراوانی را براساس نصف پژوهش‌های تأیید شده کسب نموده باشد، به عنوان مؤلفه‌های پژوهش تعیین می‌شود.

جدول (۳): تعیین مؤلفه‌های اصلی پژوهش

ویژگی‌های حاکمیتی	ویژگی‌های فرهنگی	عوامل رفتاری	ویژگی‌های سیاسی	مالکیت خانوادگی	فرزیندهای اجرای سفارش	ویژگی‌های عملیاتی	روش‌های حمایتی	ساختار هیئت مدیره
-	-	✓	-	✓	-	-	-	✓
-	-	✓	-	-	-	-	-	✓
-	-	✓	-	-	-	✓	-	-
✓	-	✓	-	-	-	✓	-	-
-	✓	-	✓	✓	-	✓	-	-
-	-	✓	-	-	-	✓	-	-
-	-	✓	-	✓	-	✓	-	-
-	✓	-	-	✓	-	-	✓	-
-	✓	-	✓	✓	-	✓	-	-
✓	✓	-	-	-	-	✓	-	✓
✓	-	✓	✓	-	-	✓	-	-
-	✓	✓	-	-	-	✓	✓	-
-	✓	-	✓	-	✓	-	-	-

چانگ و یانگ (۲۰۱۹)

نادانولد و همکاران (۲۰۱۹)

سنیزگلو و گراس (۲۰۱۸)

بلانو و همکاران (۲۰۱۸)

آلدا تماز و همکاران (۲۰۱۸)

تانگ و یان (۲۰۱۷)

لیکاس و مولنار (۲۰۱۷)

موکینیاتو (۲۰۱۵)

نورواپسینی و استانکویسینی (۲۰۱۴)

بتاچارایا و همکاران (۲۰۱۱)

کلور (۲۰۰۹)

چنگ (۲۰۰۷)

گرگیتی سانسورن و جامرنورنوآنگ (۲۰۰۶)

همانطور که مشاهده می‌شود، سه مؤلفه کلی ویژگی‌های شرکت، رفتاری و فنی بیشترین فراوانی را تحت عناوین مفهومی و تخصصی در پژوهش‌های تأیید شده آوردند. نکته حائز اهمیت این است، ممکن است برخی از مؤلفه‌های قرار گرفته در ستون از منظر مفهومی نقش مهمی در نقدشوندگی داشته باشد، اما ممکن است به دلیل کلان نبودن آن به عنوان یک مؤلفه اصلی امتیاز نیاورده باشد و در قالب گزاره آورده شده باشد. لذا باتوجه به مجموع امتیاز

توزیع‌های بدست آمده اقدام به تعیین گزاره‌های پژوهش می‌شود. جدول (۴) گزاره‌های پژوهش را در قالب چک لیست ۷ گزینه‌ای برای ورود به مرحله تحلیل دلفی نشان می‌دهد.

جدول (۴): تعیین گزاره‌های پژوهش در قالب چک لیست ۷ گزینه‌ای

مؤلفه‌ها	گزاره‌ها	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷
مکانیزم‌های عملیاتی (فی)	افزایش حجم معاملات از طریق متعادل کردن قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام							
	افزایش تعداد دفعات انجام معاملات							
	افزایش حجم پولی معاملات سهام							
	کاهش هزینه‌های انتخاب نادرست از طریق تقارن‌سازی اطلاعات							
	افزایش گردش سهام از طریق بازارگردان‌ها							
	افزایش درصد روزهای انجام معامله در طول سال از طریق بازارگردان‌ها							
	افزایش قابلیت نقدینگی دارایی‌های واقعی مثل حساب‌های دریافتی و موجودی کالا							
	افزایش سطح کیفیت سود							
	تقویت انگیزه روانی سرمایه‌گذاران از طریق افزایش بازده مجموع دارایی‌ها							
	انتخاب ترکیب هیئت‌مدیره منسجم							
مکانیزم‌های ساختاری راهبردی	کاهش نفوذ تمرکز بالای مالکیت خانوادگی در هیئت‌مدیره							
	تجدید ساختار مالکیت هرمی							
	افزایش اثر مثبت تجزیه سهام از طریق متعادل‌سازی نسبت مالکیت سهام نگهداری شده توسط افراد داخل شرکت							
	انتخاب حسابرس با کیفیت							
	افزایش سطح نظارت‌های اثربخش بر تصمیم‌های مدیریت							
	انسجام بخشیدن کنترل‌های داخلی از طریق ایجاد استقلال حسابرسان داخلی							
	کاهش دوگانگی وظیفه‌ای مدیرعامل							
	انتخاب سهام براساس افق سرمایه‌گذاری							
	متعادل‌سازی بازده مورد انتظار براساس هزینه سرمایه							
	بکارگیری مشاوره‌های تخصصی به منظور مدت زمان نگهداری سهام							
مکانیزم‌های معاملاتی سرمایه‌گذاران/بازار	ناشناخته ماندن هویت معامله‌گران							
	ناشناخته بودن سفارش به قیمت معین							
	شناخت بازار و صنعت موردنظر							
	داشتن دانش تخصصی جهت انتخاب سهام							
	ارتقای توانایی سرمایه‌گذاری در تبدیل دارایی‌های مالی به وجه نقد، در قیمتی مشابه قیمت آخرین معامله							

تحلیل دلفی

تحلیل دلفی یک تکنیک تصمیم‌گیری براساس نظر خبرگان می‌باشد که طی چند مرحله به صورت رفت و برگشتی برای رسیدن به نقطه اشباع تئوریک می‌باشد. نقطه‌ای که قابلیت اتکای مضامین شناسایی شده مورد تأیید قرار گرفته است. براین اساس در این مرحله از تحلیل با کمک دو معیار میانگین و ضریب توافق اقدام به انجام تحلیل دلفی می‌شود. جدول (۵) تحلیل دلفی گزاره‌های شناسایی شده را نشان می‌دهد:

جدول (۵): تحلیل دور اول دلفی گزاره‌های شناسایی شده

مؤلفه‌ها	ضریب توافق	میانگین	گزاره‌ها	ضریب توافق	میانگین	نتیجه
مکانیزم‌های عملیاتی (فنی)	۰/۹۰	۶	افزایش حجم معاملات از طریق متعادل کردن قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام	۰/۵۰	۴	ادغام
			افزایش حجم پولی معاملات سهام	۰/۷	۵	تأیید
			افزایش تعداد دفعات انجام معاملات	۰/۷۵	۵/۱۰	حذف
			کاهش هزینه‌های انتخاب نادرست از طریق تقارن‌سازی اطلاعات	۰/۴۰	۴	حذف
			افزایش گردش سهام از طریق بازارگردان‌ها	۰/۴۰	۴	تأیید
			افزایش درصد روزه‌های انجام معامله در طول سال از طریق بازارگردان‌ها	۰/۷	۵	تأیید
			افزایش قابلیت نقدینگی دارایی‌های واقعی مثل حساب‌های دریافتی و موجودی کالا	۰/۷۵	۵	تأیید
			افزایش سطح کیفیت سود	۰/۸۰	۵/۲۰	تأیید
			تقویت انگیزه روانی سرمایه‌گذاران از طریق افزایش بازده مجموع دارایی‌ها	۰/۴۵	۴	حذف
			انتخاب ترکیب هیئت‌مدیره منسجم	۰/۷۵	۵/۱۰	تأیید
مکانیزم‌های ساختاری راهبردی	۰/۷۵	۵/۲۰	کاهش نفوذ تمرکز بالای مالکیت خانوادگی در هیئت‌مدیره	۰/۸	۵/۲۰	تأیید
			تجدید ساختار مالکیت هرمی	۰/۲۵	۳	حذف
			افزایش اثر مثبت تجزیه سهام از طریق متعادل‌سازی نسبت مالکیت سهام نگهداری شده توسط افراد داخل شرکت	۰/۷۰	۵	تأیید
			انتخاب حسابرس با کیفیت	۰/۴۰	۴	حذف
			افزایش سطح نظارت‌های اثربخش بر تصمیم‌های مدیریت	۰/۲۵	۳	حذف
			انسجام بخشیدن کنترل‌های داخلی از طریق ایجاد استقلال حسابرسان داخلی	۰/۹۰	۶	تأیید
			کاهش دوگانگی وظیفه‌ای مدیرعامل	۰/۸۰	۵/۲۰	تأیید
			انتخاب سهام براساس افق سرمایه‌گذاری	۰/۷۵	۵/۱۰	تأیید
			متعادل‌سازی بازده مورد انتظار براساس هزینه سرمایه	۰/۷۰	۵	تأیید
			بکارگیری مشاوره‌های تخصصی به منظور مدت زمان نگهداری سهام	۰/۳۵	۳/۲۰	حذف
مکانیزم‌های عملیاتی سرمایه‌گذاران رهاکار	۰/۹۰	۶	ناشناخته ماندن هویت معامله‌گران	۰/۷۵	۵/۱۰	تأیید
			ناشناخته بودن سفارش به قیمت معین	۰/۸	۵/۲۰	تأیید
			شناخت بازار و صنعت موردنظر	۰/۸	۵/۲۰	تأیید
			داشتن دانش تخصصی جهت انتخاب سهام	۰/۷۰	۵	تأیید
			ارتقای توانایی سرمایه‌گذاری در تبدیل دارایی‌های مالی به وجه نقد، در قیمتی مشابه قیمت آخرین معامله	۰/۳۰	۳	حذف

همانطور که در جدول فوق مشاهده می‌شود، دو معیار ضریب توافق و میانگین تعیین کننده حذف یا تأیید شاخص مورد نظر می‌باشند. در این رابطه باید بیان نمود باتوجه به اینکه مقیاس امتیازی ۷ گزینه ای بود، شاخص هایی که میانگین ۵ و بالاتر از ۵ را کسب نمودند و شاخص هایی که ضریب توافقی بالاتر از حد مطلوب ۰/۵۰ کسب کرده باشند، مورد تأیید هستند. براین اساس باتوجه به نتایج جدول (۵) براساس دو معیار میانگین و ضریب توافق مشخص گردید ۸ شاخص زیر حذف شدند:

۱. کاهش هزینه‌های انتخاب نادرست از طریق تقارن‌سازی اطلاعات
۲. افزایش گردش سهام از طریق بازارگردان‌ها
۳. تقویت انگیزه روانی سرمایه‌گذاران از طریق افزایش بازده مجموع دارایی‌ها
۴. تجدید ساختار مالکیت هرمی
۵. انتخاب حسابرسان با کیفیت
۶. افزایش سطح نظارت‌های اثربخش بر تصمیم‌های مدیریت
۷. بکارگیری مشاوره‌های تخصصی به منظور مدت زمان نگهداری سهام
۸. ارتقای توانایی سرمایه‌گذاری در تبدیل دارایی‌های مالی به وجه نقد، در قیمتی مشابه قیمت آخرین معامله

همچنین باتوجه به نتایج بدست آمده دو شاخص: افزایش حجم معاملات از طریق متعادل کردن قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و افزایش حجم پولی معاملات سهام باهم ادغام شدند، چراکه براساس امتیازهای حد مرزی که کسب نمودند و باتوجه به مفاهیم نزدیکی که داشتند، براساس صلاحدید محققان باهم ادغام شدند. حال به منظور رسیدن به کفایت نظری مجدداً شاخص‌های حذف شده را از چک لیست خارج و طبق هماهنگی‌های به عمل آمده چک لیست‌های امتیازی را بین اعضای پانل توزیع می‌شود. در این بخش تلاش می‌گردد تا به کفایت نظری دست یافته شود.

باتوجه به نتایج کسب شده مشخص گردید تمامی شاخص‌ها مورد تأیید قرار گرفتند و کفایت نظری ایجاد شده است. لذا باتوجه به نتیجه بدست آمده به منظور انجام تحلیل در بخش

کمی، ۱۶ شاخص‌های تأیید شده در قالب تحلیل ساختاری تفسیری فراگیر مورد بررسی قرار می‌گیرند.

جدول (۶): دور دوم تحلیل دلفی

مؤلفه‌ها	گزاره‌ها	ضریب توافق	میانگین	نتیجه
مکانیزم‌های عملیاتی (فنی)	افزایش حجم پولی معاملات سهام از طریق متعادل کردن قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام	۰/۸۰	۵/۲۰	تأیید
	افزایش تعداد دفعات انجام معاملات	۰/۸۰	۵/۲۰	تأیید
	افزایش درصد روزهای انجام معامله در طول سال از طریق بازارگردان‌ها	۰/۷	۵	تأیید
	افزایش قابلیت نقدینگی دارایی‌های واقعی مثل حساب‌های دریافتی و موجودی کالا	۰/۸۰	۵/۲۰	تأیید
	افزایش سطح کیفیت سود	۰/۹۰	۶	تأیید
مکانیزم‌های ساختاری/راهبری	انتخاب ترکیب هیئت‌مدیره منسجم	۰/۷۵	۵/۱۰	تأیید
	کاهش نفوذ تمرکز بالای مالکیت خانوادگی در هیئت‌مدیره	۰/۸	۵/۲۰	تأیید
	افزایش اثر مثبت تجزیه سهام از طریق متعادل‌سازی نسبت مالکیت سهام نگهداری شده توسط افراد داخل شرکت	۰/۷۵	۵/۱۰	تأیید
	انسجام بخشیدن کنترل‌های داخلی از طریق ایجاد استقلال حساب‌رسان داخلی	۰/۹۰	۶	تأیید
	کاهش دوگانگی وظیفه‌ای مدیرعامل	۰/۸۰	۵/۲۰	تأیید
مکانیزم‌های معاملاتی سرمایه‌گذاران/وفاتر	انتخاب سهام براساس افق سرمایه‌گذاری	۰/۷۵	۵/۱۰	تأیید
	متعادل‌سازی بازده مورد انتظار براساس هزینه سرمایه	۰/۸۰	۵/۲۰	تأیید
	ناشناخته ماندن هویت معامله‌گران	۰/۸۰	۵/۲۰	تأیید
	ناشناخته بودن سفارش به قیمت معین	۰/۹۰	۶	تأیید
	شناخت بازار و صنعت موردنظر	۰/۷۵	۵/۱۰	تأیید
	داشتن دانش تخصصی جهت انتخاب سهام	۰/۸۰	۵/۲۰	تأیید

تحلیل تفسیری ساختاری فراگیر

این تحلیل یک تحلیل سلسله مراتبی پیشرفته است که براساس گزاره‌های تأیید شده بخش کیفی، در قالب پرسشنامه‌های ماتریسی توسط مشارکت کنندگان بخش کمی انجام می‌شود. روش تفسیری ساختاری فراگیر یک روش تحلیل جامع است که ضمن بررسی ارتباط عمودی و افقی، ارتباط مورب بین گزاره‌ها را بررسی می‌نماید. براین اساس ابتدا می‌بایست گزاره‌های تأیید شده را کدگذاری نمود:

جدول (۷): تعیین کدهای اختصاری برای تحلیل ماتریسی

کدها	گزاره‌ها
L1	افزایش حجم پولی معاملات سهام از طریق متعادل کردن قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام
L2	افزایش تعداد دفعات انجام معاملات
L3	افزایش درصد روزهای انجام معامله در طول سال از طریق بازارگردان‌ها
L4	افزایش قابلیت نقدینگی دارایی‌های واقعی مثل حساب‌های دریافتی و موجودی کالا
L5	افزایش سطح کیفیت سود
L6	انتخاب ترکیب هیئت‌مدیره منسجم
L7	کاهش نفوذ تمرکز بالای مالکیت خانوادگی در هیئت‌مدیره
L8	افزایش اثر مثبت تجزیه سهام از طریق متعادل‌سازی نسبت مالکیت سهام نگهداری شده توسط افراد داخل شرکت
L9	انسجام بخشیدن کنترل‌های داخلی از طریق ایجاد استقلال حساب‌برسان داخلی
L10	کاهش دوگانگی وظیفه‌ای مدیرعامل
L11	انتخاب سهام براساس افق سرمایه‌گذاری
L12	متعادل‌سازی بازده مورد انتظار براساس هزینه سرمایه
L13	ناشناخته ماندن هویت معامله‌گران
L14	ناشناخته بودن سفارش به قیمت معین
L15	شناخت بازار و صنعت موردنظر
L16	داشتن دانش تخصصی جهت انتخاب سهام

باتوجه به کدهای تعریف شده و باتوجه به دستورالعمل این تحلیل، به منظور ارتقای تحلیل ساختاری تفسیری به تحلیل ساختاری تفسیری فراگیر می‌بایست به طور کامل هر مقایسه زوجی را با پاسخ به سوال تفسیری ذکر شده در گام قبلی تفسیر نمود. برای مقایسه‌های زوجی i امین شاخص به صورت دو به دو با تمام عناصر از $(i + 1)$ ام تا n ام مقایسه می‌گردد. برای هر ارتباط پاسخ بله «Y» یا خیر «N» داده شده و در صورت پاسخ مثبت، دلیل آن بیان می‌گردد. اما اگر پاسخ خیر «N» باشد، باید در مورد جفت متغیرهای مورد نظر مشارکت کنندگان باید اظهار نظر نمایند.

جدول (۸): مقایسه زوجی بین گزاره ها براساس فرم ماتریس

شماره	مقایسه زوجی	Yes/No	شرح چگونگی تأثیر
			$L1 \square \square$ افزایش حجم پولی معاملات سهام از طریق متعادل کردن قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام
۱	L1 – L2	☒ Yes ☒ No	متعادل کردن قیمت پیشنهادی خرید و فروش باعث افزایش تعداد دفعات انجام معامله می شود
۲	L2 – L1	Yes ☐ No ☒	
۳	L1 – L3	☐ Yes ☐ No	
۴	L3 – L1	Yes ☐ No ☒	
۵	L1 – L4	Yes ☒ No ☐	متعادل کردن قیمت پیشنهادی خرید و فروش باعث افزایش قابلیت نقدینگی دارایی های واقعی می شود
۶	L4 – L1	Yes ☐ No ☒	
۷	L1 – L5	Yes ☐ No ☒	کیفیت سود منجر به افزایش حجم پول جهت متعادل سازی قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام می شود
۸	L5 – L1	Yes ☒ No ☐	
۹	L1 – L6	Yes ☐ No ☒	
۱۰	L6 – L1	Yes ☐ No ☒	
۱۱	L1 – L7	Yes ☐ No ☒	
۱۲	L7 – L1	Yes ☐ No ☒	
۱۳	L1 – L8	Yes ☐ No ☒	
۱۴	L8 – L1	Yes ☐ No ☒	
۱۵	L1 – L9	Yes ☐ No ☒	
۱۶	L9 – L1	Yes ☐ No ☒	
۱۷	L1 – L10	Yes ☐ No ☒	
۱۸	L10 – L1	Yes ☐ No ☒	
۱۹	L1 – L11	Yes ☒ No ☐	متعادل کردن قیمت پیشنهادی خرید و فروش با افق سرمایه گذاری سهامداران کمک می کند
۲۰	L11 – L1	Yes ☐ No ☒	
۲۱	L1 – L12	Yes ☐ No ☒	
۲۲	L12 – L1	Yes ☐ No ☒	
۲۳	L1 – L13	Yes ☐ No ☒	
۲۴	L13 – L1	Yes ☐ No ☒	
۲۵	L1 – L14	Yes ☐ No ☒	
۲۶	L14 – L1	Yes ☐ No ☒	
۲۷	L1 – L15	Yes ☐ No ☒	
۲۸	L15 – L1	Yes ☐ No ☒	
۲۹	L1 – L16	Yes ☐ No ☒	
۳۰	L16 – L1	Yes ☐ No ☒	

نکته: باتوجه به محدودیت صفحات مقاله، تنها گزیده‌ای از مقایسه‌های زوجی در این بخش قرار گرفت.

به منظور تشکیل ماتریس خودتعاملی ساختاری «SSIM» مقایسه‌های زوجی درایتِ خردمندانه‌ی حسابرس در قضاوت حرفه‌ای در جدول (۱۲) ارائه شده است. برای مقایسه‌های زوجی i امین شاخص به صورت دو به دو با تمام عناصر از $(i + 1)$ ام تا n ام مقایسه گردیدند. برای هر ارتباط پاسخ بله «Y» یا خیر «N» داده شده و در صورت پاسخ مثبت، دلیل آن بیان می‌گردد. در اینصورت منطق تفسیری روابط زوجی به فرم پایه علمی منطقی تفسیری ارائه شده است. در این مرحله روابط به صورت ماتریس دستیابی ۳۹ به صورت «-۱» یا «۰» وارد می‌شوند که در جدول (۹) ارائه شده‌اند. طبق جدول (۹) خانه‌هایی که گزینه «Y» دارند، عدد ۱ و خانه‌هایی که گزینه «N» دارند عدد ۰ قرار داده می‌شود. در واقع، این ماتریس از تبدیل ماتریس خود تعاملی ساختاری به یک ماتریس دو ارزشی صفر و یک بدست می‌آید.

جدول (۹): ماتریس دستیابی

شاخص‌ها	L1	L2	L3	L4	L5	L6	L7	L8	L9	L10	L11	L12	L13	L14	L15	L16
L1	۱	۰	۱	۰	۱	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱
L2	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱
L3	۰	۰	۱	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۱	۰	۰	۱
L4	۱	۰	۱	۱	۱	۰	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۰	۰	۰	۱
L5	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰
L6	۰	۰	۰	۰	۱	۱	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۱
L7	۱	۰	۱	۰	۱	۰	۱	۰	۱	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۱
L8	۰	۰	۰	۱	۱	۰	۰	۱	۱	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۱
L9	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱
L10	۰	۰	۰	۰	۱	۱	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۱	۱	۰	۱
L11	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۱	۰	۱	۰	۰	۱	۰	۱
L12	۱	۰	۰	۱	۱	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۱	۱	۰	۰	۱
L13	۰	۰	۱	۰	۱	۰	۰	۰	۱	۰	۱	۰	۱	۰	۰	۱
L14	۰	۰	۰	۰	۱	۱	۰	۰	۱	۰	۱	۰	۰	۱	۰	۱
L15	۰	۰	۱	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۱	۱
L16	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱

در ادامه در این مرحله اقدام به تشکیل امتیازها براساس تعامل شاخص‌های مقایسه شده جهت تشکیل ماتریس دستیابی متعامل می‌شود.

جدول (۱۰): ماتریس دستیابی از نظر میزان انتقال پذیری ارتباط بین گزاره ها

شاخص ها	L1	L2	L3	L4	L5	L6	L7	L8	L9	L10	L11	L12	L13	L14	L15	L16	قدرت نفوذ
L1	۱	۰	۱	۰	۱	۰	۱	۰	۱*	۰	۱*	۰	۱*	۱*	۰	۱	۹
L2	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱۶
L3	۰	۰	۱	۰	۱	۰	۰	۰	۱*	۰	۱	۰	۱	۰	۰	۱	۶
L4	۱	۰	۱	۱	۱	۱*	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱*	۱*	۰	۱	۱۴
L5	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱
L6	۰	۰	۰	۰	۱	۱	۰	۰	۱	۰	۱*	۰	۰	۱	۰	۱	۶
L7	۱	۰	۱	۰	۱	۰	۱	۰	۱	۰	۱*	۰	۱	۱*	۰	۱	۹
L8	۱*	۰	۱*	۱	۱	۱*	۰	۱	۱	۱	۱*	۰	۱*	۰	۰	۱	۱۲
L9	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۳
L10	۰	۰	۰	۰	۱	۱	۰	۰	۱*	۱	۱*	۰	۱	۱	۰	۱	۸
L11	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۱	۰	۱	۰	۰	۱	۰	۱	۵
L12	۱	۰	۱*	۱	۱	۱*	۰	۰	۱	۰	۱*	۱	۱	۰	۰	۱	۱۰
L13	۰	۰	۱	۰	۱	۱*	۰	۰	۱	۰	۱	۰	۱	۰	۰	۱	۷
L14	۰	۰	۰	۰	۱	۱	۰	۰	۱	۰	۱	۰	۰	۱	۰	۱	۶
L15	۰	۰	۱	۰	۱	۱*	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۱*	۱*	۱	۱	۸
L16	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۲
قدرت وابستگی	۶	۱	۹	۴	۱۶	۹	۵	۳	۱۳	۴	۱۳	۳	۹	۹	۲	۱۵	

* ارتباط انتقال پذیر بین شاخص ها

همانطور که در جدول فوق مشاهده می شود، نمادهای مفهومی اختصاص داده شده براساس شاخص مد، تبدیل به امتیاز ۰ و ۱ و ۱* با توجه به تعریف روابطه مفهومی به اعداد طبق جدول قبلی شده است. در جدول زیر قدرت نفوذ (امتیاز ۱ بدست آمده از سطر) و قدرت وابستگی (امتیاز ۱ بدست آمده از ستون) را مشخص نماییم:

جدول (۱۱): تفکیک نیروهای نفوذ و وابستگی

قدرت وابستگی	قدرت نفوذ	کدها	گزاره‌ها
۶	۹	L1	افزایش حجم پولی معاملات سهام از طریق متعادل کردن قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام
۱	۱۶	L2	افزایش تعداد دفعات انجام معاملات
۹	۶	L3	افزایش درصد روزهای انجام معامله در طول سال از طریق بازارگردان‌ها
۴	۱۴	L4	افزایش قابلیت نقدینگی دارایی‌های واقعی مثل حساب‌های دریافتی و موجودی کالا
۱۶	۱	L5	افزایش سطح کیفیت سود
۹	۶	L6	انتخاب ترکیب هیئت‌مدیره منسجم
۵	۹	L7	کاهش نفوذ تمرکز بالای مالکیت خانوادگی در هیئت‌مدیره
۳	۱۲	L8	افزایش اثر مثبت تجزیه سهام از طریق متعادل‌سازی نسبت مالکیت سهام نگهداری شده
۱۳	۳	L9	انسجام بخشیدن کنترل‌های داخلی از طریق ایجاد استقلال حسابرسان داخلی
۴	۸	L10	کاهش دوگانگی وظیفه‌ای مدیرعامل
۱۳	۵	L11	انتخاب سهام براساس افق سرمایه‌گذاری
۳	۱۰	L12	متعادل‌سازی بازده مورد انتظار براساس هزینه سرمایه
۹	۷	L13	ناشناخته ماندن هویت معامله‌گران
۹	۶	L14	ناشناخته بودن سفارش به قیمت معین
۲	۸	L15	شناخت بازار و صنعت موردنظر
۱۵	۲	L16	داشتن دانش تخصصی جهت انتخاب سهام

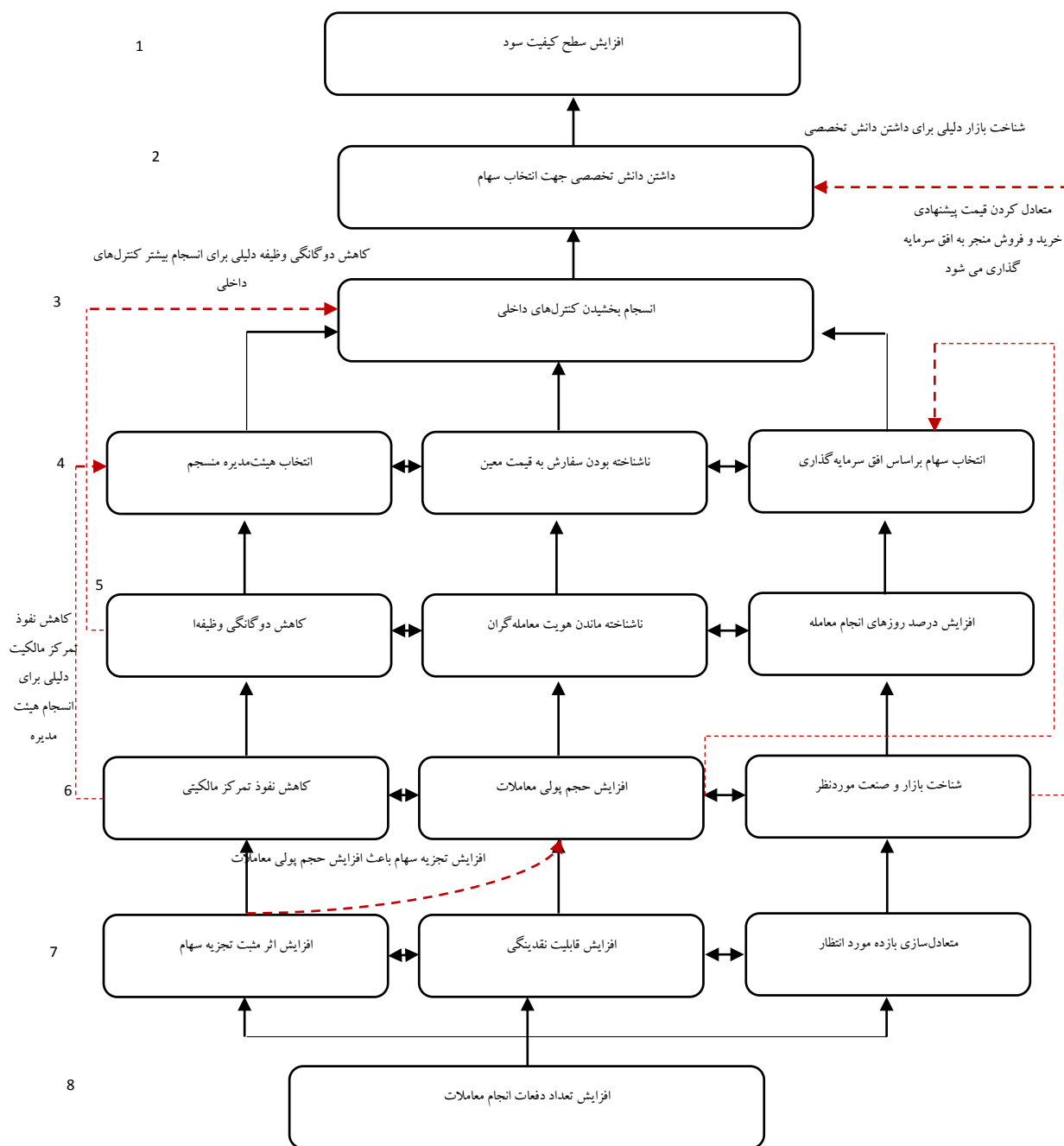
در ادامه به منظور تعیین روابط بین متغیرها ابتدا باید مجموعه خروجی، مجموعه ورودی و عناصر مشترک را شناسایی نمود. نمره تعیین سطح و اولویت متغیرها مجموعه دستیابی و مجموعه پیش نیاز برای هر متغیر تعیین می‌شود. مجموعه دستیابی هر متغیر شامل متغیرهایی می‌شود که از طریق این متغیر می‌توان به آنها رسید و مجموعه پیش نیاز شامل متغیرهایی می‌شود که بر طبق آن‌ها می‌توان به این متغیر رسید. سپس اشتراکات مجموعه دستیابی و پیش نیاز همه عوامل تعیین می‌شود و در صورت یکسان بودن مجموعه دستیابی با مجموعه اشتراک آن عامل (عوامل) به عنوان سطح اولویت در نظر گرفته می‌شود. سطح اشاره به لایه‌های طراحی شده‌ی مدل نهایی دارد. برای به دست آوردن سایر سطوح باید سطوح قبلی از ماتریس جدا گردند و فرآیند تکرار شود. پس از تعیین سطوح دوباره ماتریس دریافتی را به ترتیب سطوح مرتب کرده، ماتریس

جدید، ماتریس مخروطی نامیده می‌شود. به عبارت دیگر، پس از تعیین عناصر خروجی، عناصر ورودی و عناصر مشترک، شاخصی که عناصر خروجی و عناصر مشترک یکسانی دارند، به عنوان اولین سطح و کم‌اثرترین پیامد درونی نقدشوندگی سهام تعیین می‌شوند. پس از تعیین این سطح یعنی کم‌اثرترین سطح پیامدهای درونی، آن شاخص را حذف می‌کنیم و اقدام به بررسی شاخص‌های یکسان عناصر ورودی و مشترک می‌نماییم، و آن را به عنوان سطح بعدی انتخاب می‌کنیم. این عملیات تا آنجا تکرار می‌شود که اجزای تشکیل دهنده تمام سطوح سیستم مشخص شوند.

جدول (۱۲): مجموعه شاخص خروجی، ورودی و عناصر مشترک گزاره‌ها

اختصار	شاخص خروجی	شاخص ورودی	عناصر مشترک	سطح
A1	۱،۳،۵،۷،۹،۱۱،۱۳،۱۴،۱۶	۱،۲،۴،۷،۸،۱۲	۱،۷	VI
A2	۱،۲،۳،۴،۵،۶،۷،۸،۹،۱۰،۱۱،۱۲،۱۳،۱۴،۱۵،۱۶	۲	۲	VIII
A3	۳،۵،۹،۱۱،۱۳،۱۶	۱،۲،۳،۴،۷،۸،۱۲،۱۳،۱۵	۳،۱۳	V
A4	۱،۳،۴،۵،۶،۷،۸،۹،۱۰،۱۱،۱۲،۱۳،۱۴،۱۶	۲،۴،۸،۱۲	۴،۸،۱۲	VII
A5	۵	۱،۲،۳،۴،۵،۶،۷،۸،۹،۱۰،۱۱،۱۲،۱۳،۱۴،۱۵،۱۶	۵	I
A6	۵،۶،۹،۱۱،۱۴،۱۶	۲،۴،۶،۸،۱۰،۱۲،۱۳،۱۴،۱۵	۶،۱۴	IV
A7	۱،۳،۵،۶،۷،۸،۹،۱۱،۱۳،۱۶	۱،۲،۴،۷،۸	۱،۷	VI
A8	۱،۳،۴،۵،۶،۷،۸،۹،۱۰،۱۱،۱۳،۱۶	۲،۴،۸	۴،۸	VII
A9	۵،۶،۱۶	۱،۲،۳،۴،۶،۷،۸،۹،۱۰،۱۱،۱۲،۱۳،۱۴	۹	III
A10	۵،۶،۹،۱۰،۱۳،۱۴،۱۶	۲،۴،۸،۱۰	۱۰	VI
A11	۵،۹،۱۱،۱۴،۱۶	۱،۲،۳،۴،۶،۷،۸،۹،۱۰،۱۱،۱۲،۱۳،۱۴،۱۵	۱۱،۱۴	IV
A12	۱،۳،۴،۵،۶،۹،۱۱،۱۲،۱۳،۱۶	۲،۴،۱۲	۴،۱۲	VII
A13	۳،۵،۶،۹،۱۱،۱۳،۱۶	۱،۲،۳،۴،۷،۸،۹،۱۰،۱۲،۱۳،۱۵	۳،۱۳	V
A14	۵،۶،۹،۱۱،۱۴،۱۶	۱،۲،۴،۶،۷،۱۰،۱۱،۱۴،۱۵	۶،۱۱،۱۴	IV
A15	۳،۵،۶،۱۱،۱۳،۱۴،۱۵،۱۶	۲،۱۵	۱۵	VI
A16	۵،۱۶	۱،۲،۳،۴،۵،۶،۷،۸،۹،۱۰،۱۱،۱۲،۱۳،۱۴،۱۵،۱۶	۱۶	II

همانطور که نتایج مشخص ساخت، L5 یعنی گزاره افزایش سطح کیفیت سود به عنوان کم‌اثرترین معیار نقدشوندگی سهام و L2 افزایش تعداد دفعات انجام معاملات به عنوان تأثیرگذارترین گزاره مربوط به نقدشوندگی سهام در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.



شکل (۲): سطوح سلسله مراتبی تأثیرگذارترین گزاره‌های نقدشوندگی سهام

براساس شکل (۲) و تحلیل‌های ماتریس مخروطی مشخص شد، مجموع گزاره‌های نقدشوندگی سهام در بازار سرمایه شامل ۸ سطح از تأثیرگذارترین گزاره تا کم‌اثرترین گزاره می‌باشد که براساس آن، تأثیرگذارترین گزاره مربوط به نقدشوندگی سهام شرکت‌های بازار سرمایه، افزایش تعداد دفعات انجام معاملات (L2) به عنوان گزاره مؤلفه‌ی مکانیزم‌های عملیاتی (فنی) می‌باشد. همچنین براساس تحلیل‌ها مشخص شد کم‌اثرترین گزاره مربوط به نقدشوندگی سهام، گزاره افزایش کیفیت سود (L5) به عنوان گزاره‌ی مؤلفه مکانیزم‌های عملیاتی (فنی) می‌باشد. همچنین ارتباطات غیرمستقیم بین گزاره‌ها باخط چین نشان داده شده است که تأثیرگذارترین گزاره‌های غیرمستقیم در نقدشوندگی سهام، افزایش اثر مثبت تجزیه سهام از طریق متعادل‌سازی نسبت مالکیت سهام نگهداری شده توسط افراد داخل شرکت (L8) به عنوان گزاره مکانیزم‌های ساختاری/راهبری؛ افزایش حجم پولی معاملات سهام از طریق متعادل کردن قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام (L1) به عنوان گزاره مکانیزم‌های عملیاتی (فنی)؛ کاهش نفوذ تمرکز بالای مالکیت خانوادگی در هیئت‌مدیره (L7) به عنوان گزاره مکانیزم‌های ساختاری/راهبری؛ کاهش دوگانگی وظیفه‌ای مدیرعامل (L10) به عنوان گزاره مکانیزم‌های ساختاری/راهبری؛ شناخت بازار و صنعت موردنظر (L15) به عنوان گزاره مکانیزم‌های معاملاتی سرمایه‌گذاران می‌باشد که همانطور که مشخص است، در این بخش مکانیزم‌های ساختاری/راهبری بیشتری تأثیر را بر واسطه‌گری در نقدشوندگی سهام ایفا می‌نماید.

بحث و نتیجه‌گیری

یک دارایی هنگامی نقد محسوب می‌شود که بتواند با سرعت کم به وجه نقد تبدیل شود. این تعریف هم شامل دارایی‌های واقعی و هم شامل دارایی‌های مالی می‌شود. مفهوم اول نقدشوندگی، نقدشوندگی دارایی‌های واقعی شرکت است که طبق آن، یک شرکت نقدشونده محسوب می‌شود که اگر نسبت بالایی از دارایی‌های نقدی همچون وجوه نقد در ترازنامه خود داشته باشد. مفهوم دوم، نقدشوندگی سهام شرکت مورد معامله است. طبق این مفهوم یک شرکت در صورتی نقدشونده محسوب می‌شود که سهام آن از نقدشوندگی بالایی برخوردار باشد. نقدشوندگی دارایی‌های شرکت از طریق دارایی‌های واقعی آن در بازار تعیین می‌شود، در حالی که نقدشوندگی سهام آن، در بازارهای مالی تعیین‌پذیر است (موکینیان‌تو، ۲۰۱۵). نقدشوندگی سهام در بازارهای مالی را می‌توان قابلیت جذب روان سفارش‌های خرید و فروش

تعریف کرد. توانایی معامله سریع حجم بالایی از اوراق بهادار با هزینه پایین و تأثیر قیمتی کم را نیز می‌توان به عنوان تعریف نقدشوندگی در بازارهای مالی در نظر گرفت. تأثیر قیمتی کم به این معنی است که قیمت دارایی در فاصله میان سفارش تا خرید، تغییر چندانی نداشته باشد. با این تعریف نقدشوندگی در کنار بازدهی و ریسک از مهمترین عوامل تعیین کننده قیمت سهام یک شرکت (یا هر ابزار مالی دیگر) می‌باشد (ابراهیمی و فرنقی، ۱۳۹۵). در این پژوهش با توجه به اهمیت علل نقدشوندگی سهام در سطح بازار سرمایه تلاش گردید تا با ترکیب روش‌های کیفی و کمی، ضمن شناسایی گزاره‌های مربوط به نقدشوندگی سهام، تأثیرگذارترین این گزاره‌ها براساس تحلیل تفسیری/ساختاری فراگیر شناسایی شود. نتایج در بخش تحلیل فراترکیب و دلفی نشان داد، از مجموع ۳۳ پژوهش مورد بررسی خارجی و داخلی، ۲۵ گزاره در قالب سه مؤلفه مکانیزم‌های عملیاتی (فنی)؛ مکانیزم‌های ساختاری/راهبری و مکانیزم‌های معاملاتی سرمایه‌گذاران/رفتار شناسایی شدند که در طی دو مرحله تحلیل دلفی ۷ گزاره حذف و ۲ گزاره باهم ادغام شدند که در نهایت در مرحله دوم دلفی مجموعاً ۱۶ گزاره به کفایت نظری براساس مشارکت اعضای پانل، تأیید شدند. سپس در بخش تحلیل تفسیری/ساختاری فراگیر به واسطه مشارکت ۲۰ نفر از کارگزاران بورس اوراق بهادار و تحلیل گران بازار سرمایه از طریق پرسشنامه‌های ماتریسی، مجموع ۱۶ گزاره تأیید شده به عنوان معیارهای نقدشوندگی سهام، در ۸ سطح از کم اثرترین تا تأثیرگذارترین گزاره‌های مربوط به نقدشوندگی سهام اولویت بندی شدند. براساس نتایج در این بخش مشخص شد، افزایش تعداد دفعات انجام معاملات (L2) به عنوان گزاره مکانیزم‌های عملیاتی شرکت‌ها تأثیرگذارترین عامل نقدشوندگی سهام در بازار رقابتی است. در واقع افزایش حجم معاملات عامل محرکی برای پویایی در سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه و اقتصاد یک کشور محسوب می‌شود، چراکه کارمزد و منافع همه سازمان‌های بازار سرمایه، براساس تعرفه‌های ناشی از حجم معاملات تعیین می‌شود و بیش از آنچه که از افزایش یا کاهش قیمت سهام سود ببرند از حجم مبادلات سود خواهند برد. در واقع افزایش حجم معاملات در نمودارها در بازه زمانی مشخص می‌تواند سطحی از تقاضا برای خرید سهام مزبور نشان دهد که با کنترل سطح عرضه می‌توان انتظار نقدشوندگی سهام را در آینده داشت. گرچه افزایش ناگهانی حجم معاملات می‌تواند ناشی از اخبار منفی باشد، اما تمرکز بر افزایش حجم نقدینگی به عنوان یک استراتژی عملیاتی می‌تواند پایداری در خرید و فروش سهام را به همراه داشته باشد و باعث ایجاد انگیزه‌های روانی مثبت در سطح بازار سرمایه

گردد. از طرف دیگر، در سطح تأثیرگذار بعدی مشخص شد سه گزاره‌ی افزایش اثر مثبت تجزیه سهام از طریق متعادل‌سازی نسبت مالکیت سهام نگهداری شده توسط افراد داخل شرکت (L8) به عنوان گزاره مکانیزم ساختاری/راهبری؛ افزایش قابلیت نقدینگی دارایی‌های واقعی مثل حساب‌های دریافتنی و موجودی کالا (L4) به عنوان گزاره مکانیزم‌های عملیاتی (فنی) و متعادل‌سازی بازده مورد انتظار براساس هزینه سرمایه (L12) به عنوان گزاره مکانیزم‌های معاملاتی سرمایه‌گذاران قرار گرفته است. در واقع افزایش اثر مثبت تجزیه سهام از طریق متعادل‌سازی نسبت مالکیت سهام نگهداری شده توسط افراد داخل شرکت، استراتژی است که از طریق کاهش نسبت بالای سهام نگهداری شده توسط افراد با مالکیت خاص همچون خانواده‌گی، تعداد سهام موجود برای سرمایه‌گذاران خرده فروش یا افراد بیرونی افزایش می‌دهد و این موضوع می‌تواند قابلیت‌های نقدشوندگی سهام را به واسطه تعدیل ساختارهای مالکیتی شرکت‌ها و انعطاف‌پذیری استراتژیک در برابر حفاظت از منافع سهامداران و سرمایه‌گذاران با بار روانی مثبت در سطح بازار همراه نماید و باعث پویایی بیشتر در نقدشوندگی سهام گردد. از طرف دیگر افزایش قابلیت نقدینگی دارایی‌های واقعی مثل حساب‌های دریافتنی و موجودی کالا باعث خواهد شد تا سطح قابل انتظارتری از نقدشوندگی سهام در سطح بازار سرمایه قابل پیش‌بینی باشد. در واقع، دارایی‌های نقدشونده همچون حساب‌های دریافتنی و موجودی کالا و معادل آن به سهولت قابل ارزشیابی‌اند و عدم تقارن اطلاعاتی بسیار پایینی نیز متوجه آن‌هاست. در حالی که دارایی‌های کم نقدشونده شامل سرمایه‌گذاری‌ها و فرصت‌های رشد به سختی قابل ارزیابی است و احتمال انجام معاملات نهانی در مورد آن‌ها کمتر در سطح بازار سرمایه خواهان خواهد داشت که در نتیجه‌ی عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری حادث می‌شود. متعادل‌سازی بازده مورد انتظار براساس هزینه سرمایه نیز به عنوان گزاره‌ی تأثیرگذار دیگر در این سطح اشاره به همراه بازده‌های مورد انتظار براساس ساختار سرمایه شرکت‌ها می‌باشد. به عبارت دیگر شرکت‌ها بر مبنای طرح‌ها و پروژه‌های سرمایه‌گذاری که در دست دارند، می‌توانند سطح انتظاری از عملکردهای بازده سرمایه‌گذاری خود را در آیند برای سرمایه‌گذاران برحسب تأمین مالی ایجاد کنند تا از ایجاد بازده‌های فراتر از انتظار بازار سرمایه جلوگیری نمایند، وجود این واقعیت‌های سرمایه‌گذاری می‌تواند ناشی از جریان اطلاعاتی و وجود تقارن در اطلاعات افشا شده باشد که به شناخت بهتر بازار سرمایه توسط سرمایه‌گذاران کمک می‌نماید.

در مجموع براساس نتایج کسب شده باید بیان نمود، مهمترین و تأثیرگذارترین عوامل نقدشوندگی در سطح بازار سرمایه، مکانیزم‌های فنی، سپس مکانیزم‌های معاملاتی سرمایه‌گذاران و در نهایت مکانیزم‌های ساختاری و راهبری است. این به معنای آن است که برای ایجاد پویایی در بازار سرمایه، لازم است ماهیت عملیاتی شرکت‌ها در عرضه و فروش سهام براساس افزایش حجم معاملات و قابلیت‌های نقدینگی دارایی‌ها برنامه ریزی و هدفمندی شود تا با عرضه‌ی به موقع به بازار سرمایه، بیشترین جذب نقدینگی را برای توسعه طرح‌ها و پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود به همراه داشته باشد و باعث ایجاد مزیتی در سطح بازار رقابتی نسبت به سایر شرکت‌ها گردد. همچنین شرکت‌ها می‌توانند از طریق توسعه برنامه‌های تعامل محور با سهامداران و سرمایه‌گذاران، ضمن افزایش ایجاد رضایت روانی در آنان به افزایش سطح آگاهی و متناسب‌سازی انتظارات بازده آتی با عملکردهای واقعی شرکت کمک نماید و باعث افزایش موفقیت در سطح بازار رقابتی گردد. لازمه‌ی اینکار انتخاب هیئت مدیره منسجم و کاهش نفوذ تمرکز مالکیتی به منظور ایجاد اطمینان و اعتماد بیشتر نسبت به عملکردهای شرکت در سطح بازار سرمایه می‌باشد. وجود هیئت مدیره پویا و فقدان دوگانگی در وظیفه مدیرعامل می‌تواند باعث شود تا سرمایه‌گذاران نسبت به عملکردهای شرکت با دید مثبت‌تری بنگرند و نسبت به افشای اطلاعات آگاه‌تر باشند. براساس نتایج کسب شده پیشنهاد می‌شود:

توجه به اجزای ساختار بازار سرمایه در سطح عملیاتی شرکت‌ها ضمن اینکه می‌تواند به افزایش سطح نقدشوندگی سهام شرکت براساس افزایش حجم معاملات سهام شرکت‌ها کمک نماید در عین حال می‌تواند باعث شناخت بازار جهت متوازن ساختن عرضه با تقاضای سهام شرکت گردد و منجر به پویایی بیشتر در مبادلات سهام شرکت گردد. به عبارت دیگر، حجم پولی که از متوازن سازی قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام ایجاد می‌شود باعث می‌شود تا سطح نقدشوندگی سهام نیز افزایش یابد و به عنوان یک دارایی نقدی قابل اتکا مورد معامله قرار گیرد. همچنین پیشنهاد می‌شود، سازمان بورس اوراق بهادار و سایر نهادهای نظارتی با ارائه اطلاعاتی همچون رتبه نقدشوندگی و درصد روزهای انجام معامله و سطح ساختار سرمایه شرکت به سهامداران و سرمایه‌گذاران در شناخت بهتر بازار و صنعت مورد نظر و ارتقای سطح تخصصی جهت انتخاب پرتفوی مناسب برای سرمایه‌گذاری کمک شود تا سطح تصمیم‌گیری‌ها براساس واقعیت‌های عملکردی صنعت و شرکت‌های فعال در سطح بازار سرمایه اتخاذ گردد و از وجود حباب در نقدشوندگی سهام در بازار سرمایه جلوگیری شود تا ریسک

سرمایه‌گذاری‌ها کاهش و بازده ناشی از آن با احاطه بر عوامل موثر متعادل و منطقی‌تر گردد. همچنین پیشنهاد می‌شود، نظام راهبری شرکت‌ها به منظور توسعه قابلیت‌های نقدشوندگی سهام خود با انتخاب هیئت مدیره منسجم و یکپارچه، ضمن افزایش سطح اثربخشی در کنترل‌های داخلی به عنوان خط مقدم بازخورد جریان اطلاعات به ذینفعان، به پویایی بیشتر در استراتژی‌های شرکت همچون تجزیه سهام مبتنی بر مقتضیات عملکردی شرکت، کمک نمایند و باعث افزایش سطح مزیت رقابتی در سرمایه‌گذاری‌های شرکت گردد. در نهایت باید بیان نمود، در این پژوهش مکانیزم‌های سیاسی و تصمیم‌های حزبی مورد بررسی قرار نگرفت، چراکه کنترلی بر آن امکان نداشت و می‌توان در پژوهش‌های آتی نقش این عوامل در قالب پژوهشی مستقل براساس تحلیل مورد نظر این پژوهش مورد توجه قرار گیرد.

منابع

- ابراهیمی، سجاد، فرنقی، الهام. (۱۳۹۵). عوامل موثر بر نقدینگی سهام با تاکید بر سیاست‌های پولی و مالی، فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، سال بیست و یکم، ۷۷(۱): ۷-۳۶.
- احمدپور، احمد، رسائیان، امیر. (۱۳۸۵). رابطه بین معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۳(۴): ۲۲-۳۸.
- افضل‌نیا، سیدحسن. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر نقد شوندگی سهام بر مدیریت سود شرکت‌های بیمه عضو بورس اوراق بهادار تهران، چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، ۲(۷): ۸۲-۹۴.
- باطنی، لیلا، پورزمانی، زهرا، رهنمای رودپشتی، فریدون. (۱۳۹۲). بررسی اثر نقدشوندگی بازار ثانویه بر قیمت عرضه اولیه بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۱۱(۱): ۶۳-۷۴.
- جعفری سرشت، داود، ستارئی، مریم، حسینی نیک‌روش، زهرا. (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین نگرش سرمایه‌گذاران و نقد شوندگی بورس تهران با رشد اقتصادی در ایران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱۰(۳۹): ۴۹-۶۹.
- چاوشی نجف‌آبادی، فاطمه. (۱۳۹۸). بررسی رابطه بین نقد شوندگی سهام، مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، ۱۲(۱): ۷۹-۹۴.
- حاجیان‌نژاد، امین، دانش سرارودی، سید رسول. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر هزینه نمایندگی و نقدشوندگی بر اجتناب مالیاتی از طریق سودآوری، مجله علمی-پژوهشی دانش حسابداری، ۱۰(۱): ۱۱۵-۱۳۶. doi: 10.22103/jak.2019.11626.2609
- زمانی، شیوا، فغانی‌کندری، پگاه. (۱۳۹۵). محاسبه میزان نقدشوندگی سهام بورس تهران و بررسی عوامل اثرگذار بر آن، چشم‌انداز مدیریت مالی، ۱۵(۳): ۶۱-۸۰.
- کشاوری، حمید، فهم‌نیا، فاطمه، نوروزی، علیرضا، اسمعیلی‌گیوی، محمدرضا. (۱۳۹۵). طراحی و اعتباریابی مدل مفهومی ارزیابی باورپذیری اطلاعات در محیط وب: کاربرد روش‌های فراترکیب و دلفی. تعامل انسان و اطلاعات، ۳(۳): ۱-۱۶.
- نمازی، محمد، حیدرپور، فرزانه، محمدی، کاظم. (۱۳۸۸). بررسی تأثیر ترکیب سهامداران (اشخاص حقیقی و حقوقی) شرکت‌ها بر حجم مبادلات نقد شوندگی سهام آنها، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۱(۳): ۱-۲۲.
- نیک‌نفس، فرزاد، یگانه، محمدرضا. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر همزمانی قیمت سهام بر عدم نقدشوندگی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۱(۱): ۱۱-۲۰.
- یحیی‌زاده‌فر، محمود، خرم‌دین، جواد. (۱۳۸۷). نقش عوامل نقد شوندگی و ریسک عدم نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۵(۴): ۱۰-۲۹.
- Ahmad, R. (2016). A study of relationship between liquidity and profitability of standard chartered bank Pakistan: Analysis of financial statement approach. Global Journal of Management and Business Research, 16(1): 77-82.
- Aksoy, Y., Basso, H, S. (2014). Liquidity, Term Spreads and Monetary Policy, the Economic Journal, 51(2): 128-144.
- Aldatmaz, S., Ouimet, P., Van Wesep, E, D. (2018). The option to quit: The effect of employee stock options on turnover, Journal of Financial Economics, 127(1):136-151. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.10.007>

- Alnaif, Kh, L. (2014). Stock Liquidity Determination Evidence from Amman Stock Exchange, *Asian Economic and Financial Review*, 4(12):1894-1905.
- Amihud, Y. and Mendelson, H. (2006). Asset Pricing and the Bid-Ask Spread, *Journal of Financial Economics*, 17(2): 223-249
- Amihud, Y., Mendelson, H. (1986). Asset pricing & the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 17(2): 223-249.
- Apergis, N., Voliotis, D. (2015). Spillover effects between lit and dark stock markets: Evidence from a panel of London Stock Exchange transactions, *International Review of Financial Analysis*, 41(2): 101-106 <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.06.002>
- Ascioglu, N., A., Hegde, Sh, P., McDermott, J, B. (2004). Does Auditor Compensation Lower Market Liquidity? *Journal of Business Finance & Accounting*, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.511823>
- Banerjee, S., Gatchev, V, A., Spindt, P, A. (2007). Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(2): 369-397.
- Bhattacharya. N., Ecker, F., Olsson, P, M., Schipper, K. (2011). Direct and Mediated Associations among Earnings Quality, Information Asymmetry, and the Cost of Equity. *The Accounting Review* 87(2): 449-482.
- Bilson, C. M., Brailsford, T, J., Hooper, V, J. (2001). Selecting Macroeconomic Variables as Explanatory Factors of Emerging Stock Market Returns. *Pacific-Basin Finance Journal*, 9, 401-426.
- Blau, B, M., Griffith, T, G., Whitby, R, J. (2018). The maximum bid-ask spread, *Journal of Financial Markets*, 41(3): 1-16. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2018.09.003>
- Cenesizoglu, T., Grass, G. (2018). Bid- and ask-side liquidity in the NYSE limit order book, *Journal of Financial Markets*, 38(3):14-38. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2017.10.002>
- Chacko, G. C., Jurek, J. W., Stafford, E. (2008). The price of immediacy. *The Journal of Finance*, 63(3): 1253-1290
- Chang, K, H., Young, M, N. (2019). Behavioral stock portfolio optimization considering holding periods of B-stocks with short-selling, *Computers & Operations Research*, 112(1): 104-73. <https://doi.org/10.1016/j.cor.2019.104773>
- Chen, Y., Ge, R., Louis, H., Zolotoy, L. (2019). Stock liquidity and corporate tax avoidance. *Review of Accounting Studies*, 1-32.
- Cheng, Sh, R. (2007). A study on the factors affecting stock liquidity, *International Journal of Services and Standards*, 3(4):453-475. DOI: 10.1504/IJSS.2007.015227
- Chung, K. H., Elder, J., Kim, J. (2010). Corporate governance and liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(2): 265-291.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., Lang, L, H, P. (2003). When does corporate diversification matter to productivity and performance? Evidence from East Asia, *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(3): 365-392.
- Clarke, J., Shastri, K. (2001). Adverse Selection Costs and Closed-End Funds. " Working Paper, University of Pittsburgh.
- Collver, Ch. (2009). Measuring the impact of option market activity on the stock market: Bivariate point process models of stock and option transactions, *Journal of Financial Markets*, 12(1): 87-106. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2008.01.002>
- Dennis, P., Strickland, D. (2003). The effect of stock splits on liquidity and excess returns: Evidence from shareholder ownership composition, *Journal of Financial Research*, 26(4): 355-370.
- Dey, M, K. (2005). Turnover and return in global stock markets, *Emerging Markets Review* 6(1): 45-67. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2004.09.003>

- Fang, V, W., Noe, T, H., Tice, S. (2009). Stock Market Liquidity and Firm Value, *Journal of Financial Economics*, 94(1): 150-169.
- Gorkitiisunthorn, M., Jumreornvong, S. (2006). Insider Ownership Bid-Ask Spread and Stock Splits: Evidence from the Stock Exchange of Thailand, *International Review of Financial Analysis*.
- Grecuhina, K., Timofejeva, M. (2008). The impact of Liquidity providers on the Baltic Stock Exchange. Unpublished Bachelor Thesis, Stockholm University
- Kim, O., Verrecchia, R. E. (1994). Market liquidity and volume around earnings announcements. *Journal of Accounting & Economics*, 17(1-2): 41-67.
- Lacker, D. F., Richardson, S. A. (2004). Fees paid to audit firms, accrual choices and corporate governance, *Journal of Accounting Research*, 42(3): 625-658.
- Levine, R. (1996). Stock Market Development and Long-Run Growth, *The World Bank Economic Review* 10(2):323-39. DOI: 10.1093/wber/10.2.323
- Lyocsa, S., Molnar, P. (2017). The effect of non-trading days on volatility forecasts in equity markets, *Finance Research Letters*, 23(4): 39-49. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2017.07.002>
- Mukityanto, I. (2015). Determinant Factors of Market Liquidity in the Indonesian Equity Market, A Thesis of Doctor of Business Administration, College of Business.
- Nadauld, T. D., Sensoy, B. A., Vorkink, K., Weisbach, M, S. (2019). The liquidity cost of private equity investments: Evidence from secondary market transactions, *Journal of Financial Economics*, 132(3):158-181. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.11.007>
- Neal, R. & Wheatley, S. M. (1998). Adverse selection and bid-ask spreads: Evidence form close-end funds, *Journal of Financial Markets* 10(3): 121-149.
- Norvaisiene, R., Stankeviciene, J. (2014). Impact of Companies' Internal Factors on Stock Liquidity in Baltic Markets, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 156(26): 543-547. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.11.237>
- Peebles, G., & Wilson, P. (1996). *The Singapore Economy*, Cheltenham: Edward Elgar
- Taddei, F. (2007). Liquidity and Economic Fluctuations, *Job Market Paper*, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.943067>
- Tang, D, Y., Yan, H. (2017). Understanding transactions prices in the credit default swaps market, *Journal of Financial Markets*, 32(2): 1-27. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2016.09.005>
- Wong, W, K., McAleer, M. (2009). Mapping the Presidential Election Cycle in US stock markets, *Mathematics and Computers in Simulation*, 79(11): 3267-3277. <https://doi.org/10.1016/j.matcom.2009.05.007>

COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.

Enforced Arbitration Review of Securities Market Disputes with a Look at Arbitration Boards (Analysis of Article 36 of the Islamic Republic of Iran Securities Market Act, 2005) and a draft law on promoting the country's capital market system¹

**Abbas Ghasemi Hamed², Yousef Barari Chenari³,
Mojtaba Jahanian⁴**

Received: 2021/01/05

Accepted: 2021/05/26

Research Paper

Abstract

The legislator of our country, under Article 36 of the Securities Market Act of 2005, has put the jurisdiction of the arbitration committee to deal with disputes between capital market actors if they fail to reach agreement in the relevant committees. Which, pursuant to Article 37 of the same three-member law, which one member was elected by the President of the Judiciary and two other upon the recommendation of the Organization and approved by the Council, was not based on the consent of the parties, contrary to common law and common law. This is mandatory jurisdiction. Therefore, the parties do not have the right to agree to the contrary and to file a lawsuit with the judicial authorities and, if so, the requested authority will be disqualified. These disputes, which are subject to the mandatory jurisdiction of the arbitral tribunal, merely involve civil litigation (not disciplinary offenses) and Apart from Article 36 of the Market Law, which expresses the core competence of the Arbitration Panel, the provisions of the 43 recent laws and the 15 instruments of law development are also worth noting. In spite of the legislator's silence on the rules governing the formulation and adjudication of a stock exchange arbitration panel, compliance with the general rules of civil procedure is recommended. On the basis of which the Board has examined and issued the order. That, notwithstanding Note 5 of Article 37 of the Market Code, definitive and enforceable and enforced by the enforcement and enforcement of court rulings (Article 15 of the Development Act), concerning the ability or inability of a court to reopen and appeal. Scholars disagree. Of course, recently, the procedure for dealing with disputes in the Arbitration Board of Market Law dated 14/5/1398 has been approved by the Stock Exchange.

Key Words: Arbitration Board, Securities Market, Mandatory Jurisdiction, Conciliation Committee, Civil Disputes.

JEL Classification: K22

1. DOI: 10.22034/JSE.2020.11202.1420

2. Professor, Faculty of Law, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran.

3. PhD Student in Private Law, Shahid Beheshti University (Corresponding Author). Barari@yahoo.com

4. PhD Student in Private Law, Kharazmi University, Tehran, Iran.



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

فصلنامه بورس و اوراق بهادار، سال چهاردهم، شماره ۵۴، تابستان ۱۴۰۰، صص ۱۴۲-۱۰۹

بررسی داوری اجباری اختلافات حوزه بازار اوراق بهادار با نگاهی به آراء هیأت داوری (تحلیل ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴) و پیش نویس قانون ارتقای نظام بازار سرمایه کشور^۱

عباس قاسمی حامد^۲، یوسف براری چناری^۳، مجتبی جهانیان^۴

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۱۰/۱۶

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۳/۰۵

مقاله پژوهشی

چکیده

قانونگذار کشور ما در ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ رسیدگی به اختلافات بین فعالان حوزه بازار سرمایه را در صورت عدم حصول سازش در کمیته‌های مربوطه، در صلاحیت هیأت داوری قرار داده که به موجب ماده ۳۷ همان قانون دارای سه عضو، که یک عضو توسط رئیس قوه قضائیه و دو عضو دیگر به پیشنهاد سازمان و تأیید شورا انتخاب و برخلاف داوری‌های معمول و آنچه که در حقوق اکثر کشورها مرسوم است، مبتنی بر تراضی طرفین نبوده و این صلاحیت اجباری است. لذا طرفین حق توافق بر خلاف آن و اقامه دعوی در مراجع قضایی را ندارند و در صورت طرح، مرجع موردنظر مبادرت به صدور قرار عدم صلاحیت خواهد نمود. اختلافات مزبور که در صلاحیت اجباری هیأت داوری می‌باشد، صرفاً دعوی مدنی (نه جرائم و تخلفات انضباطی) را شامل و صرفاً از ماده ۳۶ قانون بازار که صلاحیت اصلی هیأت داوری را بیان نموده، مواد ۴۳ قانون اخیر و ۱۵ قانون توسعه ابزارها نیز شایان توجه می‌باشد. علیرغم سکوت قانونی در مورد مقررات شکلی رسیدگی و صدور رای توسط هیأت داوری بورس، تبعیت از مقررات عام آیین دادرسی مدنی در این خصوص پیشنهاد می‌گردد که این هیأت بر اساس آن رسیدگی و مبادرت به صدور رای نموده که علیرغم صراحت تبصره ۵ ماده ۳۷ قانون بازار مبنی بر قطعی و لازم‌الاجراء بودن آن و اجرای آن از طریق اجرای ثبت و اجرای احکام دادگاه‌ها (ماده ۱۵ قانون توسعه ابزارها)، در خصوص قابلیت یا عدم قابلیت اعاده دادرسی و تجدیدنظر نسبت به آن بین محققان اختلاف نظر می‌باشد. البته اخیراً آیین رسیدگی به اختلافات در هیأت داوری قانون بازار مورخه ۱۳۹۸/۵/۱۴ توسط سازمان بورس تصویب شده که شایان توجه است.

واژه های کلیدی: هیأت داوری، بازار اوراق بهادار، صلاحیت اجباری، کمیته سازش، اختلافات مدنی

طبقه بندی موضوعی: K22

DOI: 10.22034/JSE.2020.11202.1420

۲. استاد دانشکده حقوق دانشگاه شهید بهشتی

۳. دانشجوی دکتری حقوق خصوصی دانشگاه شهید بهشتی (نویسنده مسئول) Barariy@yahoo.com

۴. دانشجوی دکتری حقوق خصوصی دانشگاه خوارزمی تهران

مقدمه

امروزه اختلافات راجع به اوراق بهادار از مهمترین موضوعات داوری در بخش خدمات مالی هستند. البته بحث و اختلاف نظر در داوری این دعاوی هنگامی زیاده‌تر است که یک طرف داوری، مؤسسات فعال در زمینه اوراق بهادار، صادرکنندگان و معامله‌کنندگان آنها و طرف دیگر آن سرمایه‌گذار باشد. به طور کلی قابلیت داوری دعاوی‌ای که یک طرف آنها مصرف‌کننده که طرف ضعیف‌تر است می‌باشد، از اهمیت و پیچیدگی بیشتری برخوردار است (باقری، ۱۳۸۷، ۳۰۲). قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ کشورمان در ماده ۳۶ خود، فرآیند دو مرحله‌ای را برای رسیدگی به اختلافات حوزه بازار مزبور پیش‌بینی و داوری اجباری^۱ اختلافات را در صورت عدم حصول سازش در کانون‌ها مقرر داشته است. «اختلاف» که در لغت و زبان فارسی به معنای موافق نبودن با دیگری و ناسازگاری به کاری رفته، در اصطلاح حقوقی به ناهنجاری‌ها و ناسازگاری‌هایی گفته می‌شود که در آن جرمی واقع نشده و تنبیهات انتظامی هم در آن مطرح نیست، بلکه مدعی در آن، در پی احقاق حقی از حقوق مدنی یا تجاری خویش خواهد بود. منظور ما از اختلاف در بازار سرمایه، جنبه‌های حقوقی چنین اختلافاتی است و در واقع اختلافات مترادف دعاوی حقوقی می‌باشد. اصطلاح اختلافات به طور معمول در مقابل عبارات تخلفات و جرائم بازار سرمایه به کار می‌رود (جلالیان و شریفی، ۱۳۹۳، ۸۱).

علیرغم اینکه در اکثر نظام‌های حقوقی از جمله کشورهای که از بازار سرمایه توانمند و نظام تامین مالی قوی برخوردارند، مانند ایالات متحده آمریکا و فرانسه، مرجع اختصاصی اجباری در زمینه رسیدگی به دعاوی بازار سرمایه یافت نمی‌شود، اما در کشور ما از زمان تاسیس بورس اوراق بهادار این امر پیش‌بینی و در مواد ۲، ۱۷ و ۱۸ قانون بورس مصوب ۱۳۴۵ هیأت داوری ایجاد و در قانون بازار ۱۳۸۴ این رویه ادامه و ضمن بند ۴ ماده ۱ و مواد ۳۶ و ۳۷ و تبصره ۱ ماده ۴۳ این قانون و نیز مواد ۵ و ۱۵ قانون توسعه ابزارها و ضوابط بورس ۱۳۸۸ به آن توجه و هیأت مزبور بعنوان یک مرجع اختصاصی اجباری ارجاع اختلافات در بورس تعیین گردید. که علت آن نیز علاوه بر لزوم سرعت در رسیدگی، تخصصی بودن موضوع است که معمولاً فراتر از توانایی‌های محاکم عمومی محسوب می‌شود. نهاد اجباری رجوع به داوری در قانون بازار اوراق بهادار که صلاحیت رسیدگی آن منبث از اراده قانونگذار بوده و نه توافق طرفین و بدین جهت از آن به عنوان نوعی دادرسی شبه قضایی یاد شده و صلاحیت آن جنبه امری و ذاتی داشته و طرفین نمی‌توانند با

1. Compulsory Arbitration

توافق حق رجوع به آن را از خود سلب و رسیدگی به اختلاف را در صلاحیت مراجع قضایی قرار دهند (سوادکوهی، ۱۳۸۸، ۱۰ و ۱۴)، مورد انتقاد عده‌ای از نویسندگان کشورمان (رجب‌زاده اصطهباناتی، ۱۳۹۲، ۱۵۴) قرار گرفته و می‌نویسند: قانون بازار اوراق بهادار قانونی نیست که بتوان بدان مباحثات نمود. قانونگذار در قسمت حل اختلافات بورسی، غیرعامدانه نهادی را متولد کرده و سپس بدان پروبال داده است که به جرات می‌توان گفت در دنیای قانونگذاری بازارهای اوراق بهادار بی‌سابقه و یا حداقل بسیار کم سابقه، شاذ و نادر می‌باشد. در ایران شائبه مخالفت این مواد با قانون اساسی^۱ وجود دارد و امنیت قضایی و حقوقی و نهایتاً رغبت سرمایه‌گذاران در بورس را تحت تأثیر قرار می‌دهد. حتی می‌توان ایراد بیشتر را به موضوع تبصره ۵ ماده ۳۷ قانون بازار وارد دانست که در حکمی عجیب، امکان اعتراض به رای هیأت داوری را از طرفین سلب و آرای صادر شده از سوی هیأت داوری را قطعی و لازم‌الاجراء می‌داند.

برخلاف اجباری بودن داوری در بورس و برخی از مقررات خاص در حوزه‌های دیگر، در سایر موارد اختیاری محسوب و از جمله شیوه‌های جایگزین حل اختلاف^۲ در کنار راه‌هایی مانند مذاکره،^۳ سازش^۴ و ... می‌باشد. در شیوه‌های مزبور که معمولاً شخص ثالثی نیز مداخله دارد (Devaraja and Hiremat, 2018) و مورد تأیید همه مذاهب اسلامی هم قرار گرفته، تشریفات انعطاف‌ناپذیر قضایی رعایت نشده و دعاوی به طور معمول با هزینه کمتر و سرعت بیشتری نسبت به دادگاه‌ها خاتمه می‌یابد (هادی و حاجی‌پور، ۱۳۹۵، ۸۹-۸۸). ویژگی‌های اخیر در آثار محققین خارجی نیز تصریح شده است (H. Mnookin, 1998 - Dominic Nwankwo and Obikeze and G. Akam, 2012).

ماده ۳۶ قانون بازار مصوب ۱۳۸۴ اشعار می‌دارد: «اختلافات بین کارگزاران، بازارگردانان، کارگزار/معامله‌گران، مشاوران سرمایه‌گذاری، ناشران، سرمایه‌گذاران و سایر اشخاص ذی‌ربط ناشی از فعالیت حرفه‌ای آنها، در صورت عدم سازش در کانونها توسط هیأت داوری رسیدگی می‌شود».

۱. معتقدان به مخالفت مواد مزبور از قانون بازار با قانون اساسی به نظریه تفکیک قوا استناد می‌نمایند که مورد نظر اصل پنجاه و هفتم قانون اساسی بوده و قوای حاکم در جمهوری اسلامی را شامل قوه مقننه، قوه مجریه و قوه قضائیه دانسته است (برای مطالعه بیشتر، رجوع کنید به: هاشمی، سید محمد، حقوق اساسی جمهوری اسلامی ایران، جلد دوم، تهران، بنیاد حقوقی میزان، چاپ بیستم، زمستان ۱۳۸۷، ص ۶۶؛ قاضی (شریعت پناهی)، ابوالفضل، بایسته‌های حقوق اساسی، تهران، نشر میزان، چاپ نوزدهم، تابستان ۱۳۸۴، ص ۱۶۰ به بعد).

2. Alternative Dispute Resolution (ADR)

3. Negotiation

مذاکره فرآیندی است که دو طرف اختلاف بجای اینکه از مرجع قضایی استمداد جویند، سعی در حل و فصل آن از طریق مذاکره و گفتگو دارند و تلاش می‌کنند تا به توافق دست یابند (Fells, 2016).

4. Conciliation

سازش روشی است که طرفین با وساطت و پادرمیانی اشخاص ثالث از طریق ارائه توصیه‌های غیرالزام‌آور او در خصوص اختلافات سعی در حل مشکلات دارند. مهمترین مشخصه این روش دخالت شخص یا اشخاص ثالث می‌باشد. انواع مختلف سازش برای حل اختلافات اقتصادی و تجاری داخلی و بین‌المللی مورد استفاده قرار می‌گیرد (C. Reif, 1990-1991).

علاوه بر لزوم اشاره به این نکته که صلاحیت هیأت داوری صرفاً در امور مدنی بوده و حق رسیدگی به جرائم و تخلفات انضباطی را ندارد، اجمالاً بیان سه موضوع از ماده ۳۶ قانون مزبور برای ورود به بحث تحلیل این ماده ضروری بنظر می‌رسد.

موضوع اول: اینکه اطلاق واژه «اختلافات» مبین این مطلب است که رسیدگی به دعوای اشخاص موردنظر، اعم از اینکه سبب دعوا عمل حقوقی یا واقعه حقوقی باشد، در صلاحیت هیأت داوری بازار اوراق بهادار است. بنابراین چنانچه در اثر تقصیر حرفه‌ای یک کارگزار به کارگزار یا سرمایه‌گذاری زیان وارد شود، زیان‌دیده باید مطالبه خسارت در هیأت داوری طرح دعوا کند. تنها استثنایی که در این خصوص ملاحظه می‌شود، حکم ماده ۵۲ قانون بازار است (قربانی لاچوانی، ۱۳۸۶، ۲۵۱) که در خصوص آن اختلاف نظر وجود دارد.

موضوع دوم: تنها رسیدگی به اختلافات اشخاصی تحت شمول ماده ۳۶ قانون بازار قرار می‌گیرد که در این ماده ذکر شده است و بیان عبارت «و سایر اشخاص ذی‌ربط» در متن ماده نیز بیانگر این می‌باشد که اشخاص مذکور در ماده جنبه تمثیلی دارد نه حصری و هر شخص ذی-ربطی^۱ اعم از تحت نظارت یا غیر آن و شخص با ماهیت دولتی و یا غیر آن را دربر می‌گیرد. این در حالی است که اشخاص موردنظر قانون تأسیس بورس اوراق بهادار مصوب ۱۳۴۵ حصری بوده و وفق ماده ۱۷ آن، هیأت داوری بورس تنها «به اختلافات بین کارگزاران یا یکدیگر و به اختلافات بین فروشندگان یا خریداران یا کارگزاران ... رسیدگی می‌کند». استنباط فعلی

۱. باید توجه داشت اشخاصی که مطابق قوانین بازار سرمایه مجاز به فعالیت در این بازار هستند جزء اشخاص ذیربط محسوب می‌شوند و اختلافات میان آن‌ها در صلاحیت هیأت داوری قرار می‌گیرد. بنابراین، در شرایطی که تنها اشخاص حقوقی می‌توانند به عنوان نهاد مالی و برای مثال سیدگردان فعالیت کنند، در صورتی که یک شخص حقیقی اقدام به انعقاد قرارداد سیدگردانی و اداره اوراق بهادار دیگری نماید، قرارداد مزبور در چارچوب مقررات نیست و اختلاف حاصله نیز در صلاحیت هیأت داوری قرار نمی‌گیرد. در واقع، هیأت داوری موضوع قانون بازار به منظور تسهیل رسیدگی به اختلافات اشخاصی ایجاد شده است که تحت دامنه شمول قوانین ناظر بر بازار سرمایه قرار می‌گیرند و اشخاصی که بدون کسب مجوزهای قانونی اقدام به ارائه خدمات می‌نمایند از این مزیت بی‌بهره‌اند و باید به محاکم عمومی مراجعه نمایند. به عنوان مثال: دادنامه شماره ۹۴۱۱۰۰۰۴۱ مورخ ۱۳۹۴/۶/۱۶ هیأت داوری: «مورد ادعای خواهان ... به خواسته مطالبه کارمزد سیدگردانی و غیره ... موضوعاً از حدود صلاحیت هیأت داوری بورس منصرف است ... زیرا (۱) قرارداد سیدگردانی که خواهان به آن استناد کرده برابر مقررات بازار سرمایه خصوصاً بند ۱۷ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ و دستورالعمل تأسیس و فعالیت سیدگردان مصوب ۱۳۸۹ منعقد نگردیده است به این معنی که به حکم مقررات یادشده سیدگردان در نظر مقنن شخص حقوقی است و ... و ... چنین اختیاری برای شخص طبیعی و حقیقی قائل نشده‌اند و در قضیه فعلی نیز هیچ‌کدام از شرایط موردنظر قانونگذار رعایت نشده است و خواهان (اصیل) نه مصداق شخص حقوقی است و نه حتی به فرض امکان قانونی به نمایندگی از شخص حقوقی مجوزی برای فعالیت خود تحت عنوان سیدگردان تحصیل نموده است، بنا به مراتب قرارداد مستند ادعای خواهان از شمول مقررات ناظر بر مقررات بازار سرمایه و مالا صلاحیت هیأت داوری موضوع ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار خارج و تابع قواعد عمومی قراردادها و ماده ۱۰ قانون مدنی مصوب ۱۳۰۷ می‌باشد ...». باید توجه نمود که عمل شخص حقیقی خواهان در انجام سیدگردانی بدون اخذ مجوز از سازمان بورس جرم محسوب می‌شود (برای مطالعه بیشتر، رجوع کنید به: سلطانی، محمد، حقوق بازار سرمایه، تهران، انتشارات سمت و دانشگاه شهید بهشتی، چاپ اول، ۱۳۹۵، ص ۳۲۷ و ۳۲۸).

سازمان بورس اوراق بهادار از عبارت «و سایر اشخاص ذی ربط» مذکور در قانون بازار ۱۳۸۴ نیز، کلیه اشخاص ثالثی است که مبادرت به خرید و فروش سهام می نمایند ولو اینکه فعالیت تجاری و خرید و فروش آنان مداومت نداشته و صرفاً بر روی تعداد محدودی سهام و یا کالا و در زمان محدودی انجام یافته باشد. به عبارت دیگر، اشخاص معمولی غیر حرفه‌ای، حتی اگر یک بار اقدام به خرید و فروش سهام کرده و در این خصوص دچار اختلاف گردند، جهت حل اختلاف چاره‌ای جز مراجعه اجباری به هیأت داوری بورس اوراق بهادار ندارند (رجب‌زاده اصطهباناتی، ۱۳۹۲، ۱۹۴). البته در این خصوص نظر مخالفی هم وجود دارد که به خلاف اصل بودن رجوع به مرجع استثنایی برای حل اختلاف استناد جسته و معتقدند ماده مورد بحث در خصوص اشخاصی است که به فعالیت در بورس مداومت داشته یا عضو کانون خاصی باشند مانند کارگزاران. لذا اگر شخصی صرفاً برای یک یا چند بار اقدام به خرید و فروش در بازار بورس نماید، رسیدگی به اختلافات آنها در صلاحیت عام دادگستری است (عبدی‌پور و پارساپور و رجب‌زاده، ۱۳۸۹، ۲۴۲). تبصره ماده ۳۱ پیش‌نویس قانون ارتقای نظام بازار سرمایه کشور که در ادامه تفصیل بیشتر از آن ارائه خواهد گردید، شاید در حکمی غیر ضروری، رسیدگی به اختلافات بین اشخاص تحت نظارت و سازمان حسابرسی یا جامعه حسابداران رسمی را در صلاحیت هیأت داوری دانسته است. چرا که اشخاص مزبور نیز جزو «سایر اشخاص ذی ربط» مذکور در قانون بازار قرار گرفته و نیازی به تصریح آن نبوده اما در قسمت اخیر این تبصره که رای صادره هیأت داوری در اختلاف مورد نظر را قطعی دانسته، قابل انتقاد بوده و لازم است به مانند ماده ۴۸ این پیش‌نویس که در ادامه بررسی خواهد شد، رای مزبور نیز قابل اعتراض باشد تا حقوق احتمالی اشخاص حفظ گردد.

موضوع سوم: این نکته در خصوص مفهوم عبارت «فعالیت حرفه‌ای» مذکور در متن ماده می‌باشد. در حالی که در ماده ۱۷ قانون سال ۱۳۴۵ اختلافاتی که «از معاملات در بورس ناشی گردد»، آمده بود. لذا مقرر جدید نسبت به ماقبل آن از دامنه شمول وسیع‌تری برخوردار است. «حرفه» در لغت به معنای پیشه، صنعت، کسب و کار و جمع آن نیز حرف می‌باشد (عمید، ۱۳۸۹، ۴۵۳). «حرفه‌ای» هم به مفهوم منسوب به حرفه، پیشه‌ای و شغلی است (معین، ۱۳۸۶، ۵۸۸/۱). در یک تفسیر لفظی و با تمسک به ظاهر، «فعالیت حرفه‌ای» عملی می‌باشد که شخص آن را به عنوان شغل و حرفه‌ی خویش انجام می‌دهد. واژه «حرفه‌ای» که در دیگر مواد قانون بازار مانند بند ۶ ماده ۱ و ماده ۲۹ و نیز ماده ۱۳ قانون توسعه ابزارها نیز بکار رفته است، عملی می‌باشد که

به پیشه شخص مربوط است و صلاحیت حرفه‌ای نیز به معنای صلاحیت برای بر عهده گرفتن آن شغل خاص می‌باشد (سلطانی، ۱۳۹۲، ۲۸۰). اما مراد از «فعالیت حرفه‌ای» همانگونه که عده-ای از محققین (صادقی و صادقی مقدم و صالحی، ۱۳۹۴، ۲۵۸) نیز بیان داشته‌اند: آن دسته از فعالیت‌هایی است که یا از حیث موضوع مقوله‌ای بورسی می‌باشد یا اینکه بتوان بسته به شخص، گرچه یک مرتبه هم از سوی او به وقوع پیوسته باشد، آن را واقعه‌ای بورسی به حساب آورد. مطلب اخیر در خصوص سرمایه‌گذاران خرد یا مصرف‌کنندگان بازار سرمایه که امر سرمایه-گذاری در بورس شغل اصلی آنها نمی‌باشد، مصداق دارد. لذا هر نوع فعالیت در بورس و هرگونه خریدوفروش اوراق بهادار در این بازار فعالیت حرفه‌ای محسوب و اصولاً امکان انجام فعالیت غیرحرفه‌ای در این بازار وجود ندارد. اما اموری مانند خرید ملک توسط یک کارگزار از دیگری ولو این که برای دفتر کارگزاری باشد قابل رسیدگی در هیأت داوری نیست. همچنین اگر در راستای ایفاء تعهدات ناشی از معامله در بورس، اسناد پرداختی در اختیار فروشنده قرار گرفته اما فاقد محل باشد، رسیدگی به اختلاف مربوط به وصول طلب، در صلاحیت محاکم عمومی است.^۱ صدر ماده ۴۷ پیش‌نویس قانون ارتقای نظام بازار سرمایه کشور دایره صلاحیت هیأت داوری را توسعه داده با تصریح خود که مثبت بنظر می‌رسد، از ابهامات کاسته است. این ماده بیان داشته: «عبارت «و یا در ارتباط مستقیم با آن» پس از عبارت «ناشی از فعالیت حرفه‌ای آن‌ها» به ماده ۳۶ «قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران»، اضافه و تبصره‌های زیر به ماده مزبور الحاق می‌گردد: ...»

۱. در این خصوص دادنامه شماره ۸۶/هـ/۴۹ مورخه ۸۶/۱۲/۸ هیأت داوری شایان توجه می‌باشد که در آن برابر صورت‌حساب‌های صادره از سوی اتاق پایاپای بورس کالای کشاورزی مقدار ۱۵۰۰ تن جو و ذرت برای خواننده‌ی ردیف دوم ارسال و وجه آن به واسطه‌ی چک دریافت گردیده که با مراجعه به بانک، چک‌های مزبور به دلیل کسر موجودی با عدم پرداخت مواجه می‌گردد و بدین ترتیب خواهان محکومیت تضامنی خوانندگان به پرداخت چک‌های موضوع دعوا و خسارت تاخیر تادیه را مطالبه می‌نماید. هیأت داوری به شرح ذیل خود را صالح به رسیدگی به این دعوا نمی‌داند: «نظر به اینکه صلاحیت هیأت داوری در مادتين ۳۶ و ۴۳ قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ تصریح گردیده است و دعوای مطروحه از سوی شرکت کارگزاری (ک) به طرفیت شرکت کارگزاری (الف) مبنی بر الزام نامبردگان به تادیه تضامنی وجه چک‌ها و خسارات تاخیر تادیه به لحاظ کسری موجودی، اختلاف ناشی از فعالیت حرفه‌ای آنها، به نحوی که از ماده ۳۶ قانون یاد شده مستفاد است، نمی‌باشد و با عنایت به این که در انجام و تحقق معامله در اتاق پایاپای بورس کالای کشاورزی به سال ۱۳۸۴، که منشأ عمل حرفه‌ای طرفین معامله در بازار اوراق بهادار محسوب می‌شود، اختلافی نیست و طرفین به دلالت تضمینی متن، دادخواستی که خواهان به هیأت داوری تقدیم نموده است با موافقت یکدیگر چک‌ها را خارج از مکانیزم اتاق پایاپای قبض و اقباض نموده‌اند و این امر به مثابه اختلاف در امری خارج از بورس است، بنا به مراتب هیأت داوری توجه به خواسته و کیفیت طرح دعوا، خود را صالح به رسیدگی ندانسته و قرار رد صادر می‌نماید. این رای به موجب تبصره ۵ ماده ۳۷ قانون بازار اوراق بهادار قطعی و لازم‌الاجرا می‌باشد.»

ملاحظه می‌گردد که مقنن کشور ما در ماده ۳۶ قانون بازار رجوع به کانون سازش و سپس رسیدگی هیأت داوری را در مواقع بروز اختلاف در بازار سرمایه را مقرر داشته است. اما آنچه در این مقاله مورد بررسی قرار می‌گیرد، رسیدگی هیأت داوری می‌باشد. لذا در این مقاله ابتدا خصیصه اجباری بودن صلاحیت هیأت داوری سپس تشکیلات هیأت مزبور بررسی و در ادامه موضوعات قابل رسیدگی در این هیأت و نحوه رسیدگی هیأت داوری و صدور رای مطالعه شده و نتیجه‌گیری ارائه خواهد شد. لازم به ذکر است که آیین رسیدگی به اختلافات در هیأت داوری مصوب ۱۳۹۸ سازمان بورس و پیش‌نویس قانون ارتقای نظام بازار سرمایه کشور که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تنظیم و جهت تصویب آن به عنوان قانون، در حال سیر مراحل کارشناسی بوده و مواد ۳۱، ۴۷، ۴۸، ۴۹، ۵۰، ۵۱، ۵۲ و ۵۳ خود را به داوری اختصاص داده نیز مورد بررسی قرار می‌گیرد.

خصیصه اجباری بودن صلاحیت هیأت داوری

همانطور که گفته شد، در کشور ما، در مواقع بروز اختلاف بین بازیگران بازار سرمایه، در صورت عدم حصول سازش بین طرفین در کانون مربوطه و صدور گواهی عدم سازش، هیأت داوری دارای صلاحیت اجباری بوده و به اختلافات طرفین رسیدگی و مبادرت به صدور رای می‌نماید. لذا علی‌القاعده اگر این دعوا در مرجع قضایی مطرح گردد، شعبه مربوطه باید قرار عدم صلاحیت به شایستگی هیأت داوری صادر نماید.^۱ البته صلاحیت اجباری هیأت داوری موضوع ماده ۳۶ قانون بازار، نافی امکان تراضی طرفین جهت ارجاع اختلاف خود به داوری توافقی موضوع مواد ۴۵۴ قانون آیین دادرسی مدنی مصوب ۱۳۷۹ نمی‌باشد. چراکه وفق ماده ۴۹۶ قانون اخیر، تنها دعوای ورشکستگی و دعوای راجع به اصل نکاح، فسخ آن، طلاق و نسب قابل ارجاع به داوری نیست و با وجود اینکه مقنن در مقام بیان بوده، نامی از اختلافات احتمالی بازار سرمایه و حوزه‌های دیگر نبرده است لذا ماده ۳۶ قانون بازار تنها بیانگر سلب صلاحیت دادگستری در رسیدگی به اختلافات بازیگران بازار سرمایه می‌باشد و در صورت مطرح شدن نیز باید قرار عدم صلاحیت به

۱. البته وفق ماده ۲۸ قانون آیین دادرسی مدنی مصوب ۱۳۷۹، بعد از صدور قرار عدم صلاحیت توسط مرجع قضایی، پرونده مستقیماً از مرجع فوق به مرجع صالح یعنی هیأت داوری ارسال نشده بلکه به دیوان عالی کشور ارسال می‌گردد. از سویی دیگر، وفق تبصره ماده ۳۳ آیین رسیدگی به اختلافات در هیأت داوری، هرگاه هیأت داوری خود را صالح به رسیدگی نداند، مبادرت به صدور قرار عدم صلاحیت نموده و با توجه به عدم امکان ارسال پرونده به مراجع صالح، خواهان جهت مراجعه به مراجع مزبور، ارشاد می‌گردد.

شرحی که گفته شد، صادر نماید اما ارجاع دعاوی به داوران توافقی وفق مقررات عام ممکن می‌باشد. این عقیده مورد تأیید برخی از نویسندگان (یمرلی، ۱۳۸۹، ۴۰۱؛ سوادکوهی، ۱۳۸۸، ۱۴) نیز قرار گرفته و بدیهی است در صورت عدم امکان اجرای تراضی طرفین به رجوع به داوری توافقی، کمیته سازش و هیأت داوری بازار اوراق بهادار صالح به رسیدگی می‌باشند. برخی دیگر از محققین نیز معتقدند ارجاع داوری اختیاری اختلافات بازار سرمایه در صورتی که یک طرف آن سرمایه‌گذار باشد، بیشتر مورد بحث است زیرا سرمایه‌گذار در این بازار مصرف‌کننده محسوب شده و دولت‌ها بطور کلی در تلاشند از مصرف‌کننده (سرمایه‌گذار) به ویژه در چنین بازارهای حساس و دارای قوانین و مقررات و الگوی رفتاری پیچیده‌ای حمایت کنند. بر همین مبنا بوده که عدم قابلیت داوری اختیاری دعاوی اوراق بهادار در انگلستان مطرح گردید اگرچه امروزه رویه در این کشور به سمت پذیرش آن پیش می‌رود در کانادا هم علیرغم عدم منع صریح قانونی، دادگاه‌های این کشور به دلیل ملاحظات مربوط به نظم عمومی و رعایت منافع عامه این دعاوی را غیرقابل داوری می‌دانستند که این رویه در حال تغییر بوده و در سایر کشورها نیز کم‌کم پذیرفته شده که این دعاوی قابل ارجاع به داوری می‌باشند (سیدی، ۱۳۹۲، ۹۵ و ۱۰۳).

از نظر تطبیقی؛ کشور آمریکا به طور کلی در زمینه توجه به داوری پیشگام بوده و این امر ابتدا در دعاوی مربوط به بورس اوراق بهادار و حقوق رقابت شروع شده و سپس به حوزه‌های دیگر گسترش یافته و در این خصوص، توجه به دعوی Wilko v. Swan مربوط به تقلب و نقض ماده (۲) قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳^۱ شایان توجه بوده است (T. Guzman, 2000)؛ طباطبائی‌نژاد، ۱۳۹۴، ۲۸۴). در ایالات متحده که قوانین زیادی در مورد معاملات مربوط به سرمایه‌گذاری وجود دارد، واگذار کردن دعاوی مربوط به اوراق بهادار به نظام خصوصی حل و فصل اختلافات ابتدائاً با مخالفت‌های زیادی همراه بود. از نظر دیوان عالی این کشور این دعاوی را نمی‌توان به داوری ارجاع داد، زیرا ممکن است مقررات اوراق بهادار به درستی به اجرا در نیاید و بی‌اثر شوند. قانون اوراق بهادار سال ۱۹۳۳ اسقاط حق مراجعه به دادگاه توسط سرمایه‌گذار نسبت به دعاوی تقلب در اوراق بهادار را ممنوع کرد. بدین ترتیب قاعده عدم اسقاط به دادگاه‌های فدرال اجازه داد که شکایات تقلب در اوراق بهادار را بدون در نظر گرفتن توافقات پیش از حدوث اختلاف طرفین بر داوری یا تعیین مرجع صالح و یا قانون حاکم، مورد

1. Securities Act of 1933

رسیدگی قرار داده و حتی این مقررات را نسبت به طرفینی که در خارج از ایالات متحده می- باشند، اعمال نمایند. در پرونده Wilko v. Swan دیوان عالی ایالات متحده توافق طرفین بر داوری در مورد اختلافات ناشی از معامله اوراق بهادار را نپذیرفت. اصل عدم قابلیت داوری در ایالات متحده برای چندین سال بدون ایراد و اعتراض بود اما کم کم دیدگاه مدافع داوری جانشین آن شد. اولین نشانه‌های دیدگاه جدید هنگامی پدیدار گشت که دیوان عالی فدرال ایالات متحده در پرونده Scherk v. Alberto-Culver Co. موضوع اعتبار قراردادهای خصوصی داوری در اختلافات مربوط به اوراق بهادار را دوباره مورد بررسی قرار داد. اکثریت اعضای دیوان در این پرونده رای دادند که قراردادهای داوری در دادگاههای فدرال باید لازم‌الاجرا شناخته شوند. دیوان بیان داشت وجود یک قرارداد واقعا بین‌المللی می‌تواند منجر به پذیرش داوری اختلافات مربوط به نقض مقررات مربوط به اوراق بهادار که به طور کلی داوری در آنها راه ندارد، گردد. دیوان اعلام کرد که امتناع از لازم‌الاجرا شناختن شرط داوری نه تنها به یک طرف اجازه می‌دهد که تعهدش به داوری را زیرپا بگذارد بلکه منعکس کننده این تفکر کوتاه‌بینانه است که کلیه اختلافات باید طبق قانون ما و در دادگاههای ما مورد رسیدگی قرار گیرد. در کشور مزبور، رای پرونده شیرسون/امریکن اکسپرس اینکورپوریشن علیه مک ماهون تحولی در جهت پذیرفتن قابلیت داوری اختلافات مربوط به اوراق بهادار محسوب می‌شود. در این پرونده دیوان عالی ایالات متحده به روشنی بیان داشت که توافقات قبل از حدوث اختلاف طرفین بر مراجعه به داوری برای حل و فصل اختلافات مربوط به اوراق بهادار کاملاً لازم‌الاجرا می‌باشند. دیوان اظهار داشت چنانچه توافق قبلی بر ارجاع اختلافات ذیل بخش (ب) ۱۰ قانون اوراق بهادار ۱۹۳۴ به داوری وجود داشته باشد، می‌توان به این دعاوی در داوری رسیدگی کرد. تنها اندکی بعد از آن دیوان به صراحت استدلال ویلکو را کنار گذاشت و عنوان کرد که توافقات پیش از حدوث اختلاف طرفین بر ارجاع اختلافات مشمول قانون اوراق بهادار به داوری، لازم‌الاجرا هستند. این پرونده‌ها از این جهت اهمیت دارند که تغییر رویه دیوان عالی ایالات متحده آمریکا را منعکس می‌کنند (باقری، ۱۳۸۷، ۳۱۱-۳۰۴؛ I. Jalili, 1975 - Gross, 2016). موضوع داوری مورد توجه بخش ۹، ۱۵A و ۱۹ قانون بورس اوراق بهادار ۱۹۳۴^۱ نیز قرار گرفته است. امروزه بورس‌های آمریکا در صورت حصول توافق برای ارجاع

1. Securities Exchange Act of 1934

اختلاف به داوری، دارای بخش ویژه داوری می‌باشند و در همین راستا، از سال ۲۰۰۷ به بعد کلیه اختلافات مزبور در صورتی که طرفین به داوری تمایل داشته باشند، به فینرا ارجاع می‌شود و از طریق سیستم داوری فینرا^۱ حل و فصل می‌گردد (رجب‌زاده اصطهباناتی، ۱۳۹۲، ۱۳۷). قانونگذار کشور آلمان داوری اختیاری اختلافات مربوط به حوزه بازار سرمایه را مقرر نموده و بخش ۹ قانون معاملات اوراق بهادار^۲ مصوب ۱۹۹۸ و اصلاحی ۲۰۰۷ به توافق‌نامه داوری تصریح و علیرغم اینکه دادگاههای حقوقی در خصوص اختلافات بورس این کشور صلاحیت دارند، ماده 37h آن نیز بیان داشته که توافق‌نامه داوری تنظیمی بین اشخاص در خصوص اختلافات حقوقی آینده آنان در رابطه با خدمات سرمایه‌گذاری، معاملات آتی و ... در صورتی که طرفین دعوا مطابق قانون تجارت تاجر محسوب شوند، معتبر خواهد بود. یعنی مشابه آنچه که در قانون آئین دادرسی مدنی مصوب ۱۳۷۹ کشور ما آمده است. موضوع رسیدگی به اختلافات اشخاص در بورس استرالیا، در ماده 12GF قانون کمیسیون سرمایه‌گذاری و اوراق بهادار این کشور مصوب ۲۰۰۱^۳ پیش‌بینی شده است. برخلاف ایران، در استرالیا به عنوان یک قاعده کلی، رسیدگی به اختلافات حوزه بازار اوراق بهادار این کشور، در دادگاهها رسیدگی می‌گردد لیکن متاثر از گسترش سایر مکانیزم‌های حل و فصل اختلافات، در بازارهای مالی این کشور نیز از نهاد داوری، میانجیگری و سازش به عنوان یک شیوه جایگزین استفاده می‌شود. به موجب ماده L621-19 قانون مالی و پولی^۴ فرانسه، با درخواست هر یک از فعالان بازار سرمایه، مرجع ناظر می‌تواند برای حل و فصل اختلافات بین فعالان بازار از شیوه‌های جایگزین حل و فصل اختلافات همچون میانجیگری استفاده نماید. همچنین به موجب ماده ۳۷۹ قانون خدمات و بازارهای سرمایه مالزی مصوب ۲۰۰۷^۵ فعالان بازار سرمایه الزامی به ارجاع دعوی خود به داوری یا میانجیگری ندارند (میرزایی منفرد، ۱۳۹۰، ۲۳۱).

در انگلستان هم اختلافات ناشی از بورس اوراق بهادار مشابه دیگر دعاوی در صلاحیت دادگاه‌ها و مراجع قضایی است؛ لیکن طرفین چنانچه مایل باشند، می‌توانند از دیگر روش‌های

۱. برای مطالعه بیشتر در خصوص تشکیلات فینرا و شرایط داوران عضو آن، رجوع کنید به: رجب‌زاده اصطهباناتی، علیرضا، ماهیت حقوقی و روش‌های حل و فصل دعاوی در بازار اوراق بهادار، تهران، انتشارات بورس، چاپ اول، ۱۳۹۲، ص ۱۳۷؛ نورانی مقدم، سید یونس و عیوضی، اعظم، انواع دعاوی و شیوه‌های رسیدگی در بازار سرمایه ایران و آمریکا، مجله مطالعات حقوق تطبیقی، دوره ۷، شماره ۱، ۱۳۹۵، ص ۳۶۱.

2. Securities Trading Act

3. Australian Securities and Investments Commission Act 2001

4. MONETARY AND FINANCIAL CODE

5. Capital Markets And Services Act 2007

حل اختلاف نیز استفاده کنند. یکی از اهداف تصویب قانون بازارها و خدمات مالی این کشور مصوب ۱۳۰۰^۱ نیز، ایجاد واحدهای داوری و شیوه جبران خسارت است. لذا روش اخیر در کنار دادخواهی از طریق بازرس قانونی آمبودزمن^۲، دادخواهی از طریق میانجی‌گری، دادخواهی از طریق طرح غرامت خدمات مالی، دادخواهی از طریق اقدام قضایی و دادخواهی از طریق اقدام توسط FSA^۳ (مرجع خدمات مالی) از جمله گزینه‌های جبران خسارت می‌باشد (رجب‌زاده اصطهباناتی، ۱۳۹۲، ۱۳۹). البته قوانین زیادی در این کشور وجود دارد که به دنبال محدود کردن قابلیت داوری برخی از اختلافات راجع به سرمایه‌گذاری که سرمایه‌گذار در آنها مشتری محسوب می‌گردد، می‌باشند. برای مثال می‌توان طبق قانون داوری قراردادهای مصرف‌کننده ۱۹۸۸، قانون شروط قراردادی ناعادلانه ۱۹۷۷ یا مقررات مربوط به شروط ناعادلانه در قراردادهای مصرف‌کننده ۱۹۹۴، شروط داوری خاصی را در قراردادهای سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار که توسط اشخاص خصوصی منعقد شده‌اند غیرلازم الاجرا اعلام کرد (باقری، ۱۳۸۷، ۳۰۶).

تشکیلات هیأت داوری

به موجب ماده ۳۷ قانون بازار، هیأت داوری متشکل از سه عضو می‌باشد. در ادامه این ماده موضوعی قابل انتقاد بیان شده که هیچ تشابهی با داوری معمول ندارد. توضیح آنکه برخلاف داوری معمول که داور رسیدگی‌کننده به اختلاف توسط طرفین انتخاب می‌شوند، به موجب ماده فوق، اعضای هیأت داوری بدین ترتیب انتخاب می‌گردند: یک عضو هیأت توسط رئیس قوه قضاییه از بین قضات باتجربه و دو عضو از بین صاحب‌نظران در زمینه‌های اقتصادی و مالی به پیشنهاد سازمان و تأیید شورا به اختلافات رسیدگی می‌نماید. در حالی که ماده فوق شرط «باتجربه» بودن را برای نماینده قوه قضاییه کافی دانسته است، ماده ۱۷ قانون تأسیس بورس اوراق بهادار مصوب ۱۳۴۵ مقرر می‌داشت که نماینده اصلی و علی‌البدل وزارت دادگستری باید از بین رؤساء شعب و یا مستشاران دیوان عالی کشور انتخاب گردند. دو عضو دیگر قانون ۱۳۴۵ نیز متشکل از یک نفر نماینده شورای بورس و یک نفر نماینده مشترک اتاق صنایع و معادن ایران

1. Financial Services and Markets Act 2000

2. Financial Ombudsman Service (FOS)

3. Financial Services Authority (FSA)

و اتاق بازرگانی تهران بودند. ملاحظه می‌گردد که در قانون اخیر، شرط «صاحب‌نظر بودن در زمینه‌های اقتصادی و مالی» برخلاف قانون ۱۳۸۴، لازم نبوده است. ایراد موردنظر در پیش‌نویس قانون ارتقای نظام بازار سرمایه کشور تکرار شده چرا که تبصره ۶ ماده ۴۸ آن، ترتیبات تعیین اعضای اصلی و علی‌البدل شعب هیأت داوری را به مانند قانون بازار ۱۳۸۴ دانسته است. لذا لازم است تا این تبصره تغییر نموده و فاقد ایرادات قانون ۱۳۸۴ گردد. اما ترکیب اعضای هیأت تجدیدنظر مذکور در ماده ۴۹ این پیش‌نویس کم‌اشکال‌تر بنظر می‌رسد و بیان داشته اعضای قضایی هیأت باید از بین قضات دیوان عالی کشور باشد. متن این ماده چنین است: «هیأت تجدیدنظر داوری، متشکل از پنج عضو می‌باشد که دو عضو آن توسط رئیس قوه قضائیه از بین قضات دیوان عالی کشور و سه عضو آن به پیشنهاد سازمان و تأیید شورا از بین صاحب‌نظران مالی و حقوقی دارای تجربه مرتبط، انتخاب می‌شوند. مدت مأموریت اعضای هیأت تجدیدنظر چهار سال می‌باشد و انتخاب مجدد آنان حداکثر برای یک دوره دیگر بلامانع است. بودجه هیأت تجدیدنظر در قالب بودجه سازمان منظور و پرداخت می‌شود.» در ادامه در تبصره این ماده انتخاب اعضای هیئت مدیره سازمان، مدیران و کارکنان بورس‌ها، شرکت‌های سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه و شرکت‌هایی که سازمان در آن سهام دارد، به عنوان اعضای هیئت تجدیدنظر داوری، ممنوع دانسته است.

با توجه به سکوت مقنن، وفق اصول کلی باید گفت اعضای هیأت داوری قابل عزل در هر زمانی توسط مرجع انتخاب‌کننده بوده و خود آنها نیز می‌توانند از سمت خود استعفا دهند. ماده ۵۵ آیین رسیدگی به اختلافات در هیأت داوری مصوب ۱۳۹۸ نیز مقرر داشته است: «در صورت برکناری، فوت و یا استعفای هر یک از اعضای غیرقضایی هیأت، عضو یا اعضای جدید، حداکثر ظرف مدت پانزده روز توسط سازمان به شورا معرفی می‌شوند.»

ریاست هیأت داوری با عضو منصوب قوه قضائیه است (تبصره ۱ ماده ۳۷ قانون بازار). به موجب ماده ۳۷ قانون بازار، علاوه بر اعضای اصلی، هیأت دارای اعضای علی‌البدل نیز می‌باشد که رئیس قوه قضائیه و سازمان با تأیید شورا هر یک، عضو علی‌البدل که باید همان شرایط عضو اصلی را داشته باشد، تعیین و معرفی می‌نمایند تا در صورت غیبت عضو اصلی مربوط در هیأت داوری شرکت نماید. نکته قابل انتقاد اینکه برخلاف عضو اصلی منتخب قوه قضائیه که توسط ریاست محترم این قوه انتخاب می‌گردد، ماده موردبحث، برای تعیین عضو علی‌البدل منتخب قوه مزبور را، نیاز به پیشنهاد رئیس قوه قضائیه و تأیید شورای بورس دانسته که این امر علاوه بر

اینکه دون شأن ریاست قوه قضاییه می‌باشد، تکالیف متفاوت قانونی برای دو موضوع مشابه موجب تعجب می‌باشد. حتی برخی با این استدلالات معتقدند تأیید شورای بورس در تعیین عضو اصلی و علی‌البدل قوه قضاییه توسط رئیس این قوه جایگاهی ندارد (رامین، ۱۳۹۲، ۱۸۱). ایراد دیگر وارد بر این مقرر اینست؛ مقنن تنها به غیبت عضو اصلی به عنوان علت حضور عضو علی‌البدل اشاره داشته و موارد دیگری چون ارتباط خویشاوندی یک از اعضای اصلی با طرفین اختلاف یا ذینفع بودن داور را به سکوت برگزار نموده که این نقص به موجب ماده ۵ آیین رسیدگی به اختلافات در هیأت داور مصوب ۱۳۹۸ سازمان بورس رفع شده و موارد دیگری را نیز اضافه نموده‌اند. بدین ترتیب: سلب شرایط یا کشف فقدان یکی از شرایط نسبت به عضو اصلی، عذر یا غیبت موجه، فوت یا استعفاء عضو اصلی، وجود جهات مندرج در ماده ۹۱ قانون آیین داری مدنی، مورد تردید بودن بی‌طرفی عضو اصلی و جهات رد اعضای هیأت داور نیز مطابق ماده ۹۱ قانون آیین داری مدنی مصوب ۱۳۷۹ است (ماده ۳۴ مقرر اخیر).

برخلاف قانون سابق که مهلت خاصی برای انجام ماموریت اعضای هیأت داور تعیین نکرده بود و ظاهراً این امر بسته به نظر مقام منصوب‌کننده داشته است، وفق تبصره ۲ ماده ۳۷ قانون بازار ۱۳۸۴، مدت ماموریت همه اعضا اعم از اصلی و علی‌البدل دو ساله بوده که تا دو دوره قابل تمدید است. یعنی مدت عضویت هر عضو حداکثر شش سال می‌باشد. سازمان مکلف است حداقل یک ماه قبل از انقضاء مدت ماموریت هر عضو غیرقضایی، عضو پیشنهادی خود را از بین افراد فاقد محکومیت قطعی انضباطی در پنج سال گذشته و نیز فاقد محکومیت موثر کیفری به شورا معرفی نماید (ماده ۴ آیین رسیدگی به اختلافات در هیأت داور مصوب ۱۳۹۸ سازمان بورس). مدت مزبور برای اعضای هیأت تجدیدنظر داور به شرح ماده ۴۹ پیش‌نویس که بیان شد، ۴ سال است که مناسب‌تر بنظر می‌رسد. اعضای هیأت داور در قبال فعالیت خود حق الزحمه دریافت می‌کنند که تعیین آن به موجب بند ۱۲ ماده ۴ قانون بازار، به‌مانند تعیین اعضای غیرقضایی هیأت، با شورای عالی بورس می‌باشد و وفق تبصره ۴ ماده ۳۷، بند ۶ ماده ۴ و بند ۱۵ ماده ۷ قانون مورد بحث، در قالب بودجه هیأت داور به عنوان بخشی از بودجه سازمان توسط این شورا با پیشنهاد سازمان به تصویب می‌رسد. این موضوع برای اعضای هیأت تجدیدنظر داور در قسمت اخیر ماده ۴۹ پیش‌نویس قانون ارتقای نظام بازار سرمایه کشور آمده است.

تبصره ۳ ماده ۳۷ قانون بازار به شکل مختصر، تنها بیان داشته: «هیأت داور دارای دبیرخانه‌ای است که در محل سازمان تشکیل می‌گردد.» اما در مورد شرح وظایف و تکالیف

دبیرخانه سخنی به میان نیاورده است. اما ماده ۲ آیین رسیدگی به اختلافات در هیأت داوری مصوب ۱۳۹۸ سازمان بورس، مدیریت امور اداری و غیرقضایی فرآیند رسیدگی به اختلافات را بر عهده دبیرخانه قرار داده است. در حال حاضر به منظور ایفای صحیح و دقیق وظایف محول هیأت داوری، دبیرخانه دارای چندین کارشناس، کارمند اداری و دفتری و مامور ابلاغ است که زیر نظر دبیر هیأت به عنوان رئیس دبیرخانه انجام وظیفه می کنند (میرزایی منفرد، ۱۳۹۰، ۹۴). این امر در تبصره ماده ۲ مصوبه اخیر نیز تصریح شده و ماده ۳ نیز اهم وظایف دبیر را برشمرده است. بدین ترتیب: صدور دادنامه در قالب قرار رد دادخواست در موارد پیش‌بینی شده، صدور ابلاغیه و اخطاریه، حضور مشورتی در جلسات دادرسی هیأت داوری با تشخیص رئیس هیأت، اظهارنظر مشورتی در پرونده‌هایی که توسط هیأت داوری بدین منظور ارجاع می شود و تبیین و راهنمایی در خصوص نحوه اجرای دادنامه‌های صادره توسط هیأت داوری در قالب مکاتبه با مراجع اجرا.

موضوعات قابل رسیدگی در هیأت داوری

در صورتی که شخصی یا نماینده وی^۱ مطابق مقررات رسیدگی به امری را از مرجعی تقاضا نموده باشد آن مرجع در صورتی که قانون آن را صالح دانسته باشد، مکلف به رسیدگی است در غیر این صورت مبادرت به صدور قرار عدم صلاحیت می نماید. این تکلیف به رسیدگی از این امر ناشی می شود که مقتن مرجع خاصی را شایسته رسیدگی به ادعای فوق و تمیز محق از بی حق تشخیص داده است. بنابراین صلاحیت را قانون تعیین می کند (Lenhof, 1964) چنانکه این موضوع به صراحت در اصل یکصد و پنجاه و نهم قانون اساسی نیز آمده و مراجعه به مراجع دیگر غیر از دادگستری (مثل هیأت داوری قانون بازار اوراق بهادار که از مراجع شبه قضایی^۲ محسوب می شود) نیز به تأیید و امضای قانونگذار مجاز است (موحدیان، ۱۳۹۱، ۱۹).

۱. وفق مواد ۱۷ و ۱۸ آیین رسیدگی به اختلافات در هیأت داوری مصوب ۱۳۹۸ سازمان بورس، برای رسیدگی اختلاف در هیأت داوری، هر یک از طرفین می توانند حداکثر دو وکیل که واجد شرایط قانونی راجع به وکالت در دادگاه‌ها باشد، برای خود معرفی نمایند. البته این امر نافی حق معرفی نماینده حقوقی توسط سازمان‌ها، نهادها، مؤسسات، شرکت‌ها و سایر اشخاص حقوقی دولتی و عمومی غیردولتی نمی باشد (ماده ۱۹ همان مصوبه).

۲. مراجع شبه قضایی یا غیرقضایی یا قضایی غیردادگستری مراجعی هستند که عزل و نصب قضات آنها کلاً یا جزاً به عهده قوه مجریه باشد و خارج از اختیارات قوه قضاییه است. همانگونه که پیش تر مطالعه شد، یک نفر از اعضای هیأت داوری بازار اوراق بهادار وفق ماده ۳۷ این قانون توسط قوه قضاییه و دو نفر دیگر با پیشنهاد سازمان و تأیید شورا می باشد که از نظر سلسله مراتب، جزئی از قوه مجریه محسوب می گردند. بنابراین هیأت داوری بازار اوراق بهادار مرجعی شبه قضایی است.

اگرچه صلاحیت اصلی و اولیه هیأت داوری بورس را ماده ۳۶ قانون بازار مورد توجه قرار داده، اما مواد دیگر قانونی نیز صلاحیت‌های دیگری برای آن در نظر گرفته‌اند. که مولفان (رجب‌زاده اصطهباناتی، ۱۳۹۲، ۲۰۲) از آن تحت عنوان «صلاحیت‌های اضافی یا ثانویه» یاد کرده‌اند. مانند: ماده ۱۵ قانون توسعه ابزارها که صلاحیت رسیدگی به دعاوی عدم پرداخت سود توسط ناشران اوراق بهادار را به این هیأت داده، ماده ۴۳ قانون بازار که هیأت داوری را صالح به رسیدگی دعاوی ناشی از عرضه اولیه دانسته، در صورتی که اختلافات حرفه‌ای ناشی از ارتکاب بزه نیز باشد، پس از صدور رای مرجع قضایی کیفری، وفق ماده ۵۲ قانون بازار هیأت داوری صالح به رسیدگی بوده که پیش‌تر برخی از آنها اجمالاً بررسی گردید.

در خصوص محدوده صلاحیت هیأت داوری بازار اوراق بهادار نیز باید گفت؛ با تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴ و تغییر و تحول در کل ساختار بازار، هیأت‌های داوری بورس‌های اوراق بهادار، فلزات و کشاورزی منحل و صلاحیت آنان به موجب مواد ۳۶ و ۳۷ قانون بازار به یک هیأت داوری محول شد. همچنین هیأت مزبور دارای صلاحیت ملی بوده و با تصویب مواد ۳۶ و ۳۷ قانون بازار مصوب ۱۳۸۴، از حکم عام مندرج در ماده ۱۱ قانون آئین دادرسی دادگاه‌های عمومی و انقلاب (در امور مدنی) مصوب ۱۳۷۹ خروج موضوعی پیدا کرده و به لحاظ وحدت و یگانگی هیأت فوق و استقرار آن در تهران، احکام صلاحیت محلی بر این مرجع بار نمی‌شود و دعوای فعالان بازار در سراسر کشور فارغ از صلاحیت محلی الزاماً در این هیأت طرح خواهد شد^۱ (میرزایی منفرد، ۱۳۹۰، ۱۵۰-۱۴۹).

با توجه به ماده ۳۶ قانون بازار به عنوان منبع تعیین صلاحیت اصلی و اولیه هیأت داوری است، همانگونه که سابقاً بررسی شد، برای صالح به رسیدگی بودن هیأت داوری بازار اوراق بهادار وفق آن ماده، سه شرط لازم می‌باشد:

شرط اول: آنچه در هیأت داوری مورد رسیدگی واقع می‌شود، اختلافات تجاری و مدنی می‌باشد نه رسیدگی به ادعاهای کیفری یا تقاضاهای اعمال ضمانت‌اجراهای انضباطی. چراکه رسیدگی به جرائم در صلاحیت مراجع قضایی و اعمال ضمانت‌اجراهای انضباطی نیز با مراجعی غیر از هیأت داوری است.

۱. این موضوع که هیأت داوری تنها در تهران مستقر بوده و تمام دعاوی در سراسر کشور در آن مطرح گردد، علاوه بر اینکه موجب ازدحام پرونده‌ها و اطاله رسیدگی در این مرجع می‌گردد، با اصل صلاحیت رسیدگی توسط مرجع حوزه اقامتگاه خواننده که منطبق با اصل برائت بوده و مورد پذیرش عقل و منطق نیز است، منافات داشته و موجب می‌گردد که خوانندگان مقیم نقاط دوردست کشور با اقامه دعوی توسط خواهان در هیأت داوری، مسیر طولانی تا پایتخت را پیمایند که خود راه را برای سوءاستفاده اشخاص باز می‌کند.

شرط دوم: هیأت داوری تنها در صورتی به ادعای شخصی رسیدگی و مبادرت به صدور رای می‌نماید که اختلاف بین فعالان حوزه بازار سرمایه باشد.

شرط سوم: هیأت داوری بازار اوراق بهادار تنها به اختلافات ناشی از «فعالیت حرفه‌ای» رسیدگی می‌کند و چنانچه بین فعالان بازار سرمایه اختلافاتی غیر از آنچه که منشأ آن «فعالیت حرفه‌ای» است رخ دهد، حل و فصل آن اختلافات در صلاحیت هیأت داوری نبوده و مشمول مقررات عمومی و قواعد صلاحیت در قانون آیین دادرسی مدنی و کیفری بوده و حسب مورد، در صلاحیت دادگاه‌های مختلف حقوقی یا کیفری دادگستری یا مراجع اختصاصی خواهد بود.^۱

مطالعه تفصیلی شرط دوم و سوم سابقا در این مقاله بررسی گردید لذا از تکرار مطالب پرهیز می‌نمایم. توجه به ماده ۹ آیین رسیدگی به اختلافات در هیأت داوری مصوب ۱۳۹۸ سازمان بورس نیز در این خصوص مفید بنظر می‌رسد که بیان داشته: «هیأت می‌تواند به کلیه دعاوی مالی که به طور مستقیم یا غیرمستقیم ناشی از فعالیت حرفه‌ای باشند رسیدگی نماید.» و ماده ۱۰ همین مصوبه نیز در ادامه، هیأت داوری را صالح به رسیدگی به دعاوی ناشی از فعالیت حرفه‌ای

۱. رویه فعلی هیأت داوری نیز بر همین امر استوار بوده و اختلافاتی که خارج از موضوع فعالیت حرفه‌ای بازیگران بازار اوراق بهادار بوده و به داوری ارجاع شده باشد، با صدور قرار عدم صلاحیت روبرو شده است. هیأت داوری به لحاظ عدم ارتباط دعوی با فعالیت حرفه‌ای، در مواردی مانند درخواست صدور حکم به پرداخت وجه چک ناشی از معاملات بورسی را فاقد وصف فعالیت حرفه‌ای دانسته و به عدم صلاحیت خویش رای داده است. مانند: به تاریخ ۸۹/۱۲/۸ دادنامه شماره ۸۶/هـ/۴۹ «گردش کار»: آقای خ به نمایندگی از شرکت کارگزاری (ک) به طرفیت آقای (ش) و شرکت کارگزاری (الف) به خواسته محکومیت تضامنی خواندگان به پرداخت وجه ۵ فقره چک جمعا به مبلغ ... ریال از حساب جاری شماره ... متعلق به خوانده ردیف دوم (شرکت کارگزاری الف) که توسط خوانده ردیف اول به عنوان قائم مقام قانونی صادرکننده چک‌ها، در وجه شرکت خواهان صادر گردیده، طرح دعوی کرده است و خواهان به شرح مفاد متن دادخواست اعلام داشته برابر صورت حساب‌های صادره از سوی اتاق پایاپای بورس کالای کشاورزی مقدار ۱۵۰۰ تن جو و ذرت به ارزش ... ریال جهت خوانده ردیف دوم ارسال و چک‌های فوق‌الذکر را دریافت نموده است که با مراجعه به بانک مربوطه همگی چک‌ها به دلیل کسر موجودی یا عدم پرداخت مواجه گردیده و نامبرده اضافه نموده که علاوه بر محکومیت تضامنی خواندگان به پرداخت پنج فقره چک‌های استنادی خواندگان به صورت تضامنی، به خسارت تاخیر طبق شاخص بانک مرکزی نیز محکوم شوند. هیأت داوری پس از ملاحظه سوابق و درخواست مطروح از سوی خواهان و انجام شور کافی در قضیه، به شرح ذیل اتخاذ رای می‌نماید. رای هیأت داوری: نظر به اینکه صلاحیت هیأت داوری در مادتين ۳۶ و ۴۳ قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ تصریح گردیده است و دعوی مطروحه از سوی شرکت کارگزاری (ک) به طرفیت شرکت کارگزاری (الف) مبتنی بر الزام نامبردگان به تادیه تضامنی وجه چک‌ها و خسارات تاخیر تادیه به لحاظ کسری موجودی، اختلاف ناشی از فعالیت حرفه‌ای آنها به نحوی که در ماده ۳۶ قانون یاد شده مستفاد است، نمی‌باشد و با عنایت به اینکه در انجام و تحقق معامله در اتاق پایاپای بورس کالای کشاورزی به سال ۱۳۸۴، که منشأ عمل حرفه‌ای طرفین معامله در بازار اوراق بهادار محسوب می‌شود، اختلافی نیست و طرفین به دلالت تضمینی متن دادخواستی که خواهان به هیأت داوری تقدیم نموده است با موافقت یکدیگر چک‌ها را خارج از سازوکار اتاق پایاپای قبض و اقباض نموده‌اند و این امر به مثابه اختلاف در امری خارج از بورس است؛ بنا به مراتب هیأت داوری، توجه به خواسته و کیفیت طرح دعوی، خود را صالح به رسیدگی ندانسته و قرار رد صادر می‌نماید. این رای به موجب تبصره ۵ ماده ۳۷ قانون بازار اوراق بهادار، قطعی و لازم‌الاجرا می‌باشد (به نقل از: رجب‌زاده اصطهباناتی، علیرضا، ماهیت حقوقی و روش‌های حل و فصل دعاوی در بازار اوراق بهادار، تهران، انتشارات بورس، چاپ اول، ۱۳۹۲، ص ۱۹۲).

اشخاص حقوقی دولتی و عمومی غیردولتی و اتباع و سرمایه‌گذاران خارجی در بازار سرمایه دانسته است.

در این قسمت بررسی دو نکته لازم بنظر می‌رسد.

نکته اول: موضوع قابل ذکر در این قسمت در خصوص ماده ۵ قانون توسعه ابزارها مصوب ۱۳۸۸ می‌باشد. این ماده بیان داشته است: «هرگونه اختلاف ناشی از سرمایه‌گذاری در صندوق‌های موضوع ماده (۲) و فعالیت آنها و نیز اختلاف بین ارکان صندوق در هیأت داورى موضوع قانون «بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران» رسیدگی می‌شود.» بحث بر سر این می‌باشد که آیا این ماده مصداقی از ماده ۳۶ قانون بازار است یا موضوع جدیدی را مدنظر دارد؟

در پاسخ به این سوال بین محققین اختلاف نظر وجود دارد. عده‌ای از محققین (عبدی‌پور و پارساپور و رجب‌زاده، ۱۳۸۹، ۴۲۶؛ رجب‌زاده اصطهباناتی، ۱۳۹۲، ۲۱۲-۲۱۱) معتقدند که این ماده در صدد اعطای صلاحیت جدیدی به هیأت داورى بورس می‌باشد. توضیح آنکه قسمتی از صلاحیت ذکر شده در این ماده تکرار مندرجات مواد ۳۶ و ۳۷ قانون بازار است و در واقع قسمتی از همان صلاحیتی می‌باشد که در دو ماده فوق ذکر شده بود. دو ماده اخیر، اختلاف بین سایر اشخاص ذیربط ناشی از فعالیت حرفه‌ای را در صلاحیت هیأت داورى قرار داده است و صندوق‌های سرمایه‌گذاری نیز بنا به تعریف بند ۲۱ ماده ۱ قانون بازار، نهادی مالی می‌باشد که فعالیت اصلی آن سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار است و جزء اشخاص ذیربط به بازار بورس تلقی می‌گردند. لیکن قسمت دیگری از ماده ۵ قانون توسعه ابزارها، صلاحیت جدیدی را به هیأت داورى داده است و آن عبارت از صلاحیت رسیدگی به اختلاف بین ارکان صندوق‌های موضوع ماده ۲ این قانون می‌باشد. به موجب بند «د» ماده ۴ قانون اخیر: «صندوق به موجب ترتیباتی که در اساسنامه پیش‌بینی می‌شود باید حداقل یک رکن اداره‌کننده و یک رکن ناظر به عنوان بازرس/حسابرس داشته باشد.» بنابراین، ماده ۵ قانون توسعه ابزارها که اختلافات داخلی صندوق‌های سرمایه‌گذاری فی‌مابین ارکان صندوق را در صلاحیت هیأت داورى دانسته، صلاحیت جدیدی می‌باشد که در قانون بازار وجود نداشته است و می‌توان گفت قانونگذار به نوعی صلاحیت هیأت داورى را گسترده‌تر کرده است. در مقابل؛ عقیده برخی دیگر از حقوقدانان (سلطانی، ۱۳۹۵، ۳۲۹-۳۲۸) که منطقی‌تر نیز می‌باشد، چنین است: ماده ۵ قانون توسعه ابزارها مصداقی از ماده ۳۶ قانون بازار می‌باشد و مطلبی به آن نمی‌افزاید. صندوق‌های سرمایه‌گذاری از مصادیق شاخص نهادهای مالی فعال در بازار اوراق بهادارند و هرگونه اختلاف ناشی از سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها و نیز فعالیت حرفه‌ای آنها در صلاحیت هیأت داورى قرار می‌گیرد. اختلاف بین ارکان صندوق نیز به موجب ماده

۳۶ قانون بازار در صلاحیت هیأت است، زیرا هر یک از ارکان صندوق دارای شخصیت حقیقی یا حقوقی مجزا از صندوق می‌باشد و در زمره «اشخاص ذی‌ربط» محسوب می‌شوند و در صورت بروز اختلاف ناشی از فعالیت حرفه‌ای باید به هیأت داوری مراجعه نماید. از آنجا که ماهیت حقوقی صندوق‌های سرمایه‌گذاری برای نخستین بار در مواد ۲ الی ۵ قانون توسعه ابزارها تبیین شد، قانونگذار بر صلاحیت هیأت داوری در رسیدگی به اختلافات ناشی از سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری و اختلافات میان ارکان آنها تاکید نموده است.

نکته دوم: ماده ۴۳ قانون بازار بعد از اعطای صلاحیت به هیأت داوری برای رسیدگی به اختلاف ناشی عرضه اولیه اوراق بهادار، در تبصره ۱ خود اشعار می‌دارد: «خسارت‌دیدگان موضوع این ماده می‌توانند حداکثر ظرف مدت یکسال پس از تاریخ کشف تخلف به هیأت مدیره بورس یا هیأت داوری شکایت کنند، مشروط بر اینکه بیش از سه سال از عرضه عمومی توسط ناشر نگذشته باشد.» با ملاحظه این تبصره آنچه که از ظاهر امر بنظر می‌رسد اینکه؛ رسیدگی هیأت داوری به موضوع فوق، نیازی به مراجعه بدوی به کمیته سازش آنگونه که در ماده ۳۶ قانون فوق آمده، ندارد چراکه ممکن است رجوع به کمیته سازش منجر به انقضای مهلت یکساله مذکور در تبصره موردنظر گردد. حتی چه بسا رسیدگی کمیته سازش بیش از این مدت به طول بیانجامد. مگر اینکه شکایت به هیأت داوری مذکور در متن تبصره ۱ ماده ۳۶ مقرر فوق را این گونه تفسیر نماییم که مقصود این است که شخص ظرف یکسال پس از کشف تخلف ادعای خسارت کرده و دعوای خود را نزد کمیته سازش اقامه نماید و در صورتی که در اقامه دعوا نزد کمیته مزبور مهلت را رعایت نماید، مانعی برای رسیدگی هیأت داوری در صورت عدم سازش وجود نخواهد داشت حتی اگر از زمان اقامه دعوا تا شروع رسیدگی هیأت داوری بیش از یکسال به طول بیانجامد.

نحوه رسیدگی هیأت داوری و صدور رای

بعد از طی مراحل که گذشت و صدور گواهی عدم سازش از کمیته سازش که تا شش ماه از تاریخ صدور اعتبار دارد و ثبت الکترونیکی دادخواست^۱ توسط خواهان در سامانه و ارائه اوراق آن مطابق با شرایط مقرر (مواد ۱۲ و ۱۴ آیین رسیدگی به اختلافات در هیأت داوری

۱. شرایط و جزئیات دادخواست مزبور در مواد ۱۵ و ۱۶ و موارد رد و توقیف دادخواست در مواد ۲۱ بعد همان مصوبه آمده است.

مصوب ۱۳۹۸) و پرداخت هزینه داورى که در مواد ۲۴ بعد مقررہ اخیر آمدہ، ہیأت موردنظر وارد رسیدگی می‌گردد. با توجه به اینکه مقنن در مادہ ۴۸۲ قانون آیین دادرسی مدنی مصوب ۱۳۷۹ در خصوص رسیدگی داوران اختیاری به اختلافات مقرر داشته: «رای داور باید موجه و مدلل بوده و مخالف با قوانین موجد حق نباشد.» و از آنجایی که برای عدم مخالفت با «قوانین موجد حق» یا به تعبیر یکی از اساتید (شمس، ۱۳۸۵، ۵۶۶/۳) «قوانین تعیین کننده»^۱ نیاز به رسیدگی ماهوی می‌باشد، لذا در خصوص رسیدگی هیأت داورى بازار اوراق بهادار نیز، اعم از اینکه ماهیت آن را مشابه داورى موضوع قانون آیین دادرسی مدنی بدانیم یا یکی از مراجع قضائى تلقی نماییم، رسیدگی ماهوی نیاز است. علاوه بر این، با توجه به اینکه هیأت مزبور یک مرجع اختصاصی محسوب و یکی از فلسفه‌های ایجادى آن نیاز به تخصص در رسیدگی به پرونده‌های موضوع بازار سرمایه می‌باشد لذا رسیدگی آن ماهوی بوده نه شکلی آن گونه که در خصوص دیوان عالی کشور مقرر شده و نیاز به ورود به اصل موضوع مورد اختلاف و بررسی اسناد و مدارک و ادله طرفین و لحاظ مقررات مرتبط با بازار سرمایه و سایر قوانین و صدور رای مقتضی دارد و این رای نیز علیرغم سکوت قانون بازار مصوب ۱۳۸۴، با توجه به وحدت ملاک با اصول یکصد و شصت و ششم، یکصد و شصت و هفتم قانون اساسی، بند ۴ مادہ ۲۹۶ قانون آیین دادرسی مدنی مصوب ۱۳۷۹ و بند ۲ مادہ ۳۰ قانون داورى تجارى بین‌المللی مصوب ۱۳۷۶ باید مستدل و مستند به مواد قانونی و اصول موردنظر و بر مبنای ادله ارائه شده بوده و دارای اعتبار امر مختومه می‌باشد. همچنین گفته شده؛ تشکیل جلسه رسیدگی برای هیأت داورى ضرورى است. زیرا رعایت اصول دادرسی، مانند اصل تناظر^۲ و حق دفاع و رسیدگی به ادله و اظهارات طرفین و استماع شهادت شهود و غیره نیاز به تشکیل جلسه دارد و بنظر می‌رسد که نمی‌توان بدون دعوت طرفین اختلاف به جلسه رسیدگی و استماع نظرات آنان، اقدام به صدور رای کرد.

۱. قوانین یا حقوق تعیین کننده آن دسته از قواعد و مقررات حقوقی است که حقوق و تعهدات اشخاص و حدود آن را تعیین می‌نماید. در مقابل، حقوق تضمین کننده وجود دارد که به مقررات دادرسی گفته می‌شود و می‌تواند متمم قواعد دسته نخست باشد (شمس، ۱۳۸۴، ۱/۱۸).

۲. اصل تناظر که یکی از اصول بنیادین حاکم بر انواع دادرسی‌ها اعم از مدنی، کیفری، اداری و انضباطی و تمام مراحل رسیدگی اعم از بدوی، وخواهی، تجدیدنظر و فرجام‌خواهی می‌باشد، معادل زبان انگلیسی آن «Principle of Contradiction» و معادل زبان فرانسه آن «Le principe de contradiction» است. حقوقدانان عباراتی چون «اصل توافقی»، «ترافعی بودن»، «تعادل توافقی»، «اصل تقابلی»، «تعارضی بودن»، «اصل طرفینی بودن دادرسی»، «اصل مجادله قضایی» و «اصل حق استماع شدن» را نیز در توصیف آن بکار برده‌اند (زراعت و اشرافی، ۱۳۹۷، ۱۳؛ حیدری، ۱۳۹۶، ۸۵). این اصل به معنای دادن فرصت برابر اظهار و دفاع به تمامی اصحاب دعوا می‌باشد (السان و ضرونی، ۱۳۹۷، ۹۵).

این موضوع در خصوص صلاحیت‌هایی که در خصوص هیأت مدیره بورس و سازمان برای رسیدگی به اختلافات وجود دارد، نیز صادق می‌باشد (رجب‌زاده اصطهباناتی، ۱۳۹۲، ۲۴۵). یکی از ایرادات وارد بر قانون بازار اوراق بهادار ۱۳۸۴ اینکه صرفاً به بیان کلیاتی راجع به هیأت داوری از جمله ترکیب آن و نحوه اجرای آراء و اجباری بودن مراجعه به داوری اکتفا نموده و سخنی از آیین رسیدگی این هیأت به میان نیاورده است. البته اخیراً آیین رسیدگی به اختلافات در هیأت داوری قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران در تاریخ ۱۳۹۸/۵/۱۴ توسط سازمان بورس تصویب شده که شایان توجه بوده اما این امر نافی لزوم توجه به مقررات عام قانون آیین دادرسی مدنی مصوب ۱۳۷۹ به عنوان قانون مادر شکلی در حوزه اختلافات مدنی، در کنار قانون بازار مقررات ماهوی دیگر نیست. چنانکه در رویه عملی نیز آن هیأت همین گونه است. برخی از حقوقدانان نیز معتقدند برخی از قواعد آن قانون جزء اصول بنیادین دادرسی هستند و بدون هر گونه تصریحی نیز هیأت داوری باید به آنها پایبند باشد. مانند: اصول تناظر، حق دفاع، بی‌طرفی داور، عدم تحصیل دلیل و مستدل بودن رای هیأت (سلطانی، ۱۳۹۵، ۳۴۸-۳۴۷).^۱

مسئله‌ای که در این قسمت مطرح می‌شود اینکه نحوه رای‌گیری برای صدور رای در هیأت داوری چگونه می‌باشد؟ در پاسخ؛ اگرچه آنچه که در بادی امر به ذهن می‌رسد اینکه با توجه به حضور ۳ عضو در هیأت داوری، نظر اکثریت ملاک عمل باشد و در صورتی که دو عضو از سه عضو موافق رای باشند، همان ملاک عمل خواهد بود و اگرچه نماینده قوه قضائیه ریاست آن را بر عهده دارد، ولی وی نیز به مانند بقیه اعضا دارای یک رای بوده و نقشی برابر دارد. چنانکه در تبصره ماده ۴۷۴ قانون آیین دادرسی مدنی مصوب ۱۳۷۹ و بند ۱ ماده ۳۰ قانون داوری تجاری بین‌المللی مصوب ۱۳۷۶ پیش‌بینی شده است. حقوق کشور بحرین به این شکل عمل نموده و در بورس اوراق بهادار این کشور صدور رای کمیته داوری با نظر اکثریت اعضا امکان‌پذیر است خواه عضو قضایی در اقلیت یا اکثریت قرار بگیرد (میرزایی منفرد، ۱۳۹۰، ۱۶۲). ایراد وارد بر این نظر این می‌باشد که اولاً مواد اخیر مربوط به داوری اختیاری است که ماهیت آن متفاوت از هیأت داوری بازار اوراق بهادار می‌باشد و برخلاف هیأت اخیر، در آن داوری‌ها، قاضی جزء اشخاص رسیدگی‌کننده به اختلاف نیست. ثانیاً حالتی را تصور نمایید که نماینده قوه قضائیه معتقد به یک نظر و دو عضو دیگر

۱. اما در خصوص امکان یا عدم امکان صدور قرار تأمین خواسته و دستور موقت توسط هیأت داوری بین حقوقدانان اختلاف نظر بوده (سلطانی، ۱۳۹۵، ۳۴۹؛ رجب‌زاده اصطهباناتی، ۱۳۹۲، ۲۶۵؛ میرزایی منفرد، ۱۳۹۰، ۱۹۰). اما تصمیم هیأت داوری به تاریخ ثبت ۱۳۸۹/۷/۲۵ در پرونده کلاسه ۸۹/هـ/۱۳ به تجویز آن رای داده است. موضوعی که به حق مورد پذیرش پیش‌نویس قانون ارتقای نظام بازار سرمایه کشور قرار گرفته و در ماده ۵۱ خود بیان داشته است: «هیأت داوری، در مواردی که صلاحیت رسیدگی به اصل دعوا را دارد می‌تواند قرار تأمین دلیل، تأمین خواسته و یا دستور موقت صادر نماید. قرار و دستور صادره به موجب این ماده، در حکم قرار و دستور مراجع قضایی است.»

با وی مخالف باشند، در این صورت وفق نظر فوق باید نظر دو شخص غیر قاضی ملاک عمل قرار گیرد در حالی که آن دو شخص حتی اگر در زمینه اقتصادی صاحب نظر باشند، اما از دنیای حقوق و قضاوت بی بهره هستند لذا ممکن است نتیجه گیری آنها غیر صحیح و مضر به حال شخصی باشد. علاوه بر این، با توجه به اینکه دو عضو مورد نظر به پیشنهاد سازمان و تأیید شورا انتخاب می شوند و از سازمان حقوق دریافت می کنند، لذا استقلال آنها محل مناقشه است. مطالعه سوابق قانونگذاری کشورمان نیز این موضوع را تأیید می نماید که نظر قاضی در هیأت های دارای چند عضو با تخصص های مختلف ارجحیت دارد و این ترجیح از رویکرد قانونگذار به جایگاه قانونی قضات و علم و تخصص آنان در امر قضاوت و دقت آنها در بررسی ادله و صدور رای ناشی می شود. بنابراین همانگونه که مولفین بیان داشته اند؛ صدور رای در هیأت داوری باید با نظر موافق عضو قضایی باشد و اگر عضو قضایی در اقلیت با دو عضو مالی و اقتصادی قرار گرفت، از نظر دو عضو علی البدل دیگر برای بررسی پرونده و اعلام نظر استفاده می گردد که در این صورت نظریه و رای یک نفر قاضی عضو هیأت و یک نفر دیگر از اعضا (اعم از اصلی و علی البدل) برای اعتبار و نفوذ رای ضروری می باشد و لذا از این دیدگاه اکثریتی معتبر است که عضو قاضی با آن همراه و هم عقیده باشد. پس نظر اکثریت بدون رای قاضی فاقد اعتبار است (سادات قریشی، ۱۳۹۵، ۱۱۷؛ سلطانی و خلیلی و سهرابی و فلاح تفتی، ۱۳۹۳، ۱۲۸). نظر اخیر مورد پذیرش آیین رسیدگی به اختلافات در هیأت داوری مصوب ۱۳۹۸ سازمان بورس نیز قرار گرفته و در ماده ۴۴ خود بیان می دارد: «جلسات رسیدگی هیأت، با حضور قاضی و دو عضو دیگر رسمیت می یابد. رای هیأت با نظر موافق قاضی و حداقل یک عضو دیگر صادر می شود. رای صادره جز در موارد اعاده دادرسی، اعتراض شخص ثالث و واخواهی قابل اعتراض نیست.» در پیش نویس قانون ارتقای نظام بازار سرمایه کشور نقیصه مورد نظر از قانون بازار رفع شده و در ماده ۵۰ خود بیان می دارد: «تصمیمات هیأت داوری با اکثریت آرا مشروط بر اینکه نظر موافق یک عضو قضایی در آن لحاظ شده باشد، معتبر است.» ماده ۷ آیین نامه هیأت داوری بورس موضوع مواد ۱۷ و ۱۸ قانون تاسیس بورس اوراق بهادار تهران نیز این مطلب را تصریح نموده بود.

اهمیت ابلاغ رای هیأت داوری و چگونگی آن بر کسی پوشیده نمی باشد. موضوع مزبور همواره از مباحث مهم آیین دادرسی و جلوگیری از اطاله دادرسی بوده است. در این خصوص آیین نامه هیأت داوری بورس موضوع مواد ۱۷ و ۱۸ قانون تاسیس بورس اوراق بهادار تهران در ماده ۹ خود بیان داشته بود: «ابلاغ احکام صادره توسط هیأت داوری، طبق مقررات آیین دادرسی مدنی است.» اما امروزه ماده ۲۹ آیین رسیدگی به اختلافات در هیأت داوری مصوب ۱۳۹۸ که لازم الاجراست بیان داشته: «ابلاغ اوراق، اخطاریه ها و آراء با استفاده از روش های الکترونیکی از قبیل سامانه هیأت، کدال، ستان، رایانامه، نمابر، تلفن یا از طریق بورس

منطقه‌ای، پست و یا هر روش دیگری که توأم با ثبت قابل اعتماد سوابق باشد، امکان‌پذیر و معتبر است.» (پس از راه‌اندازی سامانه، کلیه ابلاغیه‌ها و اخطاریه‌های مرتبط با پرونده، از این طریق ارسال خواهد شد. ...» (ماده ۳۰ آیین رسیدگی به اختلافات در هیأت داوری).

قطعیّت آرای هیأت داوری

در حالی که ماده ۱۸ قانون بورس مصوب ۱۳۴۵ به لازم‌الاجرا بودن رای هیأت داوری بورس بدون اعلام قطعی یا غیرقطعی بودن آن، اشاره داشت، تبصره ۵ ماده ۳۷ قانون بازار مصوب ۱۳۸۴ آرای هیأت داوری را قطعی و لازم‌الاجراء دانسته است. علیرغم صراحت قانون اخیر در قطعیّت آرای هیأت داوری، در خصوص امکان یا عدم امکان اعاده دادرسی و تجدیدنظرخواهی و اعتراض به رای هیأت مزبور بین حقوقدانان بحث و بررسی شده است. اما این مساله تا حدودی در پیش‌نویس قانون ارتقای نظام بازار سرمایه کشور رفع و تبصره ۵ فوق‌الذکر اصلاح شده است. قسمت اول ماده ۴۸ پیش‌نویس مزبور بیان می‌دارد: «تبصره ۵ ماده ۳۷ قانون بازار اوراق بهادار به شرح زیر اصلاح و تبصره ۶ به ماده مزبور الحاق می‌شود: تبصره ۵- به غیر از آراء صادره توسط هیأت داوری در مورد آن دسته از دعاوی که مبلغ خواسته یا ارزش آن معادل یا کمتر از یک میلیارد ریال باشد، سایر احکام و قرارهای نهایی هیأت داوری برای اشخاص مقیم کشور ظرف بیست روز و برای اشخاص مقیم خارج از کشور ظرف یک ماه قابل تجدیدنظرخواهی نزد هیأت تجدیدنظر داوری می‌باشد. آراء صادره، قطعی و لازم‌الاجرا بوده و از طریق دوایر اجرای ثبت و اجرای احکام دادگاه‌ها اجرا می‌گردد.» ملاحظه می‌گردد که غیر از آراء «آن دسته از دعاوی که مبلغ خواسته یا ارزش آن معادل یا کمتر از یک میلیارد ریال باشد»، سایر آراء هیأت داوری ظرف مهلت بیست روز و یک ماه قابل اعتراض نزد هیأت تجدیدنظر می‌باشد. اینکه برای آراء هیأت داوری حق اعتراض و تجدیدنظر قائل باشیم نکته مثبتی محسوب و در مصوبه جدید برعکس قانون فعلی بازار اوراق بهادار بدون منطق و علت خاصی، آراء مذکور را قطعی ندانسته است. ولی اگر آراء دسته اول نیز قابل اعتراض بود، مناسب‌تر بنظر می‌رسید چنانکه در دعاوی حقوقی فعلی که در صلاحیت شورای حل اختلاف و دادگاه حقوقی است، چنین بوده و وفق ماده ۲۷ قانون شوراهای حل اختلاف و ۳۳۱ قانون آیین دادرسی مدنی مصوب ۱۳۷۹ همه دعاوی مالی قابل اعتراض می‌باشد. نکته دیگر اینکه لازم است تا مهلت اعتراض اشخاص مقیم خارج همانند ماده ۳۳۶ قانون اخیر از یک ماه به دو ماه افزایش یابد تا حقوق احتمالی آنها تضییع نگردد. یکی دیگر از نقاط قوت پیش‌نویس اینکه هیأت تجدیدنظر داوری تشکیل داده که آنها هم متخصص محسوب و دارای اعضای بیشتری بوده و رسیدگی به اعتراضات به

آراء هیأت بدوی داوری را در صلاحیت آنها دانسته که با توجه به لزوم داشتن تخصص برای رسیدگی به دعاوی بازار سرمایه، از نکات قابل تحسین این پیش‌نویس می‌باشد.

اعاده دادرسی نسبت به آرای هیأت داوری

در خصوص اعاده دادرسی باید گفت؛ مواد ۴۲۶ به بعد قانون آیین دادرسی مدنی مصوب ۱۳۷۹ به این امر اختصاص یافته که ویژه احکام مرجع قضایی است و چون از طرق فوق‌العاده شکایت از آرا می‌باشد، تنها نسبت به آرای قابل طرح است که در قانون صریحا پیش‌بینی شده باشد (شمس، ۱۳۸۴، ۴۵۹/۲). همین مطلب بیانگر این است که اعاده دادرسی برخلاف اصل بوده و اصل بر این است که احکام قطعی لازم‌الاجرا بوده و قابل اعتراض نمی‌باشد. لذا با توجه به صراحت قانون بازار بر قطعی بودن آرای هیأت داوری و همچنین با توجه به عدم وجود الزام قانونی بر اجرای مقررات قانون آیین دادرسی مدنی در انجام وظایف هیأت داوری، اگرچه در عمل از آن تبعیت می‌گردد و از طرف دیگر نظر به اینکه اعاده دادرسی ویژه احکام قطعی دادگاه‌هاست و هیأت داوری مطابق آنچه که بررسی گردید، مرجع قضایی محسوب نمی‌شود بلکه مرجع شبه‌قضایی است، لذا امکان اعاده دادرسی در مورد آرای هیأت داوری حتی در فرض وجود جهات اعاده دادرسی مذکور در ماده ۴۲۶ قانون آیین دادرسی مدنی وجود ندارد. در این صورت نیز اگر ماهیت داوری بازار اوراق بهادار را همان داوری اختیاری موضوع قانون آیین دادرسی می‌دانستیم، امکان ابطال آرای هیأت داوری بازار وفق ماده ۴۸۹ قانون آیین دادرسی مدنی و ۳۳ و ۳۴ قانون داوری تجاری بین‌المللی وجود داشت. در راستای همین نظر است که اساتید بیان داشته‌اند: قابلیت اعاده دادرسی نسبت به آرای مراجع استثنایی مانند اداره ثبت با توجه به فوق‌العاده بودن این طریق شکایت وجود نداشته در حالی که همان ضروریاتی که پیش‌بینی اعاده دادرسی نسبت به احکام دادگاه‌ها را ایجاب نموده، در مورد احکام این مراجع نیز، علی‌الاصول، وجود دارد. اما در حقوق فرانسه این گونه نبوده و در حقوق ایران نیز اصلاح مقررات آیین دادرسی مدنی به گونه‌ای که شامل تمام امور غیر کیفری در تمام مراجع غیر کیفری گردد بسیار مناسب و حتی ضروری بنظر می‌رسد (شمس، ۱۳۸۴، ۴۶۲/۲-۴۶۱). از منظر مخالف می‌توان گفت که وقتی احکام قطعی دادگاه‌ها که صادرکننده آن قضات هستند در صورت وجود جهاتی قابل اعاده دادرسی می‌باشد تا حقوق احتمالی اشخاص حفظ و حق شخصی ضایع نگردد، آرای هیأت داوری که تنها یکی از سه عضو آن قاضی می‌باشد و اشخاص غیر قاضی نیز در صدور رای و اعلام نظر نقش دارند، به طریق اولی قابل اعاده دادرسی است. این نظر مورد پذیرش برخی محققین قرار گرفته و در این راستا، رای هیأت داوری را با رای دیوان بین‌المللی دادگستری لاهه و حکم مقرر در بند ۱ ماده ۶۱ اساسنامه آن تشبیه نموده، معتقدند که اگرچه رای هیأت داوری قابل تجدیدنظر نیست،

اما قابل اعاده دادرسی می‌باشد (سواد کوهی، ۱۳۸۸، ۱۹). ماده ۵۰ آیین رسیدگی به اختلافات در هیأت داوری مصوب ۱۳۹۸ نظر اخیر را برگزیده و مقرر داشته است: «آرای هیأت مطابق تبصره ۵ ماده ۳۷ قانون بازار و ماده ۱۵ قانون توسعه ابزارها اجرا می‌شود. با درخواست اعاده دادرسی یا واخواهی و صدور قرار قبولی آن، توقف اجرای رای، مطابق قانون آیین دادرسی مدنی خواهد بود.»

تجدیدنظرخواهی و اعتراض به آرای هیأت داوری

صرفنظر از اینکه ماده ۵۰ آیین رسیدگی به اختلافات در هیأت داوری مصوب ۱۳۹۸ به شرحی که گذشت، اعاده دادرسی و واخواهی نسبت به آرای هیأت داوری را پذیرفته که با توجه به صراحت قانون بازار قابل انتقاد بنظر رسیده و احتمال مخالفت آن با قانون مزبور نیز دور از ذهن نیست، مساله امکان یا عدم امکان تجدیدنظرخواهی و اعتراض به آرای مزبور از مدتها قبل از موضوعات بحث- برانگیز حقوقدانان بوده و نظریات مختلفی ارائه شده است. عده‌ای از محققان (قربانی لاچوانی، ۱۳۸۶، ۲۵۴-۲۵۵) معتقدند با توجه به تبصره ۵ ماده ۳۷ قانون بازار، نسبت به احکامی که از سوی هیأت داوری صادر می‌گردد به هیچ طریقی و در هیچ مرجعی نمی‌توان شکایت کرد. هیچ یک از طرق عادی و فوق‌العاده شکایت از آرای محاکم اعم از واخواهی، پژوهش، اعاده دادرسی یا فرجام در مورد آرای هیأت داوری قابل اعمال نیست. اگرچه این امر منطقی نبوده و با توجه به گسترش صلاحیت هیأت داوری در قانون جدید مصوب ۱۳۸۴ برخلاف قانون سابق بر آن مصوب ۱۳۴۵، ممکن است در عمل ایجاد مشکل نماید، اما آنچه که از تبصره ۵ ماده ۳۷ قانون بازار قابل فهم می‌باشد، همانی است که بیان شد. محقق مزبور اضافه می‌نماید؛ نظر به اینکه هیأت داوری جزئی از سازمان بورس و اوراق بهادار است زیرا دبیرخانه آن در محل سازمان تشکیل می‌شود و بودجه آن نیز در قالب بودجه سازمان منظور و پرداخت می‌گردد و سازمان نیز مطابق قانون بازار اوراق بهادار نهاد عمومی غیردولتی معرفی شده، لذا آرای هیأت داوری قابل تجدیدنظر در دیوان عدالت اداری است. بطلان این نظر در حال حاضر با صدور رای وحدت هیأت عمومی دیوان عدالت اداری در تاریخ ۱۳۹۵/۱۲/۱۷ بیش از پیش نمایان می‌باشد. چراکه به موجب این رای که در موارد مشابه لازم‌الاتباع است، حتی شکایات علیه سازمان بورس و اوراق بهادار نیز در صلاحیت و شایستگی شعب دیوان

عدالت اداری قرار ندارد. مطالعه پاسخ به سوال ۳۵۶ در نشست قضات استان تهران و عقاید مختلف مطرح شده در آن نیز موید ادعای ما مبنی بر وجود اختلاف نظرات در موضوع مورد بحث است.^۱

برخی اساتید معتقدند استدلالاتی که به نفع قابل اعتراض بودن آرای هیأت داوری ذکر شده است عموماً از عدم شناخت ماهیت این هیأت ناشی می‌شود. برخی نظرات رای هیأت داوری را با داوری مصطلح قانون آیین دادرسی مدنی مقایسه نموده و بدین لحاظ آن را قابل اعتراض دانسته‌اند و برخی دیگر با مقایسه هیأت داوری با مراجعی همچون کمیسیون ماده ۱۰۰ شهرداری یا هیأت حل اختلاف کارگری و کارفرمایی، آرای این هیأت را قابل اعتراض دانسته‌اند. در حالی که هیأت داوری به عنوان مرجعی شبه قضایی از مصادیق هیأت‌های رسیدگی به تخلفات اداری و کمیسیون‌ها محسوب نمی‌شود. عده‌ای نیز به اشتباه تصمیمات هیأت داوری را که نهادی کاملاً مستقل از سازمان بورس است با تصمیمات سازمان بورس خلط می‌نمایند و معتقدند از آنجا که نام سازمان بورس در «قانون فهرست نهادها و مؤسسات عمومی غیردولتی» نیست، امکان اعتراض به تصمیمات هیأت داوری در دیوان عدالت وجود ندارد. معتقدان به این نظریه پیشنهاد می‌دهند با توجه به اینکه دادگستری مرجع عام رسیدگی به تظلمات است، امکان اعتراض به آرای هیأت داوری در محاکم عمومی وجود داشته باشد (سلطانی، ۱۳۹۵، ۳۵۱-۳۵۰).^۲

۱. برای مطالعه بیشتر در این خصوص، رجوع کنید به: گزارش نشست قضایی استان: پاسخ به پرسش‌های ۳۵۲ تا ۳۵۸، ماهنامه قضاوت، شماره ۳۸، خرداد و تیر ۱۳۸۵، ص ۲۳ به بعد.

۲. در یکی از پرونده‌های منتهی به صدور رای در هیأت داوری، محکوم علیه به دادگاه عمومی تهران اعتراض و توقف اجرای رای هیأت را خواسته بود. دادگاه با ملاحظه پرونده برخلاف آنچه که در بالا بیان شد، عمل نموده و قرار ذیل را صادر کرد: «شرکت کارگزاری ... با وکالت آقایان ... و ... دادخواستی به طرفیت آقای ... (محکوم له) به خواست ابطال آرای داوری به شماره‌های ... و ... مورخ ۸۶/۹/۲۴ و ۸۶/۱۰/۳۰ تقدیم این دادگاه نموده و ضمن آن درخواست جلوگیری از اجرای آرای مزبور را نموده است. دادگاه صدور قرار توقف اجرای آرای داوری مورد اشاره را منوط به تودیع تامین به مبلغ یک میلیارد و پانصد میلیون ریال در صندوق دادگستری نموده نظر به اینکه خواهان نسبت به تودیع تامین اقدام و قبض سپرده به شماره ... را پیوست پرونده نموده و نظر به محتویات پرونده و مستندات ابرازی، دادگاه با پذیرش درخواست خواهان به استناد ماده ۴۹۳ قانون آیین دادرسی دادگاههای عمومی و انقلاب در امور مدنی مصوب ۱۳۷۹ قرار توقف اجرای آرای داوری فوق‌الاشاره را تا پایان رسیدگی و صدور حکم قطعی راجع به اصل خواسته صادر می‌نماید.» واضح است قاضی محترم صادرکننده این قرار، داوری اختیاری موضوع قانون آیین دادرسی مدنی را با این نهاد اختصاصی خلط کرده و بدین لحاظ در امری که صلاحیت ذاتی (چه بدوی و چه تجدیدنظر) ندارد، وارد رسیدگی شده و این تصمیم، خلاف قواعد آمره قانونی و نظم عمومی است و اعتبار صراحت قانونی را نیز زیر سوال می‌برد (میرزایی منفرد، ۱۳۹۰، ۱۶۸). در طرف مقابل، می‌توان به پرونده دیگری اشاره نمود که در آن، خواهان با طرح دعوی در هیأت داوری بازار اوراق بهادار درخواست بطلان معامله بورسی موردنظر را نمود. هیأت داوری یاد شده با رسیدگی به دعوی، ضمن صدور رای بر بطلان معامله بورسی موردنظر، رای صادره را قطعی و لازم‌الاجرا اعلام کرد. متعاقب اعلام رای محکوم علیه نسبت به آن در دادگاههای عمومی حقوقی تهران، اعتراض و درخواست اعلام بطلان آن را نمود. موضوع در شعبه ۲۱ حقوقی تهران مطرح گردید و شعبه یاد شده به موجب رای شماره ۸۲۸/۰۰۲۲۸۱۰۰۹۹۷۰ مورخ ۱۳۹۳/۱۰/۱۴ به استناد تبصره ۵ ماده ۳۷ قانون بازار اوراق بهادار با اعلام «نظر به اینکه قانونگذار در تبصره ۵ ماده مذکور رای هیأت داوری را قطعی و لازم‌الاجرا دانسته است. بنابراین، اعتراض به رای هیأت مذکور مغایر قانون و استمداد به باب صلاحیت عام محاکم دادگستری، اجتهاد در مقابل نص است» دعوی را غیرقابل طرح دانسته و حکم به بطلان دعوی داد. شعبه ۱۵ دادگاههای تجدیدنظر تهران نیز در مقام تجدیدنظرخواهی به موجب رای شماره ۴۹۷/۰۰۲۲۱۵۰۰۹۹۷۰ مورخ ۱۳۹۴/۴/۹ اعلام نمود «... و اینکه دادگاه بدوی به استدلال اینکه سهامی که از طریق بازار اوراق بهادار فروخته می‌شود مقررات حاکم بر این بازار از جمله تبصره ۵ ماده ۳۷ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، ساری و جاری است و تجدیدنظرخواه، ایراد و دلالی که خدشه بر استدلال فوق وارد نماید اقامه ننموده‌اند، رای بدوی را تأیید نمود (برای مطالعه بیشتر در این خصوص و نقد آرای مزبور، رجوع کنید به: شهنایی، احمد، نقد رویه دادگاهها مبنی بر عدم قابلیت اعتراض به آراء هیأت داوری بازار اوراق بهادار، فصلنامه رای: مطالعه آرای قضایی، شماره ۱۱، تابستان ۱۳۹۴، ص ۷۴ به بعد).

بنظر برخی دیگر از محققین (سوادکوهی، ۱۳۸۸، ۱۹)، رویه عملی هیأت داوری (البته با توجه به نبودن آیین رسیدگی به اختلافات در هیأت داوری مصوب ۱۳۹۸/۵/۱۴ سازمان بورس) بر غیرقابل تجدیدنظر و اعتراض بودن آرای هیأت داوری است. علاوه بر دلایلی که بررسی شد، باید گفت؛ قانونگذار برخلاف ماده ۱۸ قانون سابق به قطعیت آراء اشاره کرده همچنین هیأت داوری یک مرجع تخصصی شبه قضایی برای رسیدگی به دعاوی بازار سرمایه و متشکل از قاضی منصوب قوه قضاییه و دو متخصص بازار سرمایه است. قابل اعتراض دانستن آرای این هیأت توسط قضات غیرمتخصص نقض غرض می باشد، زیرا هدف از ایجاد هیأت داوری رسیدگی سریع و دقیق به پرونده های مطروحه است و اعتراض به آراء امکان نیل به این هدف را از بین خواهد برد. اعتراض به آراء هنگامی امکان پذیر است که در قانون به صراحت پیش بینی شده باشد. نمونه این امر در قابلیت اعتراض به آرای هیأت داوری موضوع ماده ۲۳ برنامه سوم توسعه و آرای شورای رقابت (ماده ۶۳ قانون اجرای سیاست های کلی اصل چهل و چهارم (۴۴) قانون اساسی مصوب ۱۳۸۷/۰۳/۲۵) قابل ملاحظه است (سلطانی، ۱۳۹۵، ۳۵۱). در صورت تصویب نهایی پیش نویس قانون ارتقای نظام بازار سرمایه کشور، بحث های فوق پایان خواهد یافت چرا که وفق ماده ۴۸ آن که بررسی گردید، قابلیت اعتراض آراء هیأت داوری در موارد خاصی پذیرفته شده و رسیدگی به این امر را در صلاحیت هیأت تجدید نظر داوری متشکل از ۵ عضو قرار داده است (ماده ۴۹ پیش نویس مزبور).

اجرای آرای هیأت داوری

تبصره ۵ ماده ۳۷ قانون بازار به مانند قسمت اخیر ماده ۱۸ قانون بورس مصوب ۱۳۴۵، اجرای آرای هیأت داوری را بر عهده اداره ها و دوائر اجرای ثبت اسناد و املاک گذاشته است در حالی که ماده ۱۵ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاست های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی مصوب ۱۳۸۸ اجرای آرای این هیأت را با اجرای احکام دادگاه ها دانسته که علت این تعارض مبهم می باشد و مشخص نیست که مقنن به چه سبب برای اجرای آرای یک هیأت داوری در دو قانون دو مرجع تعیین نموده است که این امر می تواند موجب اختلاف نظر و تفاوت در رویه ها گردد. قسمت اخیر ماده ۴۸ پیش نویس قانون ارتقای نظام بازار سرمایه کشور نیز اختلافات مزبور را در خود جمع نموده و اجرای آراء داوری را با دایر اجرای ثبت و اجرای احکام دادگاه ها دانسته است.

عده‌ای از نویسندگان اجرای آرای هیأت داوری از طریق اجرای ثبت را منطقی‌تر دانسته و بیان می‌دارند: اجرای رای داوری از طریق اجرای ثبت، به مراتب آسان‌تر و سریع‌تر بوده و از حمایت‌های بیشتری برخوردار است. اما در هر صورت امتثال از دستور قانونگذار در ماده ۱۵ قانون توسعه ابزارها و مراجعه به اجرای احکام دادگاه‌ها در موارد خاص موضوع این ماده، الزامی می‌باشد (رامین، ۱۳۹۲، ۲۴۷).

اجرای ثبت

اجرای ثبت که برخلاف واحد اجرای احکام مدنی دادگاه‌ها بر اساس آیین‌نامه اجرای مفاد اسناد رسمی لازم‌الاجراء و طرز رسیدگی به شکایت از عملیات اجرائی مصوب ۱۳۸۷ اصلاحی ۱۳۸۸ عمل نموده و قانون اجرای احکام مدنی مصوب ۱۳۵۶ در آن قابل استناد نمی‌باشد، به ادارات و دوایری اطلاق می‌شود که دارای رئیس و تعدادی مامور اجرا و کارمند دفتری است؛ مانند اداره اجرای ثبت تهران، دایره اجرای ثبت لار یا ... اجرای سند لازم‌الاجرا در اجرای ثبت علی‌القاعده با صدور اجراییه انجام می‌شود؛ بدین معنی که پیش از آغاز اقدامات اجرایی (مانند بازداشت مال)، پس از اینکه متعهدله با تقدیم سند لازم‌الاجرای خود، درخواست اجرای آن را می‌کند، برگ چایی مخصوص، که «ورقه اجراییه»، «اجراییه» یا «برگ اجرایی» خوانده می‌شود، باید تنظیم و امضا شده و به «متعهد»، به مفهوم اعم، ابلاغ گردد (شمس، ۱۳۹۷، ۶۶-۶۵).

موضوع اجرای آرای هیأت داوری از طریق اجرای ثبت علاوه بر تبصره ۵ ماده ۳۷ قانون بازار، در آیین‌نامه اجرای مفاد اسناد رسمی لازم‌الاجراء و طرز رسیدگی به شکایت از عملیات اجرائی مصوب ۱۳۸۷ برخلاف آیین‌نامه مشابه سابق بر آن مصوب ۱۳۵۵، پیش‌بینی شده بود و در ماده ۱۹۴ خود بیان می‌داشت:

«صدور اجرائیه نسبت به آرای داوری بورس اوراق بهادار وفق ماده ۱۸ قانون تأسیس بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۴۵ و ماده ۱۰ آیین‌نامه اجرائی آن بعمل می‌آید.»

با توجه به اینکه در زمان تصویب آیین‌نامه مورد بحث، قانون بورس مصوب ۱۳۴۵ و آیین‌نامه آن نسخ شده بود و به اشتباه در ماده ۱۹۴ مزبور از آن نام برده شد، لذا ماده اخیر از آیین‌نامه اجرای مفاد اسناد رسمی لازم‌الاجراء در سال ۱۳۸۸ بدین ترتیب اصلاح گردید:

«صدور اجرائیه نسبت به آرای داوری بورس اوراق بهادار وفق تبصره ۵ ماده ۳۷ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴ به عهده ادارات و دوایر اجرای ثبت اسناد و املاک می‌باشد.»

از نظر عملی، رویه درخواست صدور اجرائیه نسبت به آرای هیأت داوری در اجرای ثبت چنین است که محکوم‌له فرم «تقاضانامه صدور اجرائیه» مربوط به اجرای ثبت را تکمیل می‌نماید و در این فرم شماره دادنامه هیأت داوری، مشخصات «محکوم‌به»، «محکوم‌علیه» و «محکوم‌له» ذکر و در صورتی که مالی از محکوم‌علیه سراغ دارد، با ذکر آن درخواست توقیف نماید. معمولاً اجرای ثبت مفاد تنظیمی توسط محکوم‌له را برای دبیرخانه هیأت ارسال و درخواست تأییدیه می‌نماید. با تأیید مراتب توسط دبیرخانه، اجرای ثبت نسبت به اجرای مفاد آن مطابق آیین‌نامه مذکور اقدام می‌کند (میرزایی منفرد، ۱۳۹۰، ۱۸۵-۱۸۴).

اجرای احکام دادگاه‌ها

همانطور که بیان شد، ماده ۱۵ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی مصوب ۱۳۸۸ اجرای آرای این هیأت را بر عهده اجرای احکام دادگاه‌ها گذاشته است. که در این موارد خاص که توزیع و پرداخت سود مصوب می‌باشد، در اجرای آرای هیأت داوری، قانون اجرای احکام مدنی مصوب ۱۳۵۶ لازم‌الرعایا است. اجرای آراء و اسناد لازم‌الاجرائی که باید توسط تشکیلات اجرایی مدنی دادگستری اجرا شوند به عهده واحدی است که «واحد اجرای احکام مدنی» خوانده می‌شود (شمس، ۱۳۹۷، ۱۹۱/۱). که به موجب ماده ۳۴ آیین‌نامه اصلاحی قانون تشکیل دادگاه‌های عمومی و انقلاب مصوب ۱۳۸۱ اصلاحی ۱۳۹۵/۱/۲۲، امروزه به شکل متمرکز اداره و واحد متمرکز اجرای احکام مدنی ایجاد گردید. توقیف اموال منقول یا غیرمنقول محکوم‌علیه در راستای اجرای آرای هیأت داوری نیز در صورت عدم اجرای اختیاری رای توسط محکوم‌علیه، مطابق قواعد عام مذکور در قانون اجرای احکام مدنی می‌باشد. همچنین لازم به ذکر است عدم اجرای اختیاری آرای هیأت داوری توسط فعال بازار که محکوم شده، علاوه بر اینکه منتج به اجرای اجباری آن می‌گردد، می‌تواند ضمانت‌اجراهای انضباطی نیز برای او دربرداشته باشد^۱. نظامنامه داخلی بورس سوئیس^۲ در خصوص دیوان داوری و صلاحیت آن مقرر کرده است: «به اختلافات بین فعالان بازار و بورس سوئیس و اختلافات بین فعالان ناشی از فعالیت حرفه‌ای آنها،

۱. دستورالعمل انضباطی کارگزاران مصوب ۱۳۸۹/۹/۱۳ هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار در بند ۱۲ ماده ۵ تأخیر در پرداخت خسارت‌های مشخص شده طبق مقررات به ذینفعان را مستوجب مجازات انضباطی از نوع تذکر کتبی به کارگزار بدون درج در پرونده می‌داند.

2. SWX Swiss Exchange Rules of Procedure

به طور انحصاری و بدون حق تجدیدنظرخواهی در دیوان داوری مستقر در شهر زوربخ رسیدگی می‌شود.» در ماده ۸ این نظامنامه آمده بورس می‌تواند در صورتی که فعالان بازار، رویه‌ها، مقررات و یا آرای دیوان داوری را اجرا نکنند برای آنان ضمانت اجرا و جریمه اعمال نماید (میرزایی منفرد، ۱۳۹۰، ۱۸۸).

نتیجه‌گیری

ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ کشورمان فرآیند دو مرحله‌ای را برای رسیدگی به اختلافات مدنی حوزه بازار مزبور اعم از اینکه سبب دعوا عمل حقوقی یا واقعه حقوقی باشد، پیش‌بینی و داوری اجباری اختلافات را در صورت عدم حصول سازش در کانونها مقرر داشته است. برخلاف دعاوی مدنی، رسیدگی به جرائم و تخلفات انضباطی حوزه بازار سرمایه در مراجع خاص خود رسیدگی شده و خارج از صلاحیت هیأت داوری بورس می‌باشد. برخلاف کشور ما که از زمان تصویب قانون بورس مصوب ۱۳۴۵، صلاحیت اجباری به هیأت داوری بورس به عنوان مرجعی شبه قضایی اعطا نموده و علت آن هم لزوم سرعت در رسیدگی و تخصصی بودن موضوع بوده، در نظام‌های حقوقی پیشرفته‌ای چون ایالات متحده آمریکا و فرانسه مرجع اختصاصی اجباری در زمینه رسیدگی به دعاوی بازار سرمایه یافت نمی‌شود. البته تنها رسیدگی به اختلافات اشخاصی مشمول قواعد فوق می‌شود که در ماده ۳۶ صدرالذکر ذکر شده و البته قید مهم دیگری هم که دارد اینکه؛ اختلافات مزبور باید ناشی از فعالیت حرفه‌ای آنها باشد. فعالیت مزبور بدین گونه تعریف شده است: «آن دسته از فعالیت‌هایی است که یا از حیث موضوع مقوله‌ای بورسی می‌باشد یا اینکه بتوان بسته به شخص، گرچه یک مرتبه هم از سوی او به وقوع پیوسته باشد، آن را واقعه‌ای بورسی به حساب آورد.»

اعطای صلاحیت اجباری به هیأت داوری بازار اوراق بهادار موجب می‌گردد که اگر شخصی برخلاف آن مبادرت به طرح دعوی در مرجع قضایی نماید، با قرار عدم صلاحیت مواجه شود ولی این امر نافی امکان تراضی طرفین جهت ارجاع اختلاف خود به داوری توافقی موضوع مواد ۴۵۴ قانون آیین دادرسی مدنی مصوب ۱۳۷۹، به جهت فقدان منع قانونی، نمی‌باشد. ماده ۳۷ قانون بازار هیأت داوری بورس را دارای سه عضو اصلی دانسته که یک عضو هیأت توسط رئیس قوه قضاییه از بین قضات باتجربه و دو عضو از بین صاحب‌نظران در زمینه‌های اقتصادی و مالی به پیشنهاد سازمان و تأیید شورا به اختلافات رسیدگی و ریاست هیأت نیز با

عضو منصوب قوه قضاییه است (تبصره ۱ ماده ۳۷ قانون بازار). اعضای علی‌البدل نیز به همین شکل انتخاب تا در صورت غیبت عضو اصلی مربوط در هیأت داوری شرکت نمایند. وفق تبصره ۲ ماده ۳۷ قانون بازار ۱۳۸۴، مدت مأموریت همه اعضا اعم از اصلی و علی‌البدل دو ساله بوده که تا دو دوره قابل تمدید است.

صلاحیت اصلی و اولیه هیأت داوری را ماده ۳۶ قانون بازار مورد توجه قرار داده و از مواد ۱۵ قانون توسعه ابزارها که صلاحیت رسیدگی به دعاوی عدم پرداخت سود توسط ناشران اوراق بهادار را به این هیأت داده، ماده ۴۳ قانون بازار که هیأت داوری را صالح به رسیدگی دعاوی ناشی از عرضه اولیه دانسته، به عنوان صلاحیت‌های اضافی یا ثانویه یاد می‌شود. از جمله ایرادات وارد بر قانون بازار اوراق بهادار ۱۳۸۴ اینکه؛ صرفاً به بیان کلیاتی راجع به هیأت داوری از جمله ترکیب آن و نحوه اجرای آراء و اجباری بودن مراجعه به داوری اکتفا نموده و سخنی از آیین رسیدگی این هیأت به میان نیاورده، که این امر در حال حاضر با مقرر اخیر التصویب آیین رسیدگی به اختلافات در هیأت داوری مصوب ۱۳۹۸/۵/۱۴ سازمان بورس جبران شده است. البته مقررات عام آیین دادرسی مدنی نیز همچنان لازم‌الاتباع می‌باشد.

علیرغم اینکه تبصره ۵ ماده ۳۷ قانون بازار مصوب ۱۳۸۴ آرای هیأت داوری را قطعی و لازم‌الاجراء دانسته و اجرای آن بر عهده اداره ثبت و اجرای احکام دادگاه‌ها (ماده ۱۵ قانون توسعه ابزارها) قرار داده، در خصوص امکان یا عدم امکان اعاده دادرسی و تجدیدنظرخواهی و اعتراض به رای هیأت مزبور اختلاف نظر وجود دارد که به عقیده ما علیرغم وجود ماده ۵۰ آیین رسیدگی به اختلافات در هیأت داوری، به جهت تصریح قانون بازار، عدم امکان اعاده دادرسی و تجدیدنظرخواهی و اعتراض به رای هیأت داوری با توجه به صراحت قانون فوق منطقی‌تر بنظر می‌رسد و با توجه به رای وحدت هیأت عمومی دیوان عدالت اداری مورخه ۱۳۹۵/۱۲/۱۷ آرای هیأت داوری قابل تجدیدنظر در دیوان عدالت اداری نیز نمی‌باشد.

با توجه به بررسی پیش‌نویس قانون ارتقای نظام بازار سرمایه کشور در مقاله، علاوه بر نقاط قوتی که بیان شد و نیازی به تکرار آن نیست، نکات پیشنهادی چندی ارائه گردید. از جمله:

- ۱- نیازی به تصریح تبصره ماده ۳۱ پیش‌نویس نبوده و بدون آن نیز رسیدگی به اختلافات بین اشخاص تحت نظارت و سازمان حسابرسی یا جامعه حسابداران رسمی در صلاحیت هیأت داوری است چرا که اشخاص مزبور نیز جزو «سایر اشخاص ذی‌ربط» مذکور در ماده ۳۶ قانون بازار قرار می‌گیرند.

- ۲- قطعی دانستن رای هیأت داوری در تبصره فوق از پیش‌نویس منطقی بنظر نمی‌رسد و لازم است به مانند ماده ۴۸ این پیش‌نویس رای مزبور نیز قابل اعتراض باشد تا حقوق احتمالی اشخاص حفظ گردد.
- ۳- علیرغم ایرادات وارد بر ماده ۳۷ قانون بازار در اعلام ترکیب هیأت داوری که بررسی گردید، این موضوع در پیش‌نویس موردنظر نیز تکرار و تبصره ۶ ماده ۴۸ پیش‌نویس ترکیب هیأت داوری را به مانند قانون بازار دانسته که لازم است تغییر یافته و همانند ترکیب اعلامی اعضای هیأت تجدیدنظر مذکور در ماده ۴۹ پیش‌نویس کم‌نقص‌تر گردد.
- ۴- تبصره ۵ ماده ۴۸ پیش‌نویس نیز به اصلاحاتی نیاز دارد. از جمله: اختصاص قابلیت اعتراض آراء هیأت داوری تنها نسبت به برخی از آنها قابل انتقاد بوده و باید همانند دعاوی حقوقی فعلی که در صلاحیت شورای حل اختلاف و دادگاه حقوقی است، همه آنها قابل اعتراض باشد تا تا حقوق احتمالی محکوم‌علیه حفظ شود.
- ۵- نکته دیگر در خصوص تبصره اخیر از ماده ۴۸ اینکه دادن مهلت اعتراض یک ماهه به اشخاص مقیم خارج با توجه به پیچیدگی پرونده‌هایی که در هیأت داوری رسیدگی می‌شود، کم بنظر می‌رسد و باید همانند ماده ۳۳۶ قانون آیین دادرسی مدنی این مهلت از یک ماه به دو ماه افزایش یابد.

منابع

- السان، مصطفی و ضرونی، داریوش. (۱۳۹۷). «جایگاه اصل تناظر و حق تجدیدنظرخواهی در نظام دادرسی مالیاتی ایران»، پژوهشنامه مالیات، شماره سی و نهم (مسلل ۸۷).
- باقری، محمود. (۱۳۸۷). «قابلیت داوری اختلافات ناشی از حقوق اقتصادی: ناکامی قراردادی در رجوع به داوری در دعای حقوق رقابت و حقوق بازار بورس»، مجله تحقیقات حقوقی، شماره ۴۸.
- جلالیان، عسکر و شریفی، وحید. (۱۳۹۳). نظام حقوقی رسیدگی به تخلفات در بورس ایران، تهران، انتشارات دادگستر، چاپ اول.
- حیدری، سیروس. (۱۳۹۶). «اصل تناظر در دادرسی اداری با تاکید بر دادرسی دیوان عدالت اداری»، مجله مطالعات حقوقی دانشگاه شیراز، دوره نهم، شماره دوم.
- رامین، محمدعلی. (۱۳۹۲). حل و فصل اختلافات در بازار سرمایه، تهران، انتشارات بورس وابسته به شرکت اطلاع رسانی و خدمات بورس، چاپ اول.
- رجب زاده اصطهباناتی، علیرضا. (۱۳۹۲). ماهیت حقوقی و روش های حل و فصل دعاوی در بازار اوراق بهادار، تهران، انتشارات بورس، چاپ اول.
- زراعت، عباس و اشرفی، محمود. (۱۳۹۷). «اصل ترافیعی بودن محاکمات کیفری در حقوق ایران»، مجله حقوقی دادگستری، سال هشتاد و دوم، شماره یکصد و یکم.
- سادات قریشی، ریحانه. (۱۳۹۵). حل و فصل اختلافات حرفه ای کارگزاران بورس، با مقدمه دکتر ابراهیم دلشاد، تهران، مجمع علمی و فرهنگی مجد، چاپ اول.
- سلطانی، محمد. (۱۳۹۵). حقوق بازار سرمایه، تهران، انتشارات سمت و دانشگاه شهید بهشتی، چاپ اول.
- سلطانی، محمد. (۱۳۹۲). «صلاحیت هیات داوری موضوع قانون بازار اوراق بهادار»، مجله تحقیقات حقوقی، دوره ۱۶، شماره ۱۵۳.
- سلطانی، محمد و خلیلی، مرضیه و سهرابی، لیلا و فلاح تفتی، زینب. (۱۳۹۳). بایسته های حقوق بازار سرمایه (اصول)، تهران، انتشارات بورس، چاپ دوم.
- سوادکوهی، سام. (۱۳۸۸). هیات داوری بازار اوراق بهادار، تهران، انتشارات شرکت اطلاع رسانی و خدمات بورس، چاپ دوم.
- سیدی، جواد. (۱۳۹۲). درآمدی بر قابلیت ارجاع در داوری های تجاری بین المللی، تهران، انتشارات جنگل - جاودانه، چاپ اول.
- شمس، عبدالله. (۱۳۸۴). آیین دادرسی مدنی، جلد نخست، تهران، انتشارات دراک، چاپ دهم، ویرایش جدید.
- شمس، عبدالله. (۱۳۸۴). آیین دادرسی مدنی، جلد دوم، تهران، انتشارات دراک، چاپ نهم.

- شمس، عبدالله. (۱۳۸۵). آیین دادرسی مدنی، جلد سوم، تهران، انتشارات دراک، چاپ پنجم.
- شمس، عبدالله. (۱۳۹۷). اجرای احکام مدنی. جلد نخست، تهران، انتشارات دراک، چاپ نخست.
- شهنیایی، احمد. (۱۳۹۴). «نقد رویه دادگاه‌ها مبنی بر عدم قابلیت اعتراض به آراء هیات داوری بازار اوراق بهادار»، فصلنامه رای: مطالعه آرای قضایی، شماره ۱۱.
- صادقی، محمد و صادقی مقدم، محمدحسن و صالحی، علی‌اصغر. (۱۳۹۴). «مرجع صلاحیت‌دار حل اختلاف در بازار سرمایه ایران»، فصلنامه مطالعات حقوق خصوصی، دوره ۴۵، شماره ۲.
- طباطبائی‌نژاد، سید محمد. (۱۳۹۴). «داوری تجاری بین‌المللی و چالش اعمال قواعد آمره؛ مطالعه موردی داوری در حقوق رقابت»، مطالعات حقوق تطبیقی، دوره ۶، شماره ۱.
- عبدی‌پور، ابراهیم و پارساپور، محمدباقر و رجب‌زاده، علیرضا. (۱۳۸۹). «ماهیت حقوقی و صلاحیت‌های هیات داوری بازار اوراق بهادار»، مجله پژوهش‌های حقوقی، شماره ۱۷.
- عمید، حسن. (۱۳۸۹). فرهنگ فارسی عمید، تهران، انتشارات راه رشد، چاپ اول.
- قاضی (شریعت پناهی)، ابوالفضل. (۱۳۸۴). بایسته‌های حقوق اساسی، تهران، نشر میزان، چاپ نوزدهم.
- قربانی لاجوانی، مجید. (۱۳۸۶). نظام حقوقی بازار اوراق بهادار ایران با مطالعه تطبیقی در حقوق آمریکا، استاد راهنما: دکتر مرتضی نصیری، استاد مشاور: دکتر محمد عیسائی تفرشی، رساله دوره دکتری حقوق خصوصی، دانشگاه تربیت مدرس، دانشکده علوم انسانی.
- گزارش نشست قضایی استان: پاسخ به پرسش‌های ۳۵۲ تا ۳۵۸. (۱۳۸۵). ماهنامه قضاوت، شماره ۳۸.
- معین، محمد. (۱۳۸۶). فرهنگ فارسی معین (دوره دو جلدی)، جلد اول، تهران، انتشارات ادنا، چاپ چهارم.
- موحدیان، غلامرضا. (۱۳۹۱). آیین دادرسی و اجرای احکام مدنی، تهران: انتشارات فکرسازان، چاپ اول.
- میرزایی منفرد، غلامعلی. (۱۳۹۰). حقوق بازار اوراق بهادار بخش اختلافات، تهران، نشر میزان، چاپ اول.
- نورانی مقدم، سید یونس و عیوضی، اعظم. (۱۳۹۵). «انواع دعاوی و شیوه‌های رسیدگی در بازار سرمایه ایران و آمریکا»، مجله مطالعات حقوق تطبیقی، دوره ۷، شماره ۱.
- هادی، سولماز و حاجی‌پور، مرتضی. (۱۳۹۵). «بررسی شیوه‌های جایگزین حل و فصل اختلاف از منظر حقوق ایران و فقه امامیه»، فصلنامه علمی-پژوهشی فقه و مبانی حقوق اسلامی، سال نهم، شماره ۱.
- هاشمی، سید محمد. (۱۳۸۷). حقوق اساسی جمهوری اسلامی ایران، جلد دوم، تهران، بنیاد حقوقی میزان، چاپ بیستم.

یمرلی، صالح. (۱۳۸۹). «داوری اختلافات در بازار اوراق بهادار»، مجله پژوهش‌های حقوقی، شماره ۱۷.

C. Reif, Linda (1990-1991). Conciliation As A Mechanism For The Resolution Of International Economic And Business Disputes, Fordham International Law JournAL, Vol. 14:578.

- Devaraja, Dr. T.S and Hiremat, Kusuma Y.G (2018). Procedural Fairness of Arbitration Process in Indian Capital Market, IOSR Journal of Business and Management, Vol. 20, Issue 1. Ver. VI, January.
- Dominic Nwankwo, Okechukwu and Obikeze, Nnamdi and G. Akam, Uche (2012). Alternative/Appropriate Dispute (Conflict) Resolution (Adr): The Psychological Facilitators, Research Journal in Organizational Psychology & Educational Studies.
- Fells, Ray (2016). Effective Negotiation, 3rd Edition, University of Western Australia, Perth.
- H. Mnookin, Robert (1998). Alternative Dispute Resolution, Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series, Harvard Law School, NELLCO Legal Scholarship Repository, Paper 232.
- Jalili, Mahir (1975). International Arbitration - Scherk v. Alberto-Culver Co., The Exemption of International Contracts from the Wilko Doctrine Voiding Agreements to Arbitrate Securities Disputes, Loyola University Chicago Law Journal, Vol. 6, Issue 3, Article 10.
- I. Gross, Jill (2016). The Historical Basis of Securities Arbitration as an Investor Protection Mechanism, Journal Of Dispute Resolution, No. 1, Issue 1, Article 11.
- Lenhof, Arthur (1964). International Law And Rules On International Jurisdiction, Cornell Law Quarterly, Vol. 50, Article 2, Issue 1.
- T. Guzman, Andrew (2000). Arbitrator Liability: Reconciling Arbitration And Mandatory Rules, Duke Law Journal, Vol. 49:1279.

COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.

Designing an Optimal Model for Development of Venture Capital in Iran Using the Grounded Theory (Case Study: Stock Exchange)¹

Asghar Najafi Ahmadabad², Naser Fegh-hi farahmand³,
Sirus Fakhimiazar⁴, Seyyed Ali Paytakhti oskuyi⁵

Received: 2020/12/21

Accepted: 2021/05/24

Research Paper

Abstract

The purpose of this study was to design an optimal model of venture capital development in Iran using grounded theory. The research method was mixed qualitative and quantitative. For this purpose, firstly, the qualitative approach underlying the paradigmatic model of research including causal conditions, interventionist conditions, contextual conditions, strategies, outcomes, and pivotal categories of venture capital has been extracted. Data were collected through qualitative interviews. The statistical population of the qualitative sector includes venture capital experts who were selected by theoretical sampling method for 20 interviews. At the quantitative stage, each of the extracted categories has been verified using confirmatory factor analysis. The data collection tool in this section was a researcher-made questionnaire that was designed based on qualitative extraction concepts. This questionnaire was distributed among the sample members after determining the validity and reliability. The statistical population of the quantitative section consisted of managers of stock companies. The sample size of this section is based on the recommendations of 210 confirmatory models. The qualitative results showed 67 concepts in the form of 15 sub-categories and six main categories to develop venture capital. The results of the quantitative section also showed that each of the main and sub-categories extracted from the research experts can be generalized to the managers of the stock companies.

Key Words: Venture Capital, Grounded Theory, Stock Exchange.

JEL Classification: G24, C38

1. DOI: 10.22034/JSE.2020.11213.1430

2. PhD Student, Department of Management, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran.

3. Associate Professor, Department of Management, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran. (Corresponding Author). farahmand@iaut.ac.ir.

4. Assistant Professor, Department of Management, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran.

5. Assistant Professor, Department of Economics, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran.



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

فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهاردهم، شماره ۵۴، تابستان ۱۴۰۰، صص ۱۶۶-۱۴۳

طراحی الگوی بهینه توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر در ایران با استفاده از تئوری زمینه بنیان (مطالعه موردی: بورس اوراق بهادار)^۱

اصغر نجفی احمدآباد^۲، ناصر فقهی فرهمند^۳، سیروس فخمی آذر^۴،

سیدعلی پایتختی اسکوئی^۵

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۱۰/۰۱

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۳/۰۳

مقاله پژوهشی

چکیده

هدف این تحقیق طراحی الگوی بهینه توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر در ایران با استفاده از تئوری زمینه بنیان بوده است. روش تحقیق آمیخته کیفی و کمی بوده است. در مرحله اول با استفاده از رویکرد کیفی زمینه بنیان الگوی پارادایمی پژوهش شامل شرایط علی، شرایط مداخله گر، شرایط زمینه‌ای، راهبردها، پیامدها و مقوله محوری سرمایه گذاری ریسک پذیر استخراج شده است. ابزار گردآوری داده‌ها در بخش کیفی مصاحبه بوده است. جامعه آماری بخش کیفی شامل خبرگان صندوق‌های سرمایه گذاری بوده که به روش نمونه گیری نظری، ۲۰ خبره برای انجام مصاحبه انتخاب شده است. در مرحله کمی هر یک از مقوله‌های استخراجی با استفاده از تحلیل عاملی تأییدی بررسی و تأیید شده است. ابزار گردآوری داده‌ها در این بخش پرسشنامه محقق ساخته بوده که بر اساس مفاهیم استخراجی از بخش کیفی طراحی شده بود. این پرسشنامه پس از تعیین روایی و پایایی در بین اعضای نمونه آماری توزیع شده است. جامعه آماری بخش کمی شامل مدیران شرکت‌های بورسی بوده است. حجم نمونه این بخش بر اساس توصیه‌های مدل‌های تأییدی ۲۱۰ نفر تعیین شده است. نتایج بخش کیفی نشان دهنده ۶۷ مفهوم در قالب ۱۵ مقوله فرعی و شش مقوله اصلی به منظور توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر بوده است. نتایج بخش کمی نیز نشان داد که هر یک از مقوله‌های اصلی و فرعی استخراجی از خبرگان تحقیق، قابل تعمیم به مدیران شرکت‌های بورسی می‌باشد.

واژه های کلیدی: سرمایه گذاری ریسک پذیر، تئوری زمینه بنیان، بورس اوراق بهادار.

طبقه بندی موضوعی: G24, C38

DOI: 10.22034/JSE.2020.11213.1430

۲. دانشجوی دکتری گروه مدیریت، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران.

۳. دانشیار گروه مدیریت، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران. (نویسنده مسئول). farahmand@iaut.ac.ir

۴. استادیار گروه مدیریت، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران.

۵. استادیار گروه اقتصاد، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران.

مقدمه

سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر به طور فزاینده‌ای به عنوان جزء مهمی از چشم انداز اقتصادی کشورهای مختلف مورد توجه است. بسیاری از شرکت های موفق جدید در دهه‌های گذشته از جمله اپل، گوگل، آمازون، فدرال اکسپرس، اینتل و مایکروسافت توسط سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر پشتیبانی شده‌اند (Cheng & Tang, 2019). سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر به عنوان عامل مهمی در نوآوری، تولید ثروت و ایجاد اشتغال تلقی می‌گردد (Isaksson, 2006). سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، نقش خود را در اقتصاد را چندین دهه قبل ایفا کرده و تنها شامل سرمایه مالی نمی‌شود، بلکه مشمول سرمایه غیرمالی نیز می‌شود. گومپرز و لرنر (Gompers & Lerner, 1999)، سرمایه ریسک‌پذیر را به عنوان وسیله‌ای برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی توصیف می‌کنند که ممکن است ابزارهای مستقل مالی نداشته باشند، و در نتیجه نیاز به تأمین مالی خارجی دارند. چنین چیزی به عنوان واسطه‌ای بین وام‌دهندگان و وام‌گیرندگان برای بازارهایی عمل می‌کند که در چنین بازارهایی باید این دو متحمل هزینه‌هایی شوند که به یکدیگر نزدیک شوند (Jeng & Wells, 2000).

از زمان آغاز قرن بیستم، رفتار سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر تغییر جالبی را تجربه کرده است. مقدار سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در بازارهای نوظهور افزایش یافته است. اگر چه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر تنها ۱ تا ۲ درصد از تمام کسب و کارهای جدید در ایالات متحده را تأمین می‌کنند، اما میزان عرضه عمومی اولیه که توسط سرمایه‌های ریسک‌پذیر حمایت می‌شوند، از حدود ۱۰ درصد در سال ۱۹۸۰ به بیش از ۵۰ درصد در سال ۲۰۰۰ افزایش یافته است (Braunerhjelm & Parker, 2010). داده‌ها نشان می‌دهد که در سال ۲۰۰۰، سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در بازارهای نوظهور، ۳/۲۵ میلیارد دلار بود. این مقدار نشان‌دهنده نسبت ۹۷/۶ درصدی از مجموع سرمایه‌های مخاطره‌آمیزی از امری است که به عنوان بازارهای توسعه‌یافته طبقه‌بندی می‌شود. این رقم در سال ۲۰۱۳، به ۷۹/۲ درصد کاهش یافته است. بنابراین، سهم سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در بازارهای نوظهور از ۲/۴ درصد در سال ۲۰۰۰ به ۲۰/۸ درصد در سال ۲۰۱۳ افزایش یافته است. مجموع سرمایه‌گذاری‌ها در بازارهای نوظهور در سال ۲۰۱۳ به ۹/۸ میلیارد دلار رسیده است. این توسعه به این واقعیت اعتبار می‌بخشد که شناسایی عوامل تعیین‌کننده سرمایه مخاطره‌آمیز به‌ویژه در زمینه بازارهای نوظهور، ارزش پیگیری دارد و احتمالاً در سال‌های آینده اهمیت بیشتری خواهد یافت (Groh & Wallmeroth, 2016).

طرفی اگرچه سرمایه ریسک‌پذیر، موضوعی بوده است که بسیار موردبررسی قرار گرفته است، با این وجود، هنوز هم نیازمند مطالعات بیشتر است. در میان بسیاری از تحقیقات تجربی انجام گرفته، مسئله این است که چه عواملی سرمایه ریسک‌پذیر را جذب می‌کنند و چگونه عاملی ممکن است بر سرمایه‌گذاری یک کشور از لحاظ سرمایه ریسک‌پذیر تأثیر بگذارد. مطالعات موجود، متغیرهای زیادی را به کار گرفته و آن‌ها را بررسی کرده‌اند. این متغیرها در واقع آن‌هایی هستند که چنین پنداشته می‌شود که مسئول جذب و افزایش یا کاهش این سرمایه‌گذاری‌ها در یک کشور هستند. با این حال، اغلب این مطالعات، سرمایه‌گذاری‌های کشور را در اقتصادهای توسعه‌یافته مانند اروپا (Félix et al., 2013; Cherif & Gazdar, 2011) یا در برهه‌هایی از زمان ارزیابی کرده‌اند که کشورهای توسعه‌نیافته شامل این دسته‌بندی، بر این نوع سرمایه‌گذاری، به‌طور مشخصی تمرکز نمی‌کنند. با توجه به اینکه در سال‌های اخیر به دلیل تحریم‌ها، منابع نفتی کاهش پیدا کرده، لذا برای حفظ رشد اقتصادی نیاز به ایجاد ساختارهای مناسب در جهت تقویت شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر بیشتر از گذشته می‌باشد. بر همین اساس ضرورت مطالعه در خصوص این موضوع با اهمیت بیش از گذشته نمود پیدا کرده است.

بر اساس مباحث فوق محقق با درک این موضوع که بسیاری از بنگاه‌های تولیدی و خدماتی در کشور نیازمند سرمایه‌گذاری افراد حقیقی و حقوقی مختلفی می‌باشند و بسیاری از شرکت‌ها حتی سرمایه در گردش کافی در اختیار ندارند، ولی با این وجود، سرمایه‌گذاری و به خصوص سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در کشور در حد بسیار پایینی قرار دارد. اینکه چه عواملی باعث می‌گردد تا میزان سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در کشور افزایش یافته و به تبع آن، استفاده از این نوع سرمایه‌گذاری‌ها باعث رشد اشتغال، تولید ثروت و رشد اقتصادی شود، سوالی است که این تحقیق به دنبال پاسخ به آن است. محقق از طرفی با این موضوع روبرو بوده که در کشور ما به جهت رشد دانش و تخصص افراد، هر روز بر تعداد شرکت‌های نوپا اضافه می‌شود که این شرکت‌ها برای تأمین مالی نیازمند سرمایه‌های ریسک‌پذیر می‌باشند. بررسی محقق نشان می‌دهد که در داخل کشور تحقیقات اندکی در رابطه با سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر انجام شده و این مسئله باعث گردیده تا عوامل توسعه‌دهنده سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر بر اساس بافت بومی مشخص نباشد. از محدود تحقیقات انجام شده در این حوزه می‌توان به تحقیقات بت شکن و همکاران (۱۳۹۶) در این حوزه اشاره نمود که به بررسی دلایل عدم توسعه یافتگی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در کشور توجه کرده‌اند. در تحقیقات خارجی نیز بیشتر مطالعات انجام گرفته در

این حوزه در کشورهای توسعه یافته انجام شده است که از نظر شرایط اقتصادی با شرایط داخلی متفاوت بوده و استفاده از نتایج آنها می‌تواند باعث گمراهی بیشتر در خصوص تعیین راهکارهای توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در داخل کشور شود. برای مثال از جمله تحقیقات انجام گرفته در این حوزه می‌توان به تحقیق فلیکس و همکاران (Félix et al, 2013) و هین و همکاران (Hain et al, 2015). اشاره نمود. بر همین اساس نیز هدف این تحقیق طراحی الگوی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایران با استفاده از تئوری زمینه بنیان جهت تصمیم‌گیری بهینه سرمایه‌گذاری می‌باشد تا در هدف اول شرایط شکل‌گیری سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر را بررسی کرده و در گام و هدف بعدی به این موضوع توجه کند که برای موفقیت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایران نیازمند توجه به چه عواملی هستیم.

این مقاله در بخش‌های بعدی ابتدا به پیشینه تحقیق پرداخته و در طی آن پس از مروری مختصر بر مفهوم سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، آخرین مطالعات داخلی و خارجی در رابطه با سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر بررسی شده است. در بخش بعدی روش‌شناسی پژوهش مبتنی بر دو بخش کیفی و کمی تدوین شده است. در بخش بعدی، یافته‌های تحقیق نشان داده شده است. در این بخش ابتدا یافته‌های بخش کیفی و سپس یافته‌های بخش کمی نشان داده شده است. در نهایت نتیجه‌گیری و بحث در رابطه با یافته‌های پژوهش انجام شده است.

مروری بر پیشینه تحقیقات

همان گونه که از نام سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر پیداست، این نوع سرمایه‌گذاری، سرمایه‌ای است که به طور مشخص میزان زیادی ریسک را تقبل می‌کند. شرکت‌های سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر، شرکت‌های خصوصی و سودطلبی هستند که سرمایه خود را در فعالیتهای پرریسک یا نوپا سرمایه‌گذاری می‌نمایند. به طور تخصصی‌تر سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر می‌تواند سرمایه‌گذاری مالی در شرکت‌هایی تعریف شود که هنوز قیمتی برای آنها تعیین نشده و دارای پتانسیل رشد چشمگیری می‌باشند. در تعریفی دیگر سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر نوعی سرمایه‌گذاری بلندمدت با ریسک ارزشگذاری نشده در سهام شرکت‌های جدید معرفی شده است که پاداش اولیه آن عبارتست از سود سرمایه‌ای (افزایش قیمت سهام) محتمل به علاوه بازده نقدی حاصل از سود تقسیمی سهام، که توسط سرمایه‌گذاران حرفه‌ای انجام می‌شود (بیگدلو و اصولیان، ۱۳۸۵). چنین بیان می‌شود که سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر، سرمایه‌گذاران فعالی هستند و فعالیت‌هایی نظیر نظارت را دنبال می‌کنند

و بر تصمیمات استراتژیک شرکت، با استفاده از ابزارهایی مانند کنترل حقوق و صندلی‌های هیئت‌مدیره تأثیر می‌گذارند. توان سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر برای اضافه کردن ارزش بیشتر به وسیله مدت سرمایه‌گذاری منعکس می‌شود (Cumming & Johan, 2006). اگرچه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایالات متحده ریشه دارد، اما بسیاری از کشورها این تقاضا را دنبال کرده‌اند و سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر را به یک پدیده جهانی تبدیل کرده‌اند (Gompers & Lerner, 1999; Félix et al., 2013; Cumming et al., 2012). از جمله برخی از آخرین تحقیقات انجام گرفته خارجی و داخلی در زمینه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر می‌توان به موارد زیر اشاره نمود.

چنگ و همکاران (Cheng et al, 2019) در تحقیقی پویایی و عوامل موثر بر تامین مالی پایدار را براساس شواهد سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر از شرکت‌هایی در چین مورد بررسی قرار داده‌اند. به گفته محققین از سال ۱۹۸۰ تاکنون، سرمایه ریسک‌پذیر به طور گسترده‌ای به عنوان یک منبع موثر برای تامین مالی فعالیت های ابتکاری و رشد پایدار شناخته شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که مداخله دولت، فرصت های خروج، انباشت سرمایه انسانی، اختراع جدید و زیرساخت های حمل و نقل به عنوان پنج عامل مهم برای شکل گیری و تکامل فعالیت های سرمایه گذاری ریسک‌پذیر محلی در چین می‌باشند. همچنین نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر بین المللی و عوامل نهادی داخلی در شکل دادن به سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در چین از اهمیت بالایی برخوردار می‌باشند.

گونزالز (González, 2019) در طی یک مطالعه موردی، تبادل منابع نوآوری را در اوراق بهادار سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر بررسی کرده است. محقق در این مطالعه بررسی می‌کند که شیوع مبادلات منابع نوآوری در سرتاسر سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر چگونه موثر خواهد بود. نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد که منابع ایجاد نوآوری در توجه شرکت‌های سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر موثر بوده و شرکت‌هایی که در این حوزه سرمایه‌گذاری نموده‌اند، موفق‌تر از سایر شرکت‌های سرمایه‌گذار بوده‌اند.

گو و گیان (Gu & Qian, 2018) در تحقیقی به بررسی تأثیر سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر بر تقویت کارآفرینی در یک بازار نوظهور پرداخته‌اند. به گفته محققین رابطه کارآفرینی و سرمایه‌ریسکی در یک بازار نوظهور و نابالغ، موضوع پژوهشی داغی است، زیرا کارآفرینی عامل مهمی در افزایش رقابت شرکت هاست و به عنوان یک نیروی محرک اصلی اقتصاد، به ویژه در حال ظهور و بازارهای نابالغ مانند چین کمک خواهد نمود. نتایج تحقیق نشان داده که

سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر موجب رشد کارآفرینی نوآورانه می‌شود، اما موجب تقویت و ارتقاء کارآفرینی کسب و کار نمی‌شود.

ون و همکاران (Wen et al., 2018)، در یک مطالعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر و رابطه آن با نوآوری را در چین بررسی کرده‌اند. در این تحقیق، رابطه غیر خطی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر و نوآوری‌های تکنولوژیکی در ۲۸ استان چین، با استفاده از مدل رگرسیون برای دوره ۲۰۰۱-۲۰۱۴ مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج نشان داده که رابطه درون مدل تجربی در واقع غیر خطی است و سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر تنها تاثیر مثبت را بر نوآوری در چین در زمانی که سرمایه‌گذاری به اندازه کافی بزرگ و در سطح آستانه است را نشان داده است. با این وجود، سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر پس از تقسیم استان‌های نمونه به گروه‌های مختلف، به شدت به توانایی‌های نوآورانه شرکت‌های سرمایه‌گذاری آسیب می‌رساند.

کانسینو و همکاران (Cancino, 2018) در یک مطالعه تجربی به تجزیه و تحلیل کتابشناختی سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر پرداخته است. هدف از این مطالعه نشان دادن تحول پژوهش علمی در سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر بین سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۴ بوده است. نتایج حاکی از افزایش میزان چاپ نتایج تحقیقات در زمینه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر طی ۲۵ سال گذشته بوده است. این مقاله ۴۰ نشریه علمی را منتشر کرده که همواره مقاله‌هایی درباره تحقیقات سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر منتشر می‌کنند. سهم اصلی این کار، ایجاد یک مرور کلی از تحقیقات سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر بوده که منجر به توسعه یک برنامه تحقیقاتی آینده-نگارانه در زمینه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر می‌شود.

چانگ و کانگ (Chung & Kang, 2018) در تحقیقی به ارزیابی رشد صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در کره پرداخته‌اند. هدف محققین از این مقاله بررسی نحوه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در کره بوده است. این مقاله همچنین رشد سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر را در کره با ایالات متحده مقایسه کرده است. محققین در این مقاله پیش‌بینی رشد صنعت سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در کره را با استفاده از مدل باس پیش‌بینی کرده‌اند. نویسندگان دریافتند که جریان صندوق نوآورانه در کره، قویتر از آنچه در ایالات متحده آمریکا نشان می‌دهد است، در حالی که سرمایه‌گذاری مجدد در منابع ریسک‌پذیر ضعیف است. این مطالعه پیش‌بینی کرده که سرمایه‌گذاری‌های جدید در کره جنوبی در هر پنج سال به میزان ۵ تا ۷ درصد افزایش می‌یابد و در طول زمان، سرعت رشد کاهش می‌یابد.

آیدیاس و اسپیلو (Aidis & Schillo, 2017) در تحقیقی تاثیر جنسیت را بر رهبری و سرمایه گذاری ریسک پذیر در اوراق بهادار شرکت ها بررسی کرده اند. هدف محققین از این مقاله، ارائه یک شاخص جدید با عنوان رهبری زنان در سرمایه گذاری های کارآفرینی و ریسک پذیر (WLEV) بوده است. نویسندگان خلاصه ای از شاخص WLEV را مطابق با تحقیقات قبلی نیز ارائه داده اند. این شاخص دارای ویژگی های مناسب برای تحقیقات آتی بوده و اولین مقایسه را با آمار موجود ارائه داده است. یافته های نویسندگان نشان داده که رهبری زنان در شرکت های پرتفوی سرمایه گذاری ریسک پذیر دارای نمرات نسبتا کمی بوده است.

بت شکن و همکاران (۱۳۹۶) در طی یک مطالعه تجربی دلایل عدم توسعه یافتگی سرمایه گذاری ریسک پذیر در ایران را مورد مطالعه قرار داده اند. به گفته محققین در این مطالعه سرمایه گذاری ریسک پذیر بر رشد کمی و کیفی کارآفرینی اثری مستقیم دارد. نتایج این تحقیق نشان می دهد که دلایل عدم توسعه یافتگی صنعت سرمایه گذاری ریسک پذیر عبارت بوده اند از: تعداد کم ثبت اختراعات مبتنی بر نیاز بازار، زمان بر بودن فرآیند تاسیس و انحلال شرکت ها، آشنا نبودن با شاخص های ارزیابی موشکافانه، برخورداری نبودن از سازوکار داوری، قراردادهای غیرحرفه ای، محدودیت استراتژی خروج، کمبود سیاست های علمی و اجرایی این صنعت در دولت، کمبود مشوق های مالی و قانونی، وجود بروکراسی اداری، اعطای کمک های بلاعوض و تسهیلات کم بهره؛ همچنین در حال توسعه بودن نظام اقتصادی کشور، نظام مالی کشور، محیط کسب و کارهای نوآورانه، نظام فرهنگی و ضعف در شاخص های منابع انسانی، اعم از مهاجرت نخبگان و صاحبان دانش، کمبود نیروی کار با کیفیت و مشاوره های حرفه ای، آشنایی کمتر دستگاه های نظارتی و اجرایی در گیر با مبانی نظری سرمایه گذاری ریسک پذیر، آشنایی کمتر صاحبان دانش و کارآفرینان با مبانی نظری مالی.

صادقی و خطیب (۱۳۹۵) در تحقیقی به رتبه بندی عقود اسلامی در تامین مالی سرمایه گذاری ریسک پذیر با استفاده از مدل تصمیم گیری چند معیاره TOPSIS پرداخته اند. محققین در این تحقیق، ۸ معیار رتبه بندی عقود اسلامی، از طریق مطالعه و بررسی ادبیات موضوع و تحقیقات صورت گرفته در این زمینه شناسایی و استخراج کرده اند.

احسنی زاد و همکاران (۱۳۹۵) در تحقیقی به رتبه بندی طرح های کسب و کار سرمایه گذاری خطرپذیر با روش تحلیل پوششی داده ها در یک شرکت سرمایه گذاری خطرپذیر ایرانی پرداخته اند.

صادقی شاهدانی و رعایانی (۱۳۹۳) در تحقیقی به تبیین مدل های سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی پرداخته‌اند. پژوهشگران این تحقیق سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی را یکی از روش های نوین تامین مالی اسلامی بیان کرده‌اند که علی رغم اذعان بسیاری از متخصصان بر کارایی این مدل و مزیت های خاص و ویژه آن، آن چنان که باید مورد توجه متخصصان مالی اسلامی قرار نگرفته است. نتایج این تحقیق نشان داده است که علاوه بر عقود مضاربه و مشارکت از عقود مانند مشارکت کاهنده، اجاره موصوف فی‌الذمه، اجاره به شرط تملیک و مدل وکالت- اجاره موصوف فی‌الذمه نیز می توان در فرایند سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی استفاده کرد.

جبل عاملی و آزادگان مهر (۱۳۹۰) در یک مطالعه موردی سرمایه گذاری ریسک پذیر دانشگاهی، در چارچوب سرمایه در دانشگاه علم و صنعت ایران بررسی کرده‌اند. به گفته محققین در این پژوهش سرمایه گذاری ریسک پذیر، یکی از زیرساخت های مهم کارآفرینی فناورانه است که موفقیت شرکت های نوپایان فناوری محور علاوه بر تامین مالی با در اختیار نهادن کمک های مشاوره ای و مدیریتی تسهیل می نماید. محققین در این مقاله یک مدل برای تاسیس صندوق های سرمایه گذاری ریسک پذیر غیر سنتی بررسی کرده‌اند و مدلی برای تاسیس یک صندوق دانشگاهی در ایران بومی سازی نموده‌اند.

بدیعی و همکاران (۱۳۹۰) در یک مطالعه کاربردی با استنتاج پارامترهای تاثیرگذار در شاخص سودآوری پروژه‌های سرمایه گذاری ریسک پذیر صنعتی و معدنی را مورد بررسی قرار داده‌اند. به بیان این محققین آنالیز حساسیت روشی است که با استفاده از مدل سازی یک سیستم، روابط بین پارامترهای ورودی را تعیین کرده و تاثیر هر یک از این پارامترها را بر نتیجه و خروجی مدل می سنجد تا پارامترهایی که بیشترین تاثیر را بر نتیجه دارند به عنوان حساس ترین و مهمترین متغیرهای ورودی شناسایی شوند. نتیجه حاصل شده است که با تمرکز بر روی پارامترهای تاثیر گذار می توان تا حد زیادی ریسک سرمایه گذاری را کاهش داد.

روش‌شناسی پژوهش

با توجه به اینکه هدف این پژوهش طراحی الگوی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک پذیر در ایران می‌باشد، پژوهش حاضر از نظر هدف، از نوع توسعه‌ای است. از نظر رویکرد و استراتژی در دسته پژوهش‌های آمیخته (ابتدا کیفی، سپس کمی) قرار می‌گیرد.

استراتژی پژوهش در مرحله کیفی، زمینه بنیان و در مرحله کمی پیمایش بوده است. رویکردهای آمیخته نوعی از روش پژوهشی محسوب می‌گردد که در آن دو رویکرد رقیب کمی و کیفی در کنار یکدیگر قرار می‌گیرند. به عبارتی روش‌های پژوهش آمیخته نوعی از روش پژوهشی است که در آن محققان به منظور درک عمیق از پدیده‌ها، عناصر روش‌های کمی و کیفی را با هم ادغام می‌کنند.

روش پژوهش کیفی در مرحله اول با استفاده از نظریه زمینه بنیان برای ساخت مدل مفهومی و به منظور تبیین عوامل موثر در توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایران استفاده شده است. ابزار گردآوری داده‌ها در این بخش مصاحبه‌های باز عمیق بوده است. در این بخش از خبرگان سرمایه‌گذاری برای ساخت مدل مفهومی و استخراج مفاهیم و مقوله‌ها استفاده شده است. برای این منظور با توجه به اینکه در بخش کیفی نمونه‌گیری نظری بوده و از ابتدا نمی‌توان تعداد نمونه‌ها را مشخص نمود، لذا مصاحبه‌ها تا رسیدن به اشباع نظری انجام گرفته است. برای این منظور نمونه‌گیری به صورت هدفمند از مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری فعال در بورس اوراق بهادار با سابقه بالای ۱۰ سال انجام شده و در نفر ۱۷ محقق به اشباع نظری رسیده است. برای اطمینان بیشتر نمونه‌گیری تا نفر ۲۰ نیز ادامه یافته است. بنابراین در مرحله کیفی، نمونه‌آماري ۲۰ نفر از خبرگان سرمایه‌گذاری بوده است. دسته‌بندی کدها در قالب مقوله‌ها در قالب نرم‌افزار Nvivo انجام شده است. برای اعتبارسنجی نتایج این بخش از تطبیق نتایج با ادبیات پیشین و اعتبارسنجی مجدد از طریق خبرگان استفاده شده که نتایج بدست آمده نشان دهنده تأیید مقوله‌های اصلی و فرعی و مفاهیم در بخش کیفی بوده است. همچنین علاوه بر تأیید نتایج به صورت کیفی، بخش کمی به منظور بررسی و تأیید نتایج بخش کیفی انجام شده است.

در بخش کمی، با استفاده از یافته‌های بخش کیفی (مقوله‌های فرعی و مفاهیم در بخش کیفی) ابتدا پرسشنامه‌ای تدوین شده که هدف بررسی و تأیید نتایج بخش کیفی بوده است. برای این منظور از تحلیل عاملی تأییدی به تفکیک هر یک از مقوله‌های اصلی استفاده شده است. جامعه آماری این بخش شامل مدیران شرکت‌های بورسی در بورس اوراق بهادار می‌باشد. به منظور تعیین حجم نمونه، با توجه به اینکه از تحلیل عاملی تأییدی در جهت تحلیل داده‌ها استفاده شده است و قاعده‌تأ حجم نمونه بیشتری برای برازش مدل لازم است. لذا قوانینی برای تعیین حجم نمونه وجود دارد که در این پژوهش به منظور تعیین حجم نمونه به این قوانین توجه شده است. الف) حداقل اندازه نمونه ۱۰۰ تا ۲۰۰ آزمودنی برای مدل‌های تأییدی یا ساختاری (Boomsma, 1985)، ب) ۵ یا ۱۰ مشاهده برای هر پارامتر مدل (Bentler & Chou, 1990) و

ج) ۱۰ آزمودنی به ازای هر متغیر آشکار (Wolf et al., 2013)؛ بر همین اساس نیز در این پژوهش ۱۰ نمونه به ازای هر متغیر آشکار انتخاب شده است. با توجه به اینکه بیشترین تعداد متغیر آشکار در مقوله اصلی زمینه شکل‌گیری سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر بوده است، بنابراین با توجه به وجود ۲۱ متغیر آشکار در این بخش، ۲۱۰ نفر به عنوان حجم نمونه انتخاب شده است. ابزار گردآوری داده‌ها در این بخش پرسشنامه بوده است. روایی پرسشنامه به صورت روایی ظاهری و پایایی آن با استفاده از ضریب آلفای کرونباخ محاسبه و تأیید شده است. مقدار آلفای کرونباخ برای شرایط علی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر ۰/۸۹۳، برای شرایط زمینه‌ای توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر ۰/۹۰۱، برای شرایط مداخله‌گر توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر ۰/۸۵۱، برای راهبردهای توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر ۰/۸۰۹، برای پیامدهای توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر ۰/۷۶۹ و برای مقوله محوری ۰/۷۹۴ محاسبه شده که نشان دهنده پایایی مناسب پرسشنامه بوده است.

یافته‌های تحقیق

یافته‌های تحقیق در بخش کیفی

در نظریه داده‌بنیاد، فرایند تحلیل داده‌ها با کدگذاری آغاز می‌شود، کدگذاری داده‌ها شامل سه مرحله کدگذاری باز، کدگذاری محوری، و کدگذاری انتخابی است (Strauss & Corbin, 1990). در این تحقیق بر اساس مصاحبه‌های انجام گرفته، کدهای اولیه استخراج شده است. در مرحله کدگذاری باز^۱ پس از شناسایی کدهای اولیه و در نظر گرفتن کدهای مشابه، ۶۷ کد مفهومی استخراج شد و سپس در مرحله بعد با بررسی این کدها و طبقه‌بندی آنها، ۱۵ مقوله فرعی شناسایی شدند. کدگذاری محوری^۲، مرحله دوم تجزیه و تحلیل در نظریه پردازی داده‌بنیاد است. هدف این مرحله تعیین رابطه بین مقوله‌های ایجاد شده در مرحله کدگذاری باز است. در کدگذاری محوری، محقق پدیده مرکزی یا محوری را شناسایی می‌کند، شرایط علی را تشریح می‌کند، کنش‌ها و واکنش‌ها را مشخص می‌کند، شرایط مداخله‌گر و بستر را شناسایی می‌کند و پیامدها و نتایج راهبردها را برای این پدیده معین می‌کند. این کار بر اساس مدل پارادایم انجام می‌شود و به نظریه پرداز کمک می‌کند تا فرایند نظریه را به سهولت انجام دهد. جدول (۱) تبدیل مفاهیم به دسته‌بندی کلی یعنی مقوله‌های فرعی و اصلی را نشان می‌دهد.

1. Open coding

2. Axial coding

جدول (۱): مقوله های اصلی و فرعی و مفاهیم زیر مجموعه هر کدام در توسعه سرمایه گذاری

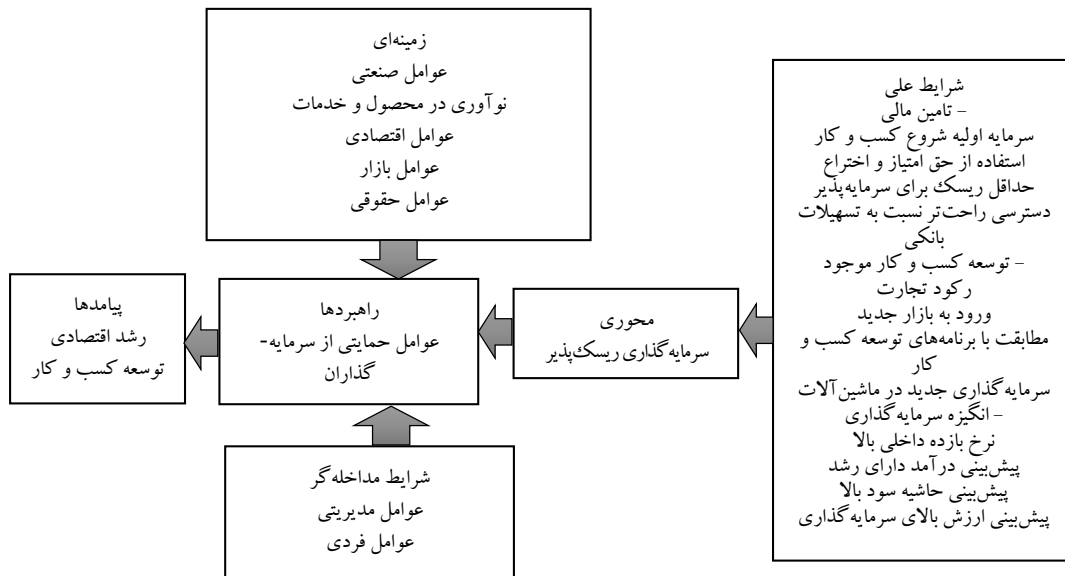
ریسک پذیر

مقوله اصلی	مقوله فرعی	مفاهیم	نماد
تأمین مالی		سرمایه اولیه شروع کسب و کار	Ca11
		استفاده از حق امتیاز و اختراع	Ca12
		حداقل ریسک برای سرمایه پذیر	Ca13
		دسترسی راحت تر نسبت به تسهیلات بانکی	Ca14
توسعه کسب و کار	موجود	رکود تجارت	Ca21
		ورود به بازار جدید	Ca22
		مطابقت با برنامه های توسعه کسب و کار	Ca23
		سرمایه گذاری جدید در ماشین آلات	Ca24
		نرخ بازده داخلی بالا	Ca31
		پیش بینی درآمد دارای رشد	Ca32
انتگیزه سرمایه - گذاری		پیش بینی حاشیه سود بالا	Ca33
		پیش بینی ارزش بالای سرمایه گذاری	Ca34
		تجربه مدیران در صنعت	Co11
		کمبود اطلاعات مدیران	Co12
عوامل مدیریتی		دخالت سرمایه گذار در مدیریت بنگاه	Co13
		ترکیب هیئت مدیره و مدیران بنگاه (ساختار ضعیف مدیریت)	Co14
		مدیریت ریسک	Co15
		حضور یک شریک فنی	Co16
		برنامه تجاری مکتوب	Co17
		فرایند طولانی جذب سرمایه گذار	Co18
عوامل فردی		اعتماد بین سرمایه گذار و سرمایه پذیر	Co21
		برنامه خروج کاملاً مشخص برای سرمایه گذار	Co22
		تمایل به موفقیت کارآفرینان و سرمایه پذیران	Co23
		توانایی رهبری و مهارت مدیریتی	Co24
عوامل صنعتی		مسیر موفقیت در صنعت	Cn11
		چشم انداز رشد صنعت	Cn12
		توسعه محصول جدید	Cn21
		مزیت رقابتی محصول یا خدمات	Cn22
نوآوری در محصول و خدمات		فناوری محصول و خدمات	Cn23
		منطبق بودن محصولات و خدمات با نیازهای افراد	Cn24
		حمایت از مالکیت فکری	Cn25
		نرخ تورم	Cn31
عوامل اقتصادی		نرخ ارز	Cn32
		سودآوری بنگاه در گذشته	Cn33
		بی ثباتی اقتصادی	Cn34
		سهم بازار پیش بینی شده	Cn41
عوامل بازار		شرایط بازار	Cn42

مقوله اصلی	مقوله فرعی	مفاهیم	نماد
راهبردها	عوامل حقوقی	سلامت بازار هدف	Cn43
		موقعیت رقابتی در بازار(انحصار چند جانبه)	Cn44
		نیاز بازار به محصولات و خدمات	Cn45
		قرارداد بین سرمایه‌گذار و سرمایه‌پذیر (کارآفرین)	Cn51
		ساز و کار داوری بین سرمایه‌گذار و سرمایه‌پذیر	Cn52
		نبود قوانین مدون برای سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر	Cn53
		زمان‌بر بودن فرایند تأسیس و انحلال صندوق سرمایه‌گذاری	Cn54
		قابلیت اجرای قرارداد تأمین مالی	Cn55
		امنیت سرمایه‌گذاری	St11
		نقل و انتقال آزادانه سرمایه	St12
پیامدها	عوامل حمایتی از سرمایه‌گذاران	ایجاد زیرساخت‌ها(جاده، انرژی و ...)	St13
		آموزش و تربیت نیروی انسانی متخصص در زمینه سرمایه‌گذاری خطر پذیر	St14
		حمایت اعتباری دانشگاه‌ها	St15
		ایجاد بازار مجزای صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطر پذیر در بورس	St16
		تضمین بخش یا تمام سرمایه‌گذاری توسط دولت	St21
		معافیت مالیاتی و بیمه‌ای	St22
		معافیت گمرکی	St23
		اعضای تسهیلات کم‌بهره	St24
		کاهش بوروکراسی اداری	St25
		محوری	رشد اقتصادی
افزایش تولید داخلی	Ou12		
افزایش درآمد مالی	Ou13		
افزایش تقاضا	Ou14		
افزایش قدرت خرید	Ou15		
توسعه کسب و کار جدید	ایجاد شرکت‌های دانش‌بنیان		Ou21
	توسعه شرکت‌های کوچک و متوسط		Ou22
	توسعه استارت‌آپ‌ها		Ou23
	سرمایه‌گذاری برای تأمین بودجه اولیه		Vc1
	سرمایه‌گذاری ثابت اولیه		Vc2
ریسک‌پذیر	ریسک‌پذیر	سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر مرحله توسعه	Vc3

در نهایت پس از کدگذاری باز و کدگذاری محوری، کدگذاری انتخابی انجام شده است. کدگذاری انتخابی مهم‌ترین مرحله نظریه پردازی است که در آن، محقق مقوله محوری را با سایر موارد ارتباط می‌دهد، ارتباط آنها را بیان می‌کند و مقوله‌هایی که احتیاج به بهبود و بازنگری دارند را اصلاح می‌کند (دانایی فرد و اسلامی، ۱۳۹۰). پس از ارائه شش دسته شرایط علی شامل افزایش تأمین مالی، توسعه کسب و کار موجود و انگیزه سرمایه‌گذاری؛ شرایط مداخله‌گر شامل عوامل مدیریتی و عوامل فردی؛

شرایط زمینه‌ای شامل عوامل صنعتی، نوآوری در محصول و خدمات، عوامل اقتصادی، عوامل بازار و عوامل حقوقی؛ راهبردها شامل عوامل حمایتی از سرمایه‌گذاران و حمایت‌های دولتی؛ پیامدهای سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر شامل رشد اقتصادی و توسعه کسب و کار جدید؛ و مقوله محوری که سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر نام‌گذاری شده، ارتباط بین مقوله‌های مختلف ایجاد و مدل پارادایمی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر ایجاد شده که در شکل (۱) نشان داده شده است.



شکل (۱): مدل پارادایمی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر

یافته‌های تحقیق در بخش کمی

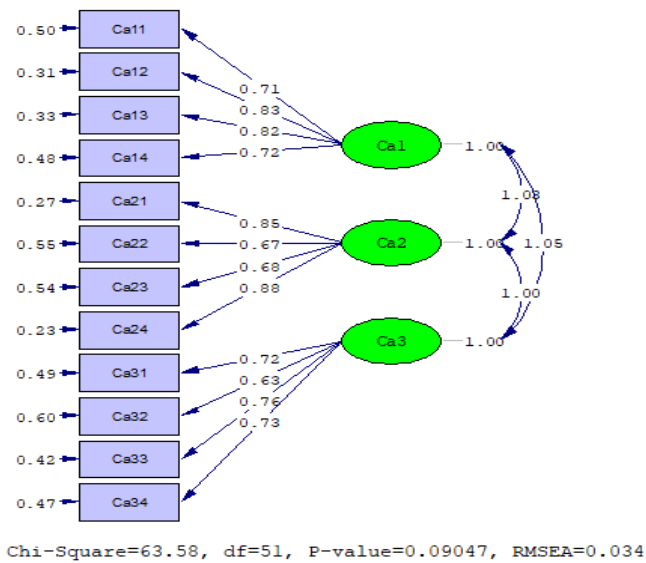
پس از دستیابی به مدل پارادایمی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، با استفاده از تحلیل عاملی تأییدی، هر یک از اجزاء مدل پارادایم مورد بررسی قرار گرفته است تا از مناسب بودن هر یک از مقوله‌های اصلی و کدگذاری‌های انجام شده در جامعه مورد مطالعه اطمینان حاصل شود. نتایج مربوط به شاخص‌های مناسب بودن تحلیل عاملی تأییدی مدل شرایط علی نشان می‌دهد که مقدار کای اسکوئر برابر ۶۳/۵۸ با درجه آزادی ۵۱ بدست آمده است. مقدار شاخص کای اسکوئر بهنجار شده (حاصل تقسیم کای اسکوئر بر درجه آزادی) برابر ۱/۲۴۶ محاسبه گردیده که نشان دهنده مناسب بودن مدل تأییدی از نظر این شاخص بوده است. ریشه میانگین مربعات خطای تقریب (RMSEA) برابر

۰/۰۳۴ محاسبه شده است که نشان دهنده مقادیر خوب برای مدل بوده است. مقدار شاخص نیکویی برازش (GFI) نیز ۰/۹۱ بدست آمده که چون بزرگتر از ۰/۹ بوده است، می‌توان عنوان نمود که مدل تاییدی شرایط علی خوب بوده است. مقدار شاخص ریشه میانگین مربعات باقی مانده استاندارد شده (SRMR) برابر ۰/۰۶۹ بدست آمده که نشان دهنده مقادیر قابل قبول برای مدل بوده است. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که تأمین مالی، توسعه کسب و کار موجود و انگیزه سرمایه‌گذاری در دسته شرایط علی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر قرار می‌گیرند. نتایج مربوط به بارهای عاملی استاندارد شده و مقادیر t متناظر برای بررسی معنی‌داری بارهای عاملی مدل شرایط علی در جدول (۵) نشان داده شده است.

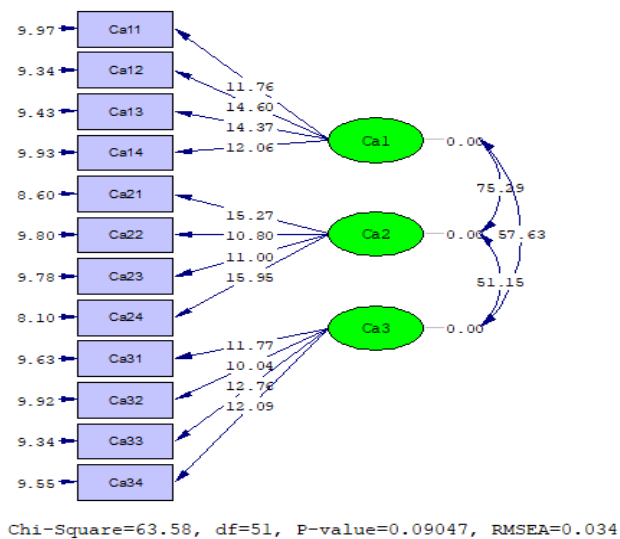
جدول (۵): بارهای عاملی و مقادیر t متناظر مدل تأییدی شرایط علی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر

مقدار t	بار عاملی	مسیر بار عاملی
۱۱/۷۶	۰/۷۱	CA1 <--- CA11
۱۴/۶۰	۰/۸۳	CA1 <--- CA12
۱۴/۳۷	۰/۸۲	CA1 <--- CA13
۱۲/۰۶	۰/۷۲	CA1 <--- CA14
۱۵/۲۷	۰/۸۵	CA2 <--- CA21
۱۰/۸۰	۰/۶۷	CA2 <--- CA22
۱۱/۰۰	۰/۶۸	CA2 <--- CA23
۱۵/۹۵	۰/۸۸	CA2 <--- CA24
۱۱/۷۷	۰/۷۲	CA3 <--- CA31
۱۰/۰۴	۰/۶۳	CA3 <--- CA32
۱۲/۷۶	۰/۷۶	CA3 <--- CA33
۱۲/۰۹	۰/۷۳	CA3 <--- CA34

با توجه به اینکه مقادیر t متناظر هر بار عاملی در جدول (۵) بزرگتر از ۱/۹۶ محاسبه گردیده است، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان عنوان نمود که تمامی بارهای عاملی در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار بوده و ارتباط بین مقوله‌های فرعی با مقوله‌های اصلی در شرایط علی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر تأیید می‌گردد. برای مثال در شکل (۲) نتایج مربوط به بارهای عاملی و در شکل (۳) مقادیر t متناظر هر یک از بارهای عاملی تحلیل عاملی تاییدی مدل شرایط علی نشان داده شده است.



شکل (۲): بارهای عاملی مدل تأییدی شرایط علی توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر



شکل (۳): مقادیر t متناظر بارهای عاملی مدل تأییدی شرایط علی توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر

نتایج مربوط به شاخص‌های مناسب بودن تحلیل عاملی تأییدی مدل بستر و زمینه توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر نشان می‌دهد که مقدار کای اسکوئر برابر ۲۳۴/۶۵ با درجه آزادی ۱۷۹ بدست آمده است. مقدار

شاخص کای اسکوتر بهنجار شده برابر $۱/۳۱۰$ ، ریشه میانگین مربعات خطای تقریب برابر $۰/۰۳۸$ ، مقدار شاخص نیکویی برازش $۰/۸۸$ و مقدار شاخص ریشه میانگین مربعات باقی مانده استاندارد شده برابر $۰/۰۷۵$ بدست آمده که نشان دهنده مقادیر قابل قبول برای مدل بوده است. بنابر این می‌توان نتیجه گرفت که عوامل صنعتی، نوآوری در محصول و خدمات، عوامل اقتصاد، عوامل بازار و عوامل حقوقی در دسته بستر و زمینه توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر قرار می‌گیرند. نتایج مربوط به بارهای عاملی استاندارد شده و مقادیر t متناظر برای بررسی معنی‌داری بارهای عاملی مدل بستر و زمینه توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در جدول (۶) نشان داده شده است.

جدول (۶): بارهای عاملی و مقادیر t متناظر مدل تأییدی بستر و زمینه توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر

مقدار t	بار عاملی	مسیر بار عاملی
۱۲/۳۶	۰/۷۱	CO1 <---
۱۳/۹۵	۰/۷۸	CO1 <---
۱۶/۸۶	۰/۸۶	CO2 <---
۱۳/۷۲	۰/۷۵	CO2 <---
۱۶/۸۸	۰/۸۶	CO2 <---
۱۲/۳۶	۰/۷۰	CO2 <---
۱۲/۸۳	۰/۷۲	CO2 <---
۱۶/۹۲	۰/۸۷	CO3 <---
۱۲/۷۶	۰/۷۱	CO3 <---
۱۱/۲۱	۰/۶۵	CO3 <---
۱۳/۵۱	۰/۷۴	CO3 <---
۱۷/۰۳	۰/۹۴	CO4 <---
۱۲/۰۷	۰/۷۱	CO4 <---
۱۰/۷۱	۰/۶۶	CO4 <---
۱۷/۸۴	۰/۸۳	CO4 <---
۱۴/۹۲	۰/۵۹	CO4 <---
۱۹/۹۶	۰/۸۱	CO5 <---
۱۵/۰۶	۰/۸۱	CO5 <---
۱۶/۳۰	۰/۸۵	CO5 <---
۱۶/۳۶	۰/۸۶	CO5 <---
۱۲/۹۲	۰/۷۳	CO5 <---

با توجه به اینکه مقادیر t متناظر هر بار عاملی در جدول (۶) بزرگتر از $1/96$ محاسبه گردیده است، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد می توان عنوان نمود که تمامی بارهای عاملی در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی دار بوده و ارتباط بین مقوله های فرعی با مقوله های اصلی در زمینه توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر تأیید می گردد.

نتایج مربوط به شاخص های مناسب بودن تحلیل عاملی تأییدی مدل شرایط مداخله گر توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر نشان می دهد که مقدار کای اسکوئر برابر $62/25$ با درجه آزادی ۵۳ بدست آمده است. مقدار شاخص کای اسکوئر بهنجار شده برابر $1/174$ ، ریشه میانگین مربعات خطای تقریب برابر $0/029$ ، مقدار شاخص نیکویی برازش $0/93$ و مقدار شاخص ریشه میانگین مربعات باقی مانده استاندارد شده برابر $0/058$ بدست آمده که نشان دهنده مقادیر خوب برای مدل بوده است. بنابراین می توان نتیجه گرفت که عوامل مدیریتی و عوامل فردی در دسته شرایط مداخله گر توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر قرار می گیرند. نتایج مربوط به بارهای عاملی استاندارد شده و مقادیر t متناظر برای بررسی معنی داری بارهای عاملی مدل شرایط مداخله گر توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر در جدول (۷) نشان داده شده است.

جدول (۷): بارهای عاملی و مقادیر t متناظر مدل تأییدی شرایط مداخله گر توسعه سرمایه -
گذار ریسک پذیر

مقدار t	بار عاملی	مسیر بار عاملی
۱۱/۵۷	۰/۹۸	CO1 <--- CO11
۸/۳۳	۰/۵۴	CO1 <--- CO12
۹/۸۲	۰/۶۲	CO1 <--- CO13
۱۲/۹۲	۰/۷۷	CO1 <--- CO14
۱۴/۵۴	۰/۸۳	CO1 <--- CO15
۱۴/۲۲	۰/۸۲	CO1 <--- CO16
۱۴/۸۴	۰/۸۴	CO1 <--- CO17
۱۵/۰۵	۰/۸۵	CO1 <--- CO18
۱۲/۱۵	۰/۷۳	CO2 <--- CO21
۱۱/۳۶	۰/۷۰	CO2 <--- CO22
۱۰/۳۱	۰/۶۵	CO2 <--- CO23
۱۱/۰۷	۰/۶۸	CO2 <--- CO24

با توجه به اینکه مقادیر t متناظر هر بار عاملی در جدول (۷) بزرگتر از $۱/۹۶$ محاسبه گردیده است، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان عنوان نمود که تمامی بارهای عاملی در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار بوده و ارتباط بین مقوله‌های فرعی با مقوله‌های اصلی در شرایط مداخله‌گر توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر تأیید می‌گردد.

نتایج مربوط به شاخص‌های مناسب بودن تحلیل عاملی تأییدی راهبردهای توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر نشان می‌دهد که مقدار کای اسکوئر برابر $۶۶/۶۷$ با درجه آزادی ۴۳ بدست آمده است. مقدار شاخص کای اسکوئر بهنجار شده برابر $۱/۵۵۰$ ، ریشه میانگین مربعات خطای تقریب برابر $۰/۰۵۱$ ، مقدار شاخص نیکویی برازش $۰/۹۱$ و مقدار شاخص ریشه میانگین مربعات باقی مانده استاندارد شده برابر $۰/۰۶۰$ بدست آمده که نشان دهنده مقادیر خوب برای مدل بوده است. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که عوامل حمایتی از سرمایه‌گذاران و حمایت‌های دولتی راهبردهای توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر قرار می‌گیرند. نتایج مربوط به بارهای عاملی استاندارد شده و مقادیر t متناظر برای بررسی معنی‌داری بارهای عاملی مدل راهبردهای توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در جدول (۸) نشان داده شده است.

جدول (۸): بارهای عاملی و مقادیر t متناظر مدل تأییدی راهبردهای توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر

مقدار t	بار عاملی	مسیر بار عاملی
۱۲/۴۵	۰/۷۳	ST11 <--- ST1
۱۳/۱۳	۰/۷۷	ST12 <--- ST1
۲۰/۳۳	۰/۶۸	ST13 <--- ST1
۱۲/۰۲	۰/۷۲	ST14 <--- ST1
۱۲/۹۰	۰/۷۵	ST15 <--- ST1
۱۱/۹۹	۰/۷۱	ST16 <--- ST1
۱۴/۴۵	۰/۸۲	ST21 <--- ST2
۱۴/۸۹	۰/۸۳	ST22 <--- ST2
۲۰/۳۰	۰/۹۶	ST23 <--- ST2
۱۲/۶۲	۰/۷۴	ST24 <--- ST2
۱۳/۱۲	۰/۹۸	ST25 <--- ST2

با توجه به اینکه مقادیر t متناظر هر بار عاملی در جدول (۸) بزرگتر از $1/96$ محاسبه گردیده است، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد می توان عنوان نمود که تمامی بارهای عاملی در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی دار بوده و ارتباط بین مقوله های فرعی با مقوله های اصلی در راهبردهای توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر تأیید می گردد.

نتایج مربوط به شاخص های مناسب بودن تحلیل عاملی تاییدی پیامدهای توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر نشان می دهد که مقدار کای اسکوئر برابر $24/04$ با درجه آزادی ۱۹ بدست آمده است. مقدار شاخص کای اسکوئر بهنجار شده برابر $1/265$ ، ریشه میانگین مربعات خطای تقریب برابر $0/036$ ، مقدار شاخص نیکویی برازش $0/88$ و مقدار شاخص ریشه میانگین مربعات باقی مانده استاندارد شده برابر $0/079$ بدست آمده که نشان دهنده مقادیر خوب برای مدل بوده است. بنابراین می توان نتیجه گرفت که رشد اقتصادی و توسعه کسب و کار جدید در دسته پیامدهای توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر قرار می گیرند. نتایج مربوط به بارهای عاملی استاندارد شده و مقادیر t متناظر برای بررسی معنی داری بارهای عاملی مدل پیامدهای توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر در جدول (۹) نشان داده شده است.

جدول (۹): بارهای عاملی و مقادیر t متناظر مدل تاییدی پیامدهای توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر

مقدار t	بار عاملی	مسیر بار عاملی
۱۱/۱۵	۰/۶۸	OU1 <--- OU11
۱۱/۵۹	۰/۷۰	OU1 <--- OU12
۱۲/۵۷	۰/۷۵	OU1 <--- OU13
۱۸/۲۷	۰/۹۵	OU1 <--- OU14
۱۵/۶۴	۰/۸۶	OU1 <--- OU15
۱۴/۹۴	۰/۸۴	OU2 <--- OU21
۱۴/۳۱	۰/۸۱	OU2 <--- OU22
۱۴/۷۴	۰/۸۳	OU2 <--- OU23

با توجه به اینکه مقادیر t متناظر هر بار عاملی در جدول (۹) بزرگتر از $1/96$ محاسبه گردیده است، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد می توان عنوان نمود که تمامی بارهای عاملی در سطح

اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار بوده و ارتباط بین مقوله‌های فرعی با مقوله‌های اصلی در پیامدهای توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر تأیید می‌گردد.

نتایج مربوط به شاخص‌های مناسب بودن تحلیل عاملی تاییدی پدیده محوری نشان می‌دهد که مقدار کای اسکوتر برابر $25/82$ با درجه آزادی ۱۴ بدست آمده است. مقدار شاخص کای اسکوتر بهنجار شده برابر $1/844$ ، ریشه میانگین مربعات خطای تقریب برابر $0/065$ ، مقدار شاخص نیکویی برازش $0/90$ و مقدار شاخص ریشه میانگین مربعات باقی مانده استاندارد شده برابر $0/059$ بدست آمده که نشان دهنده مقادیر خوب برای مدل بوده است. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر به عنوان پدیده محوری در صنعت مورد مطالعه مورد تأیید قرار می‌گیرد. نتایج مربوط به بارهای عاملی استاندارد شده و مقادیر t متناظر برای بررسی معنی‌داری بارهای عاملی مدل پدیده محوری در جدول (۱۰) نشان داده شده است.

جدول (۱۰): بارهای عاملی و مقادیر t متناظر مدل تأییدی مقوله محوری توسعه سرمایه‌گذاری

ریسک‌پذیر

مقدار t	بار عاملی	مسیر بار عاملی
۱۲/۰۵	۰/۷۸	VC1 <--- VC
۱۱/۶۳	۰/۷۶	VC2 <--- VC
۱۲/۴۸	۰/۸۱	VC3 <--- VC

با توجه به اینکه مقادیر t متناظر هر بار عاملی در جدول (۱۰) بزرگتر از $1/96$ محاسبه گردیده است، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان عنوان نمود که تمامی بارهای عاملی در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار بوده و ارتباط بین مقوله‌های فرعی با مقوله‌های اصلی در پدیده محوری مورد تأیید قرار می‌گیرد.

نتیجه‌گیری و بحث

این پژوهش به دنبال طراحی الگوی بهینه توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایران با استفاده از تئوری زمینه بنیان بوده است. بر همین اساس ابتدا با استفاده از روش کیفی نظریه زمینه بنیان، الگوی پارادایمی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر در ایران ایجاد شد. نتایج در این بخش نشان داد که در داخل کشور شرایط علی تأثیرگذار بر شکل‌گیری سرمایه‌گذاری ریسک

پذیر تأمین مالی، توسعه کسب و کار موجود و انگیزه سرمایه گذاری بوده است. به عبارتی کسب و کارهای جدید برای تأمین مالی کسب و کارهای خود بر اساس دلایلی مانند دسترسی ساده تر به منابع مالی، نیاز به سرمایه اولیه شروع کسب و کار، دارا بودن حداقل ریسک برای سرمایه پذیر، تمایل بیشتری به استفاده از سرمایه های ریسک پذیر دارند. مقوله های دیگر مانند انگیزه سرمایه - گذاران ریسک پذیر برای دستیابی به سود بیشتر و توسعه کسب و کارهای موجود از دیگر شرایط علی شکل گیری سرمایه گذاری ریسک پذیر می باشند. در الگوی پارادایمی توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر، دو مقوله اصلی شرایط زمینه ای و شرایط مداخله گر به عنوان مقوله - هایی تلقی می شوند که می توانند بر سرمایه گذاری ریسک پذیری اثر گذار باشند. در شرایط زمینه ای، عوامل صنعتی، نوآوری در محصول و خدمات، عوامل اقتصادی، عوامل بازار و عوامل حقوقی به عنوان بستر و زمینه هایی تلقی می شوند که می توانند باعث توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر تلقی شوند. بایستی توجه نمود که هر یک از این عوامل می توانند مسیری مستقیم و یا معکوس برای توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیری ایجاد کنند. برای مثال اگر چشم انداز رشد صنعتی برای سرمایه گذاران ریسک پذیر دارای رشد نباشد، به طور طبیعی این سرمایه گذار تمایلی برای سرمایه گذاری نخواهد داشت. به همین ترتیب می توان سایر مفاهیم و مقوله های فرعی را نیز در این چارچوب بررسی نمود. بایستی توجه شود که سرمایه گذاری ریسک پذیر نیاز به بستر مناسبی دارد که می تواند محرک این نوع سرمایه گذاری تلقی شود. بنابراین بایستی سیاستگذاران کلان در حوزه های مختلف اقتصادی و صنعتی به این عوامل توجه نمایند. در بحث شرایط مداخله گر، نتایج نشان می دهد که عوامل مدیریتی و عوامل فردی به عنوان مداخله - گرهایی تلقی می شوند که بیشتر متکی بر خصوصیات و ویژگی های افراد و مدیران کسب و کارها است و تصمیمات و ویژگی های آنها می تواند بر فرایند سرمایه گذاری ریسک پذیر تأثیر داشته باشد. تجربه مدیران در صنعت، کمبود اطلاعات مدیران، دخالت سرمایه گذار در مدیریت بنگاه، اعتماد بین سرمایه گذار و سرمایه پذیر و توانایی رهبری و مهارت مدیریتی از جمله مفاهیمی در این حوزه می باشند که می توانند بر سرمایه گذاری ریسک پذیر اثر مداخله گری داشته باشند. در این بخش می توان این گونه بیان نمود که برای توسعه سرمایه گذاری ریسک پذیر در بعد مدیریتی بایستی تجربه و مهارت های مدیران کسب کارها را در بخش های مختلف تقویت نموده و آنان را با ابعاد و انواع سرمایه گذاری ریسک پذیر آشنا نمود. در بحث فردی، توسعه سرمایه - گذاری ریسک پذیر نیاز به افراد و کارآفرینانی دارد که تمایل به موفقیت داشته و خود نیز از

مهارت‌های مدیریتی و رهبری بیشتری برخوردارند. مبحث بعدی در الگوی پارادایمی توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر، راهبردهای مختلفی است که می‌تواند باعث توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر شود. راهبردها در الگوی پارادایم نشان دهنده انواع مسیر حرکت به سمت هدف تلقی می‌شوند. نتایج در این بخش نشان داده است که عوامل حمایتی از سرمایه‌گذاران ریسک-پذیر و حمایت‌های دولتی می‌توانند به عنوان دو راهبرد اصلی در این حوزه تلقی شوند. هر دو این مقوله‌ها نشان می‌دهند که مشارکت‌کنندگان در این تحقیق به نوعی نیاز به دلگرمی دارند که بتوانند سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر را توسعه دهند. این حمایت‌ها مختص حمایت‌های دولتی نبوده و حمایت‌هایی مانند احساس امنیت سرمایه‌گذاری، فراهم کردن شرایطی برای نقل و انتقال آزادانه سرمایه‌گذاری، حمایت‌های اعتباری دانشگاه‌ها و مراکز پژوهشی از جمله راهبردهای مناسب در توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر تلقی می‌شود. در نهایت می‌توان اینگونه بیان نمود که توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر دارای پیامدهایی مانند رشد اقتصادی و توسعه کسب و کار جدید است که هدف غایی از توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر محسوب می‌شوند. همه این مقوله‌ها بر مبنای مقوله محوری توسعه سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر که دارای سه بعد سرمایه‌گذاری برای تأمین بودجه اولیه، سرمایه‌گذاری ثابت اولیه و سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر مرحله توسعه می‌باشد، قرار گرفته‌اند.

در نهایت پس از بخش کیفی به منظور تأیید نتایج این بخش، در بخش کمی از تحلیل عاملی تأییدی استفاده شد که نتایج بر مبنای بارهای عاملی، مقادیر t و شاخص‌های بررسی مناسب بودن مدل‌های تأییدی بررسی شد. نتایج این بخش نشان دهنده تأیید نتایج بخش کیفی بوده است. بر همین اساس به پژوهشگران بعدی پیشنهاد می‌گردد تا الگوی پارادایمی این تحقیق را در جامعه‌های آماری مختلف بررسی کرده و الگو را اعتبارسنجی نمایند. همچنین پیشنهاد می‌گردد تا با استفاده از روش‌های تصمیم‌گیری چند شاخصه اقدام به رتبه‌بندی و تعیین اهمیت مقوله‌های فرعی و مفاهیم نمایند.

منابع

- احسنی‌زاد، سامان؛ پیشوایی، میرسامان و کریمی، امیرعلی (۱۳۹۵)، رتبه بندی طرح های کسب و کار سرمایه گذاری خطرپذیر با روش تحلیل پوششی داده ها- مورد مطالعه: یک شرکت سرمایه گذاری خطرپذیر ایرانی، مجله مدیریت نوآوری، ۵(۲)، ۸۷-۱۰۸.
- بت شکن، محمد هاشم؛ عبده تبریزی، حسین؛ دهقان دهنوی، محمد علی و قربانی بوانی، مهسا (۱۳۹۶)، دلایل عدم توسعه یافتگی سرمایه گذاری ریسک پذیر در ایران، چشم انداز مدیریت مالی، ۲۰(۲)، ۱۵۱-۱۳۳.
- بدیعی، حسین؛ امامی، احمد؛ غلامی، رئوف و یوسفی، مهیار (۱۳۹۰)، استنتاج پارامترهای تاثیرگذار در شاخص سودآوری پروژه های سرمایه گذاری ریسک پذیر صنعتی و معدنی با استفاده از تحلیل، فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۲(۸)، ۱۵۵-۱۶۹.
- بیگدلو، مهدی و اصولیان، محمد (۱۳۸۵)، ماهیت و نقش سرمایه گذاری مخاطره پذیر در اقتصاد (راهکارهای راهبردی برای ایران)، دومین کنفرانس ملی سرمایه گذاری مخاطره پذیر، تهران.
- جبل عاملی، محمدسعید و آزادگان مهر، ماندانا (۱۳۹۰)، سرمایه گذاری ریسک پذیر دانشگاهی، در چارچوب سرمایه گذاری ریسک پذیر غیر سنتی (مطالعه موردی دانشگاه علم و صنعت ایران)، فصلنامه بهبود مدیریت، شماره ۱۳، ۱۰۲.
- صادقی شاهدانی، مهدی و رعابائی، مهدی (۱۳۹۳)، تبیین مدل های سرمایه گذاری ریسک پذیر اسلامی، نشریه تحقیقات مالی اسلامی، شماره ۶، ۳۷-۶۶.
- صادقی، مهدی و خطیب، محمود (۱۳۹۵)، رتبه بندی عقود اسلامی در تامين مالی سرمایه گذاری ریسک پذیر با استفاده از مدل تصمیم گیری چند معیاره TOPSIS، نشریه مطالعات مالی و بانکداری اسلامی، شماره ۴، ۳۶-۱.
- Aidis, R., & Schillo, R. S. (2017). Gender, leadership and venture capital: measuring women's leadership in VC firm portfolios. *International Journal of Gender and Entrepreneurship*, 9(2), 110-135.
- Bentler, P. M., & Chou, C. P. (1990). Model search with TETRAD II and EQS. *Sociological Methods & Research*, 19(1), 67-79.
- Boomsma, A. (1985). Nonconvergence, improper solutions, and starting values in LISREL maximum likelihood estimation. *Psychometrika*, 50(2), 229-242.
- Braunerhjelm, P., & Parker, S. C. (2010). Josh Lerner: recipient of the 2010 Global Award for Entrepreneurship Research. *Small Business Economics*, 35(3), 245-254.
- Cancino, C. A., Merigo, J. M., Torres, J. P., & Diaz, D. (2018). A bibliometric analysis of venture capital research. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 23(45), 182-195.
- Cheng, C. Y., & Tang, M. J. (2019). Partner-selection effects on venture capital investment performance with uncertainties. *Journal of Business Research*, 95, 242-252.
- Cheng, C., Hua, Y., & Tan, D. (2019). Spatial dynamics and determinants of sustainable finance: Evidence from venture capital investment in China. *Journal of Cleaner Production*.

- Cherif, M., & Gazdar, K. (2011). What drives venture capital investments in Europe? New results from a panel data analysis. *Journal of Applied Business and Economics*, 12(3), 122-139.
- Chung, H. J., & Kang, M. Y. (2018). Assessing venture capital industry growth in Korea. *Managerial Finance*, 44(1), 74-85.
- Cumming, D., & Johan, S. (2010). Venture capital investment duration. *Journal of Small Business Management*, 48(2), 228-257.
- Cumming, D., Fleming, G., Johan, S., & Takeuchi, M. (2012). Legal protection, corruption and private equity returns in Asia. In *Entrepreneurship, Governance and Ethics* (pp. 173-193). Springer, Dordrecht.
- Félix, E. G. S., Pires, C. P., & Gulamhussen, M. A. (2013). The determinants of venture capital in Europe—Evidence across countries. *Journal of Financial Services Research*, 44(3), 259-279.
- Gompers, P., & Lerner, J. (1999). An analysis of compensation in the US venture capital partnership. *Journal of Financial Economics*, 51(1), 3-44.
- González-Urbe, J. (2019). NNExchanges of innovation resources inside venture capital portfolios. *Journal of Financial Economics*.
- Groh, A. P., & Wallmeroth, J. (2016). Determinants of venture capital investments in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 29, 104-132.
- Gu, W., & Qian, X. (2018). Does venture capital foster entrepreneurship in an emerging market? *Journal of Business Research*.
- Hain, D., Johan, S., & Wang, D. (2016). Determinants of cross-border venture capital investments in emerging and developed economies: The effects of relational and institutional trust. *Journal of Business Ethics*, 138(4), 743-764.
- Isaksson, A. (2006). Studies on the venture capital process (Doctoral dissertation, Handelshögskolan vid Umeå universitet).
- Jeng, L. A., & Wells, P. C. (2000). The determinants of venture capital funding: evidence across countries. *Journal of corporate Finance*, 6(3), 241-289.
- Strauss, A., & Corbin, J. (1990). *Basics of qualitative research*. Sage publications.
- Wen, J., Yang, D., Feng, G. F., Dong, M., & Chang, C. P. (2018). Venture capital and innovation in China: The non-linear evidence. *Structural Change and Economic Dynamics*, 46, 148-162.
- Wolf, E. J., Harrington, K. M., Clark, S. L., & Miller, M. W. (2013). Sample size requirements for structural equation models: An evaluation of power, bias, and solution propriety. *Educational and psychological measurement*, 73(6), 913-934.

COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.

A contemplation on the third chapter of “the Corporate Governance Directive for the Listed Companies of the Tehran Stock Exchange and Iran Fara Bourse”¹

Ali Hayati ², Ahmad Shahniaei³, Farzin Dehdar⁴

Received: 2021/01/03

Accepted: 2021/05/16

Research Paper

Abstract

Securities and Exchange Organization in November 2018 communicated a directive called “the Corporate Governance Directive for the Listed Companies of the Tehran Stock Exchange and Iran Fara Bourse,” which eventually all of its provisions became effective in September 2019. A critical examination of the provisions of the third chapter of this directive about the board of directors and chief executive officer is the subject of this essay. We criticize requirements like that all companies must separate the office of the chairman of the board of directors and chief executive officer, and believe it should have contained provisions with the purpose of more serious protection of minority shareholders. This paper also questions the efficiency of mandating the one-size-fits-all approach of the directive to all companies, large or small. Furthermore, we have noticed that there is no provision in the directive about the issue of diversity on the board. Our comparative study came to this conclusion that most of the good or bad corporate governance practices have not been proven to have definitive effects, and investors should keep this point in mind that corporate governance practices are just one of the many pieces of information about the firm’s quality.

Key Words: Directive, Corporate Governance, Exchange, Independent directors, Committee
JEL Classification: K22

1. DOI: 10.22034/JSE.2020.11216.1431

2. PhD Student of Private law at Institute for Management and Planning Studies (IMPS); Tehran, Iran.
(Corresponding Author) ali.hayati@ymail.com.

3. Assistant Professor of Private law at IMPS; Tehran, Iran.

4. Assistant Professor of Private law at IMPS; Tehran, Iran.



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهاردهم، شماره ۵۴، تابستان ۱۴۰۰، صص ۱۹۶-۱۶۷

تأملی بر فصل سوم «دستورالعمل حاکمیت شرکتی رکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران» و نحوه‌ی اعمال آن^۱

علی حیاتی^۲، احمد شهینیایی^۳، فرزین دهدار^۴

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۱۰/۱۴

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۲/۲۶

مقاله پژوهشی

چکیده

در تاریخ ۲۷-۴-۱۳۹۷ «دستورالعمل حاکمیت شرکتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران» به تصویب هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده است، و در دوازدهم آبان ماه همان سال ابلاغ شده است. مقاله‌ی حاضر در صدد بررسی برخی از مفاهیم به کار گرفته شده در حوزه‌ی حاکمیت شرکتی در مورد هیأت مدیره و مدیرعامل، و نحوه‌ی اعمال آن بر شرکت‌های موضوع دستورالعمل است، که تمامی مواد آن از تاریخ ۳۱-۶-۱۳۹۸ لازم‌الاجرا شده‌اند. ابتدا در مورد شیوه‌ی اجرای این دستورالعمل و از الزام تمام شرکت‌های بزرگ و کوچک به پیروی از رویه‌ای واحد در مدت زمان نسبتاً کم و آثار مالی‌ای که الزامات این دستورالعمل می‌تواند برای شرکت‌ها داشته باشد، بحث می‌شود. در ادامه به چرایی و نیز کارایی الزام شرکت‌ها به جدایی سمت رئیس هیأت مدیره و مدیرعامل پرداخته خواهد شد. همچنین میزان توجه سیاست‌گذار به سهامداران اقلیت و نیز موضوع تنوع در هیأت مدیره بررسی خواهد شد. این مقاله با روش توصیفی-تحلیلی و با مطالعه‌ی تطبیقی و مراجعه به تجربه‌ی سایر کشورها، از جمله به این نتیجه دست یافته است که اثر قطعی در مورد بسیاری از رویه‌های حاکمیت شرکتی خوب یا بد، اثبات نشده است و سرمایه‌گذاران نیز باید رویه‌های حاکمیت شرکتی را تنها یکی از چندین تکه از اطلاعات در مورد کیفیت شرکت‌ها، به شمار آورند.

واژه‌های کلیدی: دستورالعمل، حاکمیت شرکتی، بورس، مدیران مستقل، کمیته.

طبقه‌بندی موضوعی: K22

DOI: 10.22034/JSE.2020.11216.1431

۲. دانشجوی دکتری حقوق خصوصی، مؤسسه‌ی عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی؛ تهران، ایران. (نویسنده مسئول). (ali.hayati@ymail.com).

۳. استادیار گروه حقوق خصوصی مؤسسه‌ی عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی؛ تهران، ایران.

۴. استادیار گروه حقوق خصوصی مؤسسه‌ی عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی؛ تهران، ایران.

مقدمه

اساساً مباحث حاکمیت شرکتی به دو صوت وارد نظام حقوقی می‌شوند: در قالب دستورالعمل‌ها یا قوانین مصوب مجلس. در هر دو شکل بسته به حدی که مطلوبیت مجموعه قواعد مربوط به حاکمیت شرکتی برای مقررۀ گذار ثابت شده‌است، از شرکت‌های موضوع حکم انتظار می‌رود که از این قواعد تبعیت کنند.

یکی از مزایای بارز اعمال دستورالعمل‌ها و کدهای حاکمیت شرکتی بر شرکت‌های بورسی این است که ماشین کند قانون‌گذاری را دور می‌زنند و بنابراین ابزار مناسبی برای حوزه‌هایی چون مقررات مالی هستند که دائماً با تغییر سروکار دارند (Sjaøfjell, 2017).

در مقابل در بعضی از کشورها مانند ایالات متحد، قواعد حاکمیت شرکتی در قوانینی مانند قانون سربنز-اکسلی^۱ تدوین شده‌اند (Du Plessis, and Low, 2017). صورت افراطی این شکل وضع قواعد را باید در هند مشاهده کرد؛ در حقیقت، قانون شرکت‌های سال ۲۰۱۳ هند، حاوی مسائلی است که عرفاً در کدهای داوطلبانه یا قواعد پذیرش شرکت‌ها در بورس‌های اوراق بهادار می‌آیند. برای مثال، این قانون حاوی مقررات تفصیلی در مورد مدیران مستقل است؛ مدیران مستقل را تعریف می‌کند، تعداد مدیران، کارکردها، تکالیف و مسؤولیت‌های آن‌ها را توصیف می‌کند و برنامه‌ای چهار صفحه‌ای در مورد کد رفتار برای مدیران مستقل دارد. نه تنها قواعد آمره در این خصوص به شدت توصیفی هستند، بلکه در قانون اصلی شرکت‌ها آمده‌اند که تغییرات دوره‌ای آن دشوار است. البته این قانون ظاهراً به دلیل همین موانع جدی‌ای که برای کسب و کار ایجاد کرده‌است، در سال‌های ۲۰۱۵ و ۲۰۱۶ اصلاح شده‌است (Vorottil, 2017).

یکی از تازه‌ترین مقرره‌های راجع به شرکت‌های بورسی و فرابورسی در ایران مربوط می‌شود به دستورالعملی که در تاریخ ۱۲-۸-۱۳۹۷ خطاب به کلیه‌ی ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران و همچنین کلیه‌ی حساب‌رسان معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار، با عنوان «دستورالعمل حاکمیت شرکتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران» ابلاغ شده‌است^۲. دستورالعمل در فصل سوم خود که در خصوص هیأت

1. Sarbanes-Oxley Act; July 30, 2002.

۲. این دستورالعمل در تاریخ ۲۷-۴-۱۳۹۷ در ۶ فصل، ۴۴ ماده و ۲۴ تبصره به تصویب هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده‌است؛

در تاریخ ۱۲-۸-۱۳۹۷، به شماره‌ی ۴۴۰/۰۳۷/ب/۹۷ ابلاغ شده و از تاریخ ۳۱-۶-۱۳۹۸ نیز به طور کامل لازم‌الاجرا شده‌است. این

دستورالعمل در نشانی اینترنتی زیر قابل دسترسی است:

<https://codal.ir/Reports/Attachment.aspx?LetterSerial=U6EQCUiBsyw4B4WsBOi1pQ%3d%3d>

مدیره و مدیرعامل است، کلیه شرکت‌ها را ملزم می‌نماید که کمیته‌ی حسابرسی و کمیته‌ی انتصابات را تحت نظر هیأت مدیره تشکیل دهند و تجمیع سمت‌های رئیس هیأت مدیره و مدیرعامل را برای تمام شرکت‌ها، مطلقاً منع می‌کند؛ در نمونه‌ای دیگر از احکام آمره‌ی این دستورالعمل می‌توان به ماده‌ی ۴ آن اشاره کرد که مقرر می‌دارد: «اکثریت اعضای هیأت مدیره باید غیر موظف باشند و تعداد اعضای مستقل هیأت مدیره نباید کمتر از ۲۰ درصد تعداد کل اعضای هیأت مدیره باشد.»

خوشبختانه در ایران موضوع الزام شرکت‌های بورسی به قواعد حاکمیت شرکتی به صورت دستورالعمل تدوین شده‌است و بنابراین انعطاف لازم را برای اصلاح دارد. اما همچنان این بحث جدی وجود دارد که آیا تدوین مقررات امری در دستورالعمل واجد مطلوبیت است؟ در حقیقت، با توجه به ماده‌ی ۴۴ دستورالعمل که مقرر می‌دارد: «در صورت عدم رعایت الزامات مقرر در این دستورالعمل، مطابق فصل سوم دستورالعمل‌های انضباطی ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران^۱ و فرابورس ایران^۲ و آیین‌نامه‌ی اجرایی ماده‌ی ۱۴ قانون «توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در راستای تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی»^۳ و سایر قوانین و مقررات مرتبط عمل خواهد شد»^۴، باید انتظار داشت که شرکت‌ها به دلیل تنبیهات مورد نظر و اشاره شده در ماده‌ی فوق، مانند تذکر، اخطار، جریمه، محرومیت از انجام بخشی از فعالیت‌ها، توقف موقت معاملات اوراق بهادار ناشر در بورس، تعلیق یا لغو پذیرش اوراق بهادار ناشر در بورس، نهایتاً دیر یا زود چاره‌ای جز رعایت این دستورالعمل ولو به صورت صوری نخواهند داشت. البته لغو پذیرش اوراق بهادار ناشر در بورس تهدیدی در

۱. «دستورالعمل انضباطی ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»؛ مصوب ۱۲-۱۱-۱۳۸۷ هیأت مدیره‌ی سازمان بورس و اوراق بهادار. این دستورالعمل در نشانی اینترنتی زیر قابل دسترسی است:

<https://tse.ir > Portals > ghavanin>

۲. «دستورالعمل انضباطی ناشران پذیرفته شده در فرابورس ایران»؛ مصوب ۲۱-۶-۱۳۸۸ هیأت مدیره‌ی سازمان بورس و اوراق بهادار. این دستورالعمل در نشانی اینترنتی زیر قابل دسترسی است:

<https://www.ifb.ir > RulesRegulations>

۳. آیین‌نامه‌ی اجرایی ماده‌ی ۱۴ قانون «توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهارم و چهارم قانون اساسی» در تاریخ ۸-۱-۱۳۹۰ به تصویب هیأت وزیران رسیده و در تاریخ ۲-۹-۱۳۹۰، به شماره ۱۷۳۲۶۵/ت/۴۵۶۷۶ ابلاغ شده‌است. این آیین‌نامه در نشانی اینترنتی زیر قابل دسترسی است:

<https://tse.ir > Portals > ghavanin>

۴. شایان ذکر است که «دستورالعمل انضباطی ناشران پذیرفته شده در فرابورس ایران»، فصل سوم ندارد، و «بخش سه» این دستورالعمل، مطمح نظر ماده ۴۴ بوده‌است. همچنین عنوان دقیق آیین‌نامه‌ی مذکور در ماده‌ی ۴۴ دستورالعمل، «آیین‌نامه‌ی اجرایی ماده‌ی ۱۴ قانون «توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهارم و چهارم قانون اساسی» می‌باشد.

شرایط بحرانی به شمار می‌رود و به دلیل این که به سهامداران زیان می‌رساند، بیشتر در حد نظریه باقی می‌ماند (Hopt, 2013).

شیوه‌ای که دستورالعمل در الزام همه‌ی شرکت‌ها به پیروی از یک سری مقررات خاص مذکور در دستورالعمل در پیش گرفته‌است، به طور کلی به «رویکرد یک اندازه مناسب برای همه»^۱ تعبیر می‌شود. بر اساس این رویکرد، یک مجموعه رویه، به عنوان بهترین رویه‌ها^۲ تعریف شده و از تمام شرکت‌ها انتظار می‌رود که از آنها پیروی کنند. برای مثال همانطور که گفته شده‌است، در امریکا این رویه‌ها از جمله در قانون سربنز-اکسلی آمده‌است و اتفاقاً یکی از مهمترین انتقاداتی هم که از این قانون شده این است که سیاست‌های خاصی را حکم می‌کند و در نتیجه انعطافات حیاتی و لازم را در حاکمیت شرکتی از بین می‌برد. همچنین استدلال شده- است که ممکن است فشار آوردن برای اتخاذ یک مجموعه قواعد حاکمیتی یک‌شکل بر شرکت‌ها اثرات زیان‌باری داشته باشد و با نیاز شرکت‌ها متناسب نباشد. معمولاً هم برای اثبات ناکارمندی این رویکرد و به عنوان مثال نقضی برای آن شاهدی از هیأت‌مدیره‌ی انرون^۳ می‌آورند، که روشن‌ترین تأیید ممکن بر این مفهوم است که پیروی از بهترین رویه‌ها، به تنهایی کفایت نمی‌کند. (Rose, 2007) یا فرضاً داشتن کمیته‌های مختلف پیش‌بینی شده در دستورالعمل تضمین‌کننده‌ی نظارت مؤثر بر هیأت عامل نیست (Dallas, 2003).

وانگهی، حتی اگر به طور کلی این بحث صحیح باشد که پیروی از یک مجموعه رویه‌های حاکمیت شرکتی ممکن است بر عملکرد شرکت اثر مثبت بگذارد، اما روشن نیست که متغیرهایی که توسط دستورالعمل انتخاب شده‌اند، محک‌های مناسبی برای ارتقای عملکرد شرکت‌های ایرانی باشند.

این مقاله در پی ارزیابی مطلوبیت روش آمراهی این دستورالعمل در پرداختن به موضوعات حاکمیت شرکتی است و ساختار آن به صورت زیر است: در بند ۱، در مورد شیوه‌ی اجرای این دستورالعمل و الزام تمام شرکت‌های بزرگ و کوچک به پیروی از رویه‌ای واحد در مدت زمانی نسبتاً کم و آثار مالی‌ای که الزامات این دستورالعمل می‌تواند برای شرکت‌ها داشته باشد، بحث می‌شود. بند ۲، به چرایی و کارایی الزام شرکت‌ها به جدایی سمت رئیس هیأت‌مدیره و مدیر عامل

1. One-size-fits-all approach

2. Best practices

۳. اگرچه انرون (Enron) قبل از وضع قانون سربنز-اکسلی ورشکست شده‌بود، اما از نظر تکنیکی واجد بسیاری از الزامات این قانون بود.

می‌پردازد. در بند ۳، موضوع توجه به سهامداران اقلیت در دستورالعمل بررسی می‌شود. در بند ۴، از موضوع تنوع در هیأت مدیره، به عنوان رویه‌ی حاکمیت شرکتی خوب، بحث به میان خواهد آمد. بند ۵، با توجه به یافته‌های بندهای قبل، به بحث انتخاب رژیم مقرراتی مناسب برای اعمال مفاهیم حاکمیت شرکتی می‌پردازد. در نهایت با نتیجه‌گیری بحث خاتمه خواهد یافت.

اعطای فرصت کم و عدم توجه جدی به شرکت‌های کوچک

مطالعات نشان داده‌است که حداقل کیفیت حاکمیت شرکتی که توسط قانون و هنجارها وضع شده‌است، آنقدر به طور گسترده در شرکت‌های امریکایی پذیرفته شده و بالاست که تقریباً هیچ شرکت بورسی‌ای از آنها فاصله نمی‌گیرد. لذا بررسی‌ها در مورد اثر پیروی از رویه‌های حاکمیت شرکتی در ارزش بازاری سهام یا عملکرد شرکت‌ها در امریکا، چندان چشمگیر نبود. در مقابل، در روسیه مشاهده شد که کیفیت پایین حاکمیت شرکتی مانند بی‌اعتنایی گسترده به قوانین راجع به شرکت‌ها و رواج سرقت از شرکت‌ها توسط مدیران، جای زیادی برای نوسان در مورد اثر پیروی از رویه‌های حاکمیت شرکتی در ارزش بازاری سهام یا عملکرد شرکت‌ها باقی گذاشته و ارزش سهام شرکت‌هایی که از رویه‌های حاکمیت شرکتی پیروی کردند به طور محسوس نسبت به شرکت‌هایی که به این رویه‌ها بی‌اعتنا بوده‌اند، بالاتر رفت. آنچه در مورد شرکت‌های روسی درست است، شاید تا حدی برای دیگر شرکت‌های کشورهایی که رویه‌های حاکمیت شرکتی ضعیف دارند، صحیح باشد^۱ (Black, 2001). همین اثر مثبت در قیمت سهام، در شرکت‌های هندی که از دستورالعمل حاکمیت شرکتی پیروی کردند نیز مشاهده شد (Afsharipour, 2009). با وجود این رابطه‌ی میان رعایت کدهای حاکمیت شرکتی و قیمت سهام شرکت‌ها، هنوز به صورت عینی و قطعی ثابت نشده‌است (Hopt, 2013). به هر حال ممکن است بتوان انتظار داشت که پیروی واقعی از رویه‌های حاکمیت شرکتی در ایران نیز به طور کلی اثر اقتصادی مثبتی برای شرکت‌ها به ارمغان آورد؛ به ویژه برای شرکت‌هایی که تنها به سرمایه‌گذاران داخلی دل نبسته باشند.

اما در مقام مقایسه باید متذکر شد که اعمال اصلاحات مشابه در هند حداقل دو سال زمان برد. در حقیقت مانند دستورالعمل سازمان بورس ایران، هند هم به مدد مقررات حاکمیت شرکتی کشورهای

۱. البته در این مورد، نویسنده خود به دلیل پایین بودن جامعه‌ی آماری تحقیق، اذعان می‌کند که نتایج یافته‌هایش نمی‌تواند قطعی باشد.

توسعه یافته به ویژه امریکا و بریتانیا، دستورالعملی که موسوم به اصلاحات بند ۴۹ و شامل قواعد تفصیلی در خصوص نقش و ساختار هیأت مدیره‌ی شرکت، کنترل‌های داخلی و افشای اطلاعات به سهامداران بود را تدوین و در طی دو سال (از مارس سال ۲۰۰۱ تا تا مارس ۲۰۰۳)، ابتدا بر شرکت‌های بزرگ‌تر و تازه وارد بورس شده و نهایتاً به شرکت‌های بورسی کوچک‌تر اعمال کرد. علی‌رغم این که بسیاری از شرکت‌های بزرگ مشکل چندانی در تطبیق خود با بند ۴۹ نداشتند، به نظر می‌رسید که شرکت‌های کوچک‌تر به تقلا افتاده بودند تا الزامات مذکور را برآورده کنند (Afsharipour, 2009). این در حالی است که مقررات دستورالعمل حاکمیت شرکتی در ایران در ظرف کمتر از یک سال به تمام شرکت‌های بزرگ^۱ و کوچک بورس و فرابورس ایران تحمیل شد، که نشان‌دهنده‌ی تعجیل واضع مقررات و عدم توجه به هزینه‌هایی است که این مقررات الزامی می‌تواند به ویژه بر شرکت‌های کوچک‌تر تحمیل کند؛ از جمله‌ی این هزینه‌ها می‌توان به هزینه‌ی کنترل‌های داخلی اشاره کرد.

در حقیقت، مواد ۸ و ۹ دستورالعمل، به نظر از مهمترین مقررات این دستورالعمل باشند که شاید به اندازه‌ی کافی در مورد آنها مطالعه نشده‌است. دستورالعمل در ماده‌ی ۸ خود مقرر می‌دارد که «هیأت مدیره باید اقدامات لازم را جهت استقرار سازوکارهای کنترل داخلی اثر بخش به منظور اطمینان بخشی معقول از حفاظت از دارایی‌ها و منابع شرکت در برابر اتلاف، تقلب و سوء استفاده، تحقق کارایی و اثربخشی عملیات شرکت، کیفیت گزارشگری مالی و غیرمالی و رعایت قوانین و مقررات، برقرار نماید. همچنین واحد حسابرسی داخلی را مطابق با ضوابط و مقررات این سازمان تشکیل و مورد نظارت قرار دهد.» همچنین مطابق ماده‌ی ۹، «هیأت مدیره باید سیستم کنترل داخلی را حداقل به طور سالانه بررسی و نتایج آن را در گزارشی تحت عنوان «گزارش کنترل‌های داخلی» درج و افشا نماید. حسابرس مستقل شرکت باید در گزارش خود به مجمع عمومی صاحبان سهام در خصوص رعایت استقرار و به کارگیری کنترل‌های داخلی مناسب و اثر بخش توسط شرکت مطابق با ضوابط و مقررات مرتبط، اظهار نظر کند.»^۲ البته شرح تفصیلی این الزامات، قبلاً هم در فصل سوم (مواد ۱۲ تا ۱۷) «دستورالعمل کنترل‌های

۱. در این خصوص باید اضافه شود که علی‌رغم تحمیل مقرراتی خاص برای شرکت‌های بزرگ در دستورالعمل، اساساً تعریفی از شرکت‌های بزرگ در آن به چشم نمی‌خورد. برای مثال، مطابق تبصره‌ی ۱ ماده ۴ دستورالعمل: «تعداد اعضای هیأت مدیره برای شرکت‌های بزرگ، به تشخیص و اعلام سازمان، حداقل هفت نفر می‌باشد.» اما دستورالعمل شرکت‌های بزرگ را تعریف نکرده‌است. شایان ذکر است اساساً از دو روش برای تعیین شرکت‌های بزرگ استفاده می‌کنند: نخست رسیدن سرمایه‌ی شرکت به نصاب معین (Afsharipour, 2009) و دوم ترکیبی از تعیین نصابی برای سرمایه‌ی شرکت و تعداد سهامداران (Weiss, 1984).

۲. همچنین در ماده ۱۶ دستورالعمل آمده است که «هیأت مدیره باید فرآیندی را مستقر کند که بر اساس آن، هر ساله اثر بخشی هیأت مدیره و مدیرعامل، کمیته حسابرسی، سایر کمیته‌های تخصصی هیأت مدیره و مدیرعامل، و همچنین اعضای هیأت مدیره ذیربط در شرکت‌های فرعی و وابسته را ارزیابی کند. تمامی این ارزیابی‌ها باید به نحو مناسبی مستندسازی شوند. هیأت مدیره باید برنامه بهبود را تنظیم و نتایج اجرای آن را مورد پیگیری و ارزیابی قرار دهد و از کیفیت اجرای آن برنامه‌ها اطمینان حاصل نماید.»

داخلی ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران»، در مورد گزارش کنترل های داخلی، آمده بود و الزام شرکت ها به رعایت آن در دستورالعمل حاکمیت شرکتی مورد مطالعه در این مقاله، موضوع جدیدی محسوب نمی شود.^۱

به هر حال، این مواد تداعی کننده ی بخش ۴۰۴ قانون قانون سربنز-اکسلی در امریکا هستند که در مورد ارزیابی مدیریت شرکت در مورد کنترل های داخلی است و مقرر می دارد هر گزارش سالانه باید حاوی گزارش کنترل داخلی باشد، که مؤثر بودن ساختار و رویه های کنترل داخلی را در مورد سال مالی، ارزیابی کند؛ و در این مورد شرکت حسابداری ای که گزارش حسابرسی را برای ناشر آماده می کند، می بایست ارزیابی ای که مدیریت شرکت ناشر کرده است را تأیید کند و در مورد آن گزارش دهد.

هنگامی که این قانون تصویب می شد، هیچ یک از کنگره یا کمیسیون بورس و اوراق بهادار گمان نمی کردند که این تأیید مدیریت و حسابرسی خارجی شرکت، راجع به مؤثر بودن کنترل های شرکت تا چه میزان می تواند هزینه بر باشد (Bainbridge, 2011). در حقیقت در آن زمان هزینه های این کنترل های بخش ۴۰۴ قانون برای هر شرکت، در هر سال ۹۱۰۰۰ دلار، تخمین زده می شد که به نظر بهای کمی برای جلوگیری از سرقت به شمار می آمد. اما هزینه ی واقعی بخش ۴۰۴، تقریباً ۷٫۸ میلیون دلار برای هر شرکت گزارش شده است که بسیار میزان بالاتری از آنچه تخمین زده می شد، بود (Easterbrook, 2009).

هر چند بتوان مزایایی هم برای این کنترل ها متصور بود، این هزینه های غیرضروری و بیش از اندازه، به رقابت پذیری و نهایتاً به منافع سرمایه گذاران آسیب می زند. در همین خصوص مطالعات متعددی نشان دادند که به طور کلی افزایش هزینه هایی که قانون سربنز-اکسلی تحمیل می کرد، موجب شد که بسیاری از شرکت های سهامی عام تصمیم بگیرند که به شرکت سهامی خاص تبدیل شوند. و حتی اثر منفی بر شرکت های خارجی ای که در بورس های امریکا ثبت شده بودند بگذارد و آنها را تشویق کند که خود را از فهرست بازارهای سرمایه ی امریکا خارج کنند. بعضی ها هم نتیجه گرفتند که قانون مزبور با از بورس خارج کردن شرکت های کوچک، اثر معکوس بر بورس های سهام امریکا گذاشت (Bainbridge, 2011).

۱. این دستورالعمل در تاریخ ۱۶-۲-۱۳۹۱ به تصویب هیأت مدیره ی سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده است و در نشانی اینترنتی زیر قابل دسترسی است:

به طور خلاصه، هزینه‌ی تطابق با مسؤولیت‌های تعریف شده ممکن است مبلغ معتنا‌ب‌هی را به خود اختصاص دهد و این تأکید بر پیروی شرکت‌ها زمان و کوشش مدیران اجرایی را از مسائل کلیدی مانند توسعه‌ی محصول، ایجاد اشتغال، کارآمدی و رقابت جهانی منحرف می‌کند.

مطابق آمار در هند هم، حتی با فرصت دو برابری که شرکت‌های هندی داشتند، میزان عدم پیروی شرکت‌ها بالا بود؛ در حالی که شرکت‌های خصوصی به این دلیل که برای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی رقابت می‌کردند، احتمالاً انگیزه‌ی بالایی داشتند که به عنوان شرکتی دیده شوند که به خوبی اصول حاکمیت شرکتی را رعایت می‌کند و از افزایش شفافیت ترسی ندارد، شرکت‌های خصوصی کوچکتر و شرکت‌های دولتی به دلیل ساختار مالکیت سنتی بسته یا تحت کنترل دولت انگیزه‌ی چندانی در این باره از خود نشان ندادند. در حقیقت تجربه‌ی اصلاحات در هند ثابت کرد که در حالی که قواعد حاکمیت شرکتی ممکن است در سطح رسمی با هنجارهای حاکمیت شرکتی بریتانیایی و امریکایی شباهت داشته‌باشد، اما اگر زیرساخت مؤثر برای اجرا و اعمال وجود نداشته‌باشد، ویژگی‌های بنیادی محلی مانع می‌شوند که اصلاحات فراتر از این سطح رود (Afsharipour, 2009).

منع تصدی همزمان سمت مدیریت عامل و ریاست هیأت مدیره

دو نقش عمده‌ای که از هر هیأت مدیره‌ای انتظار می‌رود نظارت بر هیأت عامل و مشاوره به آنها است؛ نقش‌هایی که به دلیل نیاز داشتن به تخصص‌های گوناگون می‌توانند با یکدیگر در تعارض باشند (Avci, 2018). یکی از دلایل عمده‌ی نظارت هیأت مدیره بر هیأت عامل کاهش دادن هزینه‌های نمایندگی^۱ است؛ اطمینان از این امر که مدیر(ان) عامل به سود سهامداران شرکت اقدام کنند تا منافع شخصی خود. از جمله مواردی که برای ارتقای توان نظارتی هیأت مدیره بر هیأت عامل در حاکمیت شرکتی معرفی شد، تغییراتی در ساختار و ترکیب هیأت مدیره است؛ مانند افزایش تعداد مدیران بیرونی در هیأت مدیره و ایجاد کمیته‌های هیأت مدیره است (Dallas, 2003). جایی که تعارض منافع به طور

۱. تا حدی که هیأت عامل در پی منافع خود باشد، چیزی را که اقتصاددان‌ها از آن به «هزینه‌های نمایندگی» (Agency Costs) یاد می‌کنند، بر سرمایه‌گذاران شرکت تحمیل می‌کنند. هزینه‌ی نمایندگی می‌تواند خود را به صورت مختلف نشان دهد: مدیر(ان) عامل شرکت‌ها می‌توانند از انجام تکالیف خود شانی خالی کنند و به فعالیت‌هایی که بیشتر به مزاجشان خوش می‌آید بپردازند؛ برای مثال ممکن است از نفوذ خود در هیأت مدیره استفاده کنند و پرداخت حقوق بالا و پاداش‌های بیش از اندازه را برای خود تضمین کنند، یا باقی ماندن خود در پست‌های مزبور را، حتی اگر دیگر شایستگی و صلاحیت برای اداره کردن کسب و کار را نداشته‌باشند با نفوذ مزبور تضمین کنند. (Cheffins, 1999)

بالقوه در بالاترین حد خود آشکار است، تأکید خاصی روی استقلال اعضای کمیته‌های هیأت مدیره مانند کمیته‌های حقوق و مزایا، انتصابات و حسابرسی می‌شود. در حقیقت، این اعتقاد وجود دارد که وظیفه‌ی نظارت هنگامی می‌تواند به بهترین حالت انجام شود که کسانی که نظارت می‌کنند مستقل از کسانی باشند که نظارت می‌شوند (Ringe, 2013).

عضو هیأت مدیره‌ای که عضو هیأت عامل فعلی شرکت نباشد، عنصر مشترک مفاهیمی مانند مدیر بیرونی^۱، مدیر غیر موظف^۲ و مدیر مستقل^۳ است که عمده‌ی بار نظارت از هیأت عامل را بر دوش می‌کشند. اغلب مفهوم مدیر بیرونی با مفهوم مدیر مستقل اشتباه می‌شود، اما از آنجا که این دو می‌توانند نقش‌های متفاوتی بازی کنند، منطقی است که آن‌ها را از هم تمیز داد؛ منظور از مدیر بیرونی، مدیری است که مستخدم شرکت نیست، بدون در نظر گرفتن این که آیا شرایط استقلال را دارد یا خیر. مدیر بیرونی و مدیر غیرموظف، اغلب به طور جایگزین به کار می‌روند. اما به نظر می‌رسد که اصطلاح مدیر غیرموظف می‌تواند شامل مدیری شود که مستخدم شرکت باشد، ولی مسئولیت اجرایی نداشته باشد-برای مثال، نماینده کارگران. چنین مدیری نه مدیر بیرونی خواهد بود، به این معنی که قادر باشند تخصص ویژه به هیأت مدیره بیاورد که به طریق دیگری برای شرکت در دسترس نباشد، نه مدیر مستقل، به این معنی که احساس کند که آزاد است تا با مدیر(ان)عامل مخالفت کند. به دلیل این که نقش چنین مدیر مستخدمی، بسیار متفاوت از نقش مدیر غیرمستخدم و فاقد مسئولیت اجرایی است، ترجیح بر این است که از اصطلاح مدیر غیرموظف که ظاهراً شامل هر دو می‌شود، استفاده نشود (Clarke, 2006).^۴

اخیراً، هیأت‌های مدیره با فشار معتنا بهی برای این که نظارت مؤثر بیشتری بر هیأت عامل داشته باشند مواجه هستند. رسوایی‌های مالی این نگرانی را پدید آورد که آیا هیأت‌های مدیره به اندازه‌ی کافی به کارکرد نظارتی توجه می‌کنند. یکی از اصلاحاتی که برای کم کردن این نگرانی‌ها پیشنهاد شده است، جدایی سمت مدیرعامل از سمت رئیس هیأت مدیره در بحث ساختار رهبری هیأت مدیره است، (Fairfax, 2014) و گفته شده است که شواهدی وجود دارد که جدایی این دو پست هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد (Ramirez, 2007).

1. Outside
2. Non-executive
3. Independent

۴. بند ۴ ماده‌ی ۱ دستورالعمل، مدیر غیرموظف را به مدیری تعریف کرده است که «هیچ گونه مسئولیت اجرایی زیر نظر مدیرعامل نداشته باشد». بند ۱ ماده‌ی ۱ دستورالعمل، عضو مستقل هیأت مدیره را به شخص حقیقی عضو هیأت مدیره تعریف کرده است که شرایط استقلال را داشته باشد و بند ۶ همین ماده به ذکر مصادیقی از شرایط استقلال پرداخته است.

ابتدا باید توجه کرد که گرچه رئیس هیأت مدیره وظایفی بر عهده دارد، اما نباید از خاطر برد که اساساً مسؤولیت‌های هیأت مدیره، بر دوش هیأت مدیره به عنوان یک کل است، و نه تنها رئیس هیأت مدیره (Bainbridge, 2011). این معنی به روشنی از لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت برداشت می‌شود.^۱

اما، در ترکیب هیأت مدیره‌ای مانند هیأت مدیره‌ی شرکت‌های سهامی کشور ما که ساختار واحدی دارد و یک گروه همزمان هر دو نقش نظارت بر هیأت عامل و مشاوره و تعیین اصول کلی برای مدیرعامل و تیم او را بر عهده دارند، به نظر می‌رسد که یکی از جدی‌ترین مشکلات هنگامی بروز کند که رئیس هیأت مدیره‌ی شرکتی، همزمان به عنوان مدیرعامل آن نیز فعالیت کند. در این حالت، شخص ارشد مسؤول نظارت مدیرعامل، به معنای دقیق کلمه، خود مدیرعامل است (Macey, 2008). در چنین مواردی از ترکیب این دو نقش به رویه‌ی حاکمیت شرکتی بد یاد می‌شود (Du Plessis et al., 2011). بر همین اساس، ماده‌ی ۱۹ دستورالعمل مقرر می‌دارد: «رئیس هیأت مدیره نباید همزمان، مدیرعامل شرکت یا از اشخاص زیر نظر مدیر عامل باشد. وظایف، اختیارات و مسؤولیت‌های رئیس هیأت مدیره، مدیر عامل و سایر اعضای هیأت مدیره، نحوه تنظیم دستور جلسات هیأت مدیره و نحوه تصمیم‌گیری و تصویب آن در قالب منشور هیأت مدیره باید به طور صریح و روشن مشخص شود و به تصویب هیأت مدیره برسد. همچنین وظایف، اختیارات و مسؤولیت‌های افراد فوق‌الذکر نباید هیچ‌گونه تداخلی با یکدیگر داشته باشد. رئیس هیأت مدیره مسؤول اداره اثربخش جلسات هیأت مدیره و اطمینان از این که مسائل مهم و راهبردی شرکت در دستور جلسات هیأت مدیره گنجانده شده‌است، می‌باشد».^۲

۱. در حقیقت مطابق ماده‌ی ۱۲۰ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت، «رئیس هیأت مدیره علاوه بر دعوت و اداره‌ی جلسات هیأت مدیره موظف است که مجامع عمومی صاحبان سهام را در مواردی که هیأت مدیره مکلف به دعوت آنها می‌باشد دعوت نماید». اما طبق ماده‌ی ۱۲۲ همان قانون: «ترتیب دعوت و تشکیل جلسات هیأت مدیره را اسانامه تعیین خواهد کرد. ولی در هر حال عده‌ای از مدیران که اقلاً یک سوم اعضای هیأت مدیره را تشکیل دهند می‌توانند در صورتی که از تاریخ آخرین جلسه هیأت مدیره حداقل یک ماه گذشته باشد با ذکر دستور جلسه هیأت مدیره را دعوت نمایند». به عبارت روشن‌تر در تأیید این نظر که اساساً مسؤولیت بر دوش هیأت مدیره به عنوان یک کل است و نه صرفاً رئیس هیأت مدیره می‌توان به پیش‌بینی ماده‌ی اخیر یا پیش‌بینی موادی از قبیل ماده‌ی ۹۱ که مقرر می‌دارد: «چنانچه هیأت مدیره مجمع عمومی سالانه را در موعد مقرر دعوت نکند بازرس یا بازرسان شرکت مکلفند رأساً اقدام به دعوت مجمع مزبور نمایند»، و همچنین ماده‌ی ۱۳۶ همان لایحه در خصوص دعوت مجمع عمومی از سوی مرجع ثبت شرکت‌ها با تقاضای هر ذینفع، و مهم‌تر از همه پیش‌بینی مسؤولیت کیفری برای رئیس و اعضای هیأت مدیره، در صورت عدم دعوت مجامع عمومی در قانون تجارت، مانند مواد ۲۵۴ و ۲۵۹ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت اشاره کرد. همانطور که حقوق‌دانان به درستی اشاره کرده‌اند (دمرجیلی و دیگران، ۱۳۸۷، ۱۸۳)، لازمه‌ی این مسؤولیت برای سایر اعضای هیأت مدیره اختیار داشتن ایشان است.

۲. مطابق ماده ۱۲۴ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت، «مدیرعامل شرکت نمی‌تواند در عین حال رئیس هیأت مدیره همان شرکت باشد مگر با تصویب سه چهارم آراء حاضر در مجمع عمومی».

گرچه هدف از جدا کردن این دو پست، اطمینان یافتن از رهبری مستقل هیأت مدیره است، اما باید اذعان داشت که شواهد و مدارک در مورد کارایی جدایی این دو پست برای همه شرکت‌ها قطعی نیست (Rose, 2007).

مخالفان استدلال می‌کنند که حتی اگر جدا کردن پست‌های مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره، نظارت کردن مدیرعامل را برای هیأت مدیره آسان‌تر بکند، ممکن است این مشکل جدید برای هیأت مدیره به وجود آید که اکنون باید رئیس قدرتمند هیأت مدیره را زیر نظر بگیرد و کاوش کند که او از پست خود برای اعمال نفوذ در شرکت استفاده نمی‌کند و برای انجام وظایفش به اندازه‌ی کافی کوشش می‌کند. همچنین هیأت مدیره باید اطمینان حاصل کند که رقابت ناسالم بین مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره، که هر دو به طور مفروض افرادی جاه‌طلب و توانمندی هستند، رخ ندهد. به عبارت دیگر، جدا کردن دو پست صرفاً نگهبان دیگری را ایجاد می‌کند که حتماً باید او هم زیر نظر قرار بگیرد. وانگهی، رئیس هیأت مدیره‌ای که «مدیر عامل شرکت یا از اشخاص زیر نظر وی» نیست، به احتمال زیاد، از مدیرعامل کم‌اطلاع‌تر است و بنابراین در رهبری هیأت مدیره و ایفای نقش‌های مشاوره‌ای‌اش و به همین ترتیب، در هدایت هیأت مدیره در نظارت کردن اشخاص زیر نظر مدیر عامل ناتوان‌تر و ناکارآمدتر خواهد بود، زیرا این افراد را آنطور که مدیرعامل آنها را از نزدیک می‌شناسد، نمی‌شناسد. بنابراین، اگر مشکلی هم وجود داشته باشد این نیست که یک تن دو پست را در اختیار دارد، بلکه مشکل این است که اعضای هیأت مدیره اختیارات زیادی به رئیس هیأت مدیره تفویض کرده‌اند. راه حل تدوین منشوری است که فرضاً به اعضای مستقل هیأت مدیره اجازه‌ی دعوت جلسات خاص را می‌دهد، یا آنها را ملزم می‌کند که به صورت دوره‌ای بدون حضور مدیرعامل یا اشخاص زیر نظر وی ملاقات کنند و مانند این‌ها (Bainbridge, 2011).

مخالفان همچنین اضافه می‌کنند که گرچه سمت رئیس هیأت مدیره سالها بود که در شرکت‌های بریتانیایی از مدیر عامل جدا بود، اما کارایی چندانی برای جلوگیری از بحران یا کاهش اثرات آن بر نظام مالی بریتانیا نداشت (Bruner, 2011)؛ و آنچه در خصوص این موضوع به طور قطع می‌توان بیان کرد این است که جدایی این دو پست تضمینی برای اجتناب از حاکمیت شرکتی ضعیف نیست (Cheffins, 2009). همچنین اصرار دارند که نه تنها مزایای ترکیب این دو پست، بلکه هزینه‌های همراه با ساختار رهبری هیأت مدیره را که متکی بر رئیس هیأت مدیره مستقل است نادیده گرفته شده‌است. محققان هم از این ایده حمایت می‌کنند که الگوی رهبری هیأت مدیره ممکن است بسته به شرکت و نیازهای خاص هر شرکتی متفاوت باشد (Fairfax, 2014).

طرفداران ایده‌ی جدایی سمت رئیس هیأت مدیره از مدیرعامل، اعتقاد دارند که جدا کردن این نقش‌ها استقلال هیأت مدیره را در برابر هیأت عامل افزایش می‌دهد، در نتیجه کارکرد نظارتی هیأت مدیره را بهبود می‌بخشد؛ در حالی که همزمان رفتارهای نامناسب هیأت عامل را به صورت بالقوه کاهش می‌دهد، منجر به رهبری بهتر می‌شود و عملکرد شرکتی را بهبود می‌بخشد. از نگاه آنان، چنین جدایی‌ای تمرکز قدرت و تعارض منافع ذاتی در ساختار رهبری هیأت مدیره را که ترکیب دو نقش به وجود می‌آورد را از بین می‌برد. وانگهی، اغلب در بیان هزینه‌های جدایی این دو نقش اغراق می‌شود، مخصوصاً اگر توجه داشت که این هزینه‌ها می‌تواند با مزایای آن، به ویژه برای شرکت‌های بزرگ‌تر که پیچیدگی سازمانی بیشتری دارند، جبران شود (Fairfax, 2014).

باید افزود که از نظر منطقی باید به مسائل دیگری نیز توجه کرد، از جمله این که با وجود دیگر تغییرات در هیأت مدیره مانند حضور اعضای غیرموظف و مستقل و وجود کمیته‌های متعدد در این هیأت، از قدرت هر دو منصب کاسته شده‌است و بنابراین می‌تواند نگرانی‌های راجع به ترکیب این دو نقش و تمرکز قدرت را کاهش دهد. لذا، ممکن است هیأت مدیره بتواند فارغ از ساختار رهبری‌اش، به طور مؤثر بر مدیرعامل نظارت داشته باشد. وانگهی، ممکن است شرکتی وجود داشته باشد که در آن تمام مدیران، غیر از یکی، غیرموظف یا مستقل باشند و نیاز چندانی به تفکیک در چنین ساختاری وجود نداشته باشد (Fairfax, 2014). مطابق مواد دستورالعمل هم به نظر نمی‌رسد که سقف و محدودیتی از این منظر در مورد مدیران غیرموظف یا مستقل، وجود داشته باشد^۱.

روی هم رفته، حمایت مشروط برای جدا کردن این دو نقش وجود دارد. لذا، تلاش‌ها برای الزامی کردن چنین جدایی‌ای در تمام شرکت‌ها می‌تواند مضر باشد و به طور مناسبی هزینه‌های آن را در نظر نگیرد. از جمله‌ی این شرایط که در حمایت از جدایی این دو نقش ذکر می‌شود، وجود شرایط استقلال در رئیس هیأت مدیره است. در مورد شرایط استقلال هم عنوان می‌شود که حتی ارتباطات اجتماعی مانند تحصیل در دانشگاه مشترک، یا حتی هم شهری بودن، می‌تواند اثرات معتاب‌هایی بر موضوع استقلال واقعی داشته‌باشد. به عبارت روشن‌تر، جدایی این دو سمت

۱. ماده‌ی ۴ دستورالعمل مقرر می‌دارد: «اکثریت اعضای هیأت مدیره باید غیرموظف باشند و تعداد اعضای مستقل هیأت مدیره نباید کمتر از ۲۰ درصد تعداد کل اعضای هیأت مدیره باشد».

بدون استقلال واقعی ممکن است نتواند از تعارض منافی که مانع نظارت مؤثر هیأت مدیره می‌شود، جلوگیری کند. در حقیقت صرف جدایی این دو نقش رهبری مستقل هیأت مدیره را تضمین نمی‌کند، زیرا این اطمینان وجود ندارد که رئیس هیأت مدیره واقعاً مستقل و بنابراین، آزاد از تعارض‌ها و جانبداری‌هایی که توانایی او را برای انجام مؤثر نقش نظارت تضعیف می‌کند باشد. این امر عدم قطعیت بیشتری را در خصوص این موضوع که آیا جداکردن این نقش‌ها ممکن است به رهبری مستقل واقعی تعبیر شود، ایجاد می‌کند و بر میزانی که مزایای جدایی این دو نقش می‌تواند تحقق یابد اثر می‌گذارد (Fairfax, 2014).

در دستورالعمل اولاً ضرورتی وجود ندارد که رئیس هیأت مدیره، لزوماً واجد شرایط استقلال باشد؛ ثانیاً حتی اگر او حائز شرایط استقلال مورد نظر در دستورالعمل باشد، باید توجه کرد که به نظر می‌رسد شرایط مزبور، وجود ارتباطات اجتماعی اشاره شده در فوق را منع نمی‌کند؛ موضوعی که می‌تواند باعث تضعیف نهاد استقلال واقعی و فلسفه‌ی به کارگیری آن شود. در استرالیا^۱ به عنوان ضابطه‌ی اصلی پیشنهاد می‌شود، این دو نقش را دو تن بر عهده بگیرند و رئیس هیأت مدیره حائز شرایط استقلال باشد. البته این توضیح نیز داده شده‌است که اگر رئیس هیأت مدیره، مدیر مستقل نیست، شرکت باید انتصاب مدیر مستقل را به عنوان نائب رئیس یا به عنوان «مدیر مستقل ارشد» را در نظر بگیرد، که نقش رئیس را هنگام تعارض ایفا کند؛ و اضافه شده‌است، حتی جایی که رئیس، مدیر مستقل است، داشتن نائب رئیس یا مدیر مستقل ارشد، می‌تواند به هیأت مدیره در بررسی عملکرد رئیس هیأت مدیره کمک کند^۲. همچنین، در خصوص شرایط استقلال، علاوه بر روابط خانوادگی و کاری، از ارتباطات اجتماعی و دوستی هم به عنوان مصادیق عدم تحقق شرط استقلال یاد شده‌است^۳. اما در دستورالعمل، همانطور که گفته شده‌است، استقلال نه در رئیس و نه در نائب رئیس هیأت مدیره اساساً مطمح نظر مقررات گذار در ایران نبوده‌است؛ البته از این موضوع منعی هم نشده‌است. در اصول سازمان همکاری اقتصادی و توسعه، نیز مشاهده نشده‌است که بر شرط استقلال در رئیس هیأت مدیره اشاره شود (OECD, 2015)^۴.

1. Corporate Governance Principles and Recommendations (the Fourth Edition: February 2019); Available at: <https://www.asx.com.au/>

2. Principle 2: Structure the board to be effective and add value; Recommendation 2.5.

3. Principle 2: Structure the board to be effective and add value; Recommendation 2.3.; Box 2.3: Factors relevant to assessing the independence of a director. Commentary.

4. Principle VI. (The responsibilities of the board) E.

در امریکا هم همین نگرانی‌ها باعث شد که بخش ۹۷۲ قانون داد-فرانک^۱ به جای این که لازم بداند شرکت‌ها منصب‌های مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره را جدا کنند و رئیس هیأت مدیره، مدیری غیرموظف باشد، صرفاً مقرر می‌دارد که شرکت‌ها سیاست خود را در خصوص نحوه‌ی تکمیل این دو پست و دلایل خود را برای اتخاذ هر کدام از رویه‌ها افشا کنند و بنابراین هیچ کدام از روش‌ها را نه منع و نه تأیید می‌کند (Bainbridge, 2011).

سهامداران اقلیت

در ایران ساختار مالکیت متمرکز در شرکت‌های بورسی غلبه دارد، (یحیی پور، ۱۳۹۴، ۱۲۷) و بنابراین انتظار می‌رود که به وضعیت سهامداران اقلیت به طور جدی توجه شود. در حقیقت، در ساختار مالکیت و کنترل در بریتانیا و امریکا، مالکیت سهام به جای این که در دستان تعداد کمی خانواده، بانک، دولت یا دیگر شرکت‌ها متمرکز باشد، بین تعداد زیادی از افراد پراکنده شده‌است؛ در این حالت نگرانی عمده‌ی سهامداران شرکت‌های بورسی که سهامدار کنترل ندارند، «هزینه‌های نمایندگی» است (Cheffins, 1999). از آن‌جا که برخلاف ساختار مذکور، توزیع متمرکز سهام در شرکت‌های بورسی ایران وجود دارد و بنابراین موقعیت سهامدار اقلیت منبع اصلی نگرانی است، به نظر می‌رسد مسائل دیگری که اهمیت زیادی در نظام‌های حاکمیت شرکتی کشورهای مزبور دارند، در کشور ما باید در درجه‌ی دوم اهمیت قرار بگیرند.

به عبارت روشن‌تر، شرکت‌هایی که سهامداران عمده یا کنترلی^۲ دارند، این سهامداران احتمالاً آنقدر نفع مالی دارند که به آنها انگیزه دهد که بر مدیریت شرکت نظارت دقیق داشته- باشند (Cheffins, 1999)؛ لذا با در نظر گرفتن این امر که در ایران مالکیت متمرکز در شرکت- های بورسی غلبه دارد، مشکل نظارت بر مدیران اجرایی نباید موضوعی با فوریت بالا تلقی شود. اما این خطر جدی‌تر وجود دارد که سهامداران عمده یا کنترلی به واسطه یا با تبانی با مدیران به حقوق مالکان دیگر سهام تعدی کنند؛ این کار می‌تواند به طرق متعددی انجام شود. برای مثال،

1. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act; July 21, 2010.

۲. مطابق بند ۲ ماده‌ی ۱ دستورالعمل سهامدار عمده «سهامداری است که به طور مستقیم یا غیر مستقیم به همراه شرکت‌های فرعی و وابسته، توانایی انتخاب حداقل یکی از اعضای هیأت مدیره‌ی شرکت را دارا می‌باشد». همچنین مطابق بند ۳ ماده‌ی ۱ دستورالعمل سهام کنترلی «حداقل میزان سهام مورد نیاز برای آن که دارنده‌ی آن قادر به تعیین اکثریت اعضای هیأت مدیره باشد» است.

سهامدار کنترلی ممکن است ترتیبی دهد تا سهام را بر اساس شرایط مطلوب بخرد، یا قراردادهای بسیار سودآور با شرکت منعقد کند (OECD, 2017). بنابراین حداقل در زمان حاضر، از آنجا که ساختار مالکیت و کنترل متمرکز سهامداران اقلیت را در معرض ریسک‌های جدی قرار می‌دهد، به نظر می‌رسد که فراهم کردن حمایت مناسب برای چنین سرمایه‌گذارانی، باید اولویت بالاتری در ایران داشته باشد.

دستور العمل به دو صورت به موضوع سهامداران اقلیت پرداخته است: ابتدا در فصل دوم خود با عنوان «اصول حاکمیت شرکتی»، به «حفظ حقوق سهامداران و برخورد یکسان با آنها» اشاره شده است.^۱ همچنین در بیان شرایط استقلال، یکی از شرایط مدیر مستقل را این موضوع بیان کرده است که «منتخب سهامدار عمده (شخص حقیقی منتخب وی، یا «شرکت‌های فرعی، وابسته، مشارکت خاص یا سهامداران عمده وی»)^۲ نباشد. این موضع، به نظر مطابق با رهنمودهای اصول سازمان همکاری اقتصادی و توسعه تدوین شده است^۳ و در آن حفظ حقوق سهامداران اقلیت نیز مطرح نظر بوده است.^۴

شاید بتوان گفت که شرط استقلال از سهامدار عمده، در مورد مدیر مستقل، در کد حاکمیت شرکتی بریتانیا که ساختار مالکیت پراکنده در آن غلبه دارد هم آمده است^۵ و این اندازه حمایت از سهامداران اقلیت در ایران کافی نیست. البته می‌توان در پاسخ گفت که وجود این شرط در کد حاکمیت شرکتی بریتانیا اگر مضر نباشد، تا حد زیادی نامرتب است (Ringe, 2013).

به هر روی گرچه در دستورالعمل به درستی به این شرط اشاره شده است، به نظر، به صورت‌های بهتری هم می‌توان به سهامداران اقلیت توجه کرد. یکی از روش‌ها می‌تواند تصریح به حمایت ویژه از سهامداران اقلیت، توسط مدیر مستقل باشد. روش دیگر استفاده از

۱. ماده‌ی ۳، بند ۲. حفظ حقوق سهامداران و برخورد یکسان با آنها: «چهارچوب حاکمیت شرکتی باید از حقوق سهامداران حفاظت و اعمال حق آنها را تسهیل کند و نسبت به برخورد یکسان با تمام سهامداران، شامل سهامداران اقلیت و خارجی اطمینان فراهم کند. تمام سهامداران باید به طور منصفانه فرصت احقاق مؤثر حقوق خود را داشته باشند.»

۲. ماده‌ی ۱، بند ۶، قسمت «ح».

3. Principle II. (The rights and equitable treatment of shareholders and key ownership functions).

البته علاوه بر این اصل کلی، در بند G. همین اصل نیز به صراحت، به موضوع حمایت از سهامداران اقلیت اشاره کرده است:

Principle II. G. 'Minority shareholders should be protected from abusive actions by, or in the interest of, controlling shareholders acting either directly or indirectly, and should have effective means of redress. Abusive self-dealing should be prohibited.'

4. Principle VI. (The responsibilities of the board): E.

5. Sec. 2: Division of Responsibilities; Provision: 10.

سازوکارهای حمایتی دیگر، مانند مدیر منتخب سهامداران اقلیت است. در ادامه به توضیح این دو موضوع می‌پردازیم.

بند ۱ ماده‌ی ۱ دستورالعمل، عضو مستقل هیأت مدیره را به شخص حقیقی عضو هیأت مدیره تعریف کرده‌است که شرایط استقلال را داشته‌باشد و بند ۶ همین ماده به ذکر مصادیقی از شرایط استقلال پرداخته‌است. در صدر بند اخیر در مورد شرایط استقلال آمده‌است: «فقدان هر گونه رابطه یا منافع مستقیم یا غیر مستقیم که بر تصمیم‌گیری مستقل و بی‌طرفانه شخص اثر گذار باشد به گونه‌ای که موجب جهت‌گیری وی به سمت منافع شخص یا گروه خاصی از سهامداران شرکت یا سایر ذینفعان شود و نیز سبب عدم رعایت یکسان منافع سهامداران یا صرفه و صلاح شرکت گردد.» پیش‌تر نیز بند ۱ ماده ۱ «منشور کمیته حسابرسی شرکت نمونه (سهامی عام)» تعریفی مشابه از عضو مستقل کرده بود.^۱

اما در منابع حقوقی فارسی دیده نشده است که به توضیحی برای تبیین چرایی وجود چنین نهادی پرداخته‌شده‌باشد؛ جز این که در یکی از منابع آمده‌است: «وجود کمیته‌های هیأت مدیره... نقشی اساسی در حاکمیت شرکتی در جهت حفظ منافع سهامداران دارند. این کمیته‌ها از اعضای مستقل هیأت مدیره تشکیل می‌شوند و بنابراین، انتظار می‌رود در تصمیم‌گیری‌های خود منافع شرکت را بر منافع شخصی اولویت بخشند.» (حسینی، ۱۳۹۷، ۶۵).

بنابراین، با توجه به صدر بند ۶ ماده‌ی ۱ دستورالعمل، گرچه استقلال از سهامدار عمده، ممکن است مانع سوء استفاده‌های سهامدار عمده شود، اما با توجه به این که مدیر مستقل در وهله‌ی اول باید به «رعایت یکسان منافع [تمام] سهامداران یا صرفه و صلاح شرکت» توجه کند و حتی از «جهت‌گیری... به سمت منافع شخص یا گروه خاصی از سهامداران شرکت یا سایر ذینفعان» منع شده‌است، می‌توان این گونه هم نظر داد که مدیر مستقل در دستورالعمل از توجه خاص به منافع سهامداران اقلیت، منع شده‌است. از این لحاظ باید توجه داشت که سهامداران

۱. بند ۱ ماده‌ی ۱ در تعریف «عضو مستقل» مقرر می‌دارد: «عضوی است فاقد هر گونه رابطه یا منافع مستقیم یا غیر مستقیم که بر تصمیم‌گیری مستقل وی اثر گذار باشد، موجب جانبداری وی از منافع فرد یا گروه خاصی از سهامداران یا سایر ذینفعان شود یا سبب عدم رعایت منافع یکسان سهامداران گردد.» در زیرنویس این بند، مانند دستورالعمل، به تعدادی از مصادیقی که به تشخیص مقام انتخاب کننده ممکن است منجر به عدم تحقق تعریف عضو مستقل شود، پرداخته است. این منشور در اجرای ماده ۱۰ دستورالعمل کنترل‌های داخلی برای ناشران پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران، در تاریخ ۲۳-۱۱-۱۳۹۱ به تصویب هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده‌است و در نشانی اینترنتی زیر قابل دسترسی است:

اقلیت ممکن است منافع خاصی داشته باشند و این منافع ممکن است ناهماهنگ با منافع شرکت یا منافع سهامداران به طور کلی باشد (De Poli, and de Gioia Carabellese, 2017). هنگامی که بحث استقلال مدیر معرفی شد، اساساً در پی حمایت از منافع سهامداران بود. اما مدیران مستقل به عنوان ابزاری برای اهداف گسترده‌تر نیز در نظر گرفته می‌شوند. شاید به سان نوش‌دارویی تقریباً برای رفع تمام مشکلات شرکت‌ها. بعضی‌ها حتی تا حدی پیش رفتند که مدیران مستقل نه تنها در پی حفظ و حراست از منافع سهامداران، بلکه تمام ذی‌نفعان هستند (Ringe, 2013).

در حقوق فدرال آمریکا به نظر می‌رسد نگرانی‌ای که مدیر مستقل در پی رفع آن است، دفاع از منافع سهامداران به صورت یک کل در برابر مدیران عامل است، نه دفاع سهامداران اقلیت در برابر سهامداران عمده. در مقابل، در چین نقش‌هایی برای مدیر مستقل برشمرده‌اند؛ مانند این که چگونه می‌توانند فساد را کاهش دهند، جرأت مطرح کردن سؤالاتی که پرسش آنها راحت نیست را داشته باشند، از هیأت عامل شرکت انتقاد کنند و از پیروی از رویه‌های حاکمیت شرکتی خوب اطمینان حاصل کنند؛ همانطور که پیداست، در میان نقش‌ها اهداف قابل سنجش کم است. بدون این که بدانیم که شرط استقلال قرار است به چه مشکلاتی پاسخ بگوید نمی‌توان قواعدی را در مورد مدیر مستقل طراحی و آنها را ارزیابی کرد (Clarke, 2006).

باید در نظر داشت که استقلال در سطحی کلی و انتزاعی، ابزاری برای حمایت از گروه‌های ضعیف در شرکت و کاهش هزینه‌های نمایندگی است. همانطور که دیدیم، می‌تواند به نفع تمام سهامداران به طور کلی (در محیط سهامداری پراکنده) یا سهامداران اقلیت، در برابر سهامداران کنترلی (در محیط سهامداری متمرکز) عمل کند. بنابراین، نکته‌ی مهم این است که توجه شود کارکرد مدیر مستقل، باید بر اساس محیط شرکتی کشورها، به طور خاص طراحی شود (Ringe, 2013).

بنابراین، گنجاندن شرط استقلال از سهامدار عمده، می‌تواند به گام برداشتن در مسیر درست تعبیر شود. اما، این اندازه کافی نیست و بهتر است گام‌های دیگری هم برداشته شود؛ گام دوم می‌تواند این باشد که استقلال از سهامدار عمده، باید به دقت با میزانی از وابستگی متوازن شود. این امر به معنی مسئولیت‌پذیری مدیران مستقل نسبت به گروه‌های اقلیت است که باید از ایشان حمایت کنند. تقویت مسئولیت‌پذیری ایشان، این نوید را می‌دهد که ضعف‌های خاصی مانند تخصص و مشکلات مربوط به انگیزه‌ی مدیران مستقل را جبران کند (Ringe, 2013).

به عبارت دیگر، به نظر ما استقلال مدیر مستقل، بهتر است با مسؤولیت‌پذیری در قبال گروه خاصی، مانند سهامداران اقلیت، ترکیب شود. این امر می‌تواند چند مزیت داشته باشد؛ اول، داشتن نماینده‌ای در هیأت مدیره ابزار مستقیمی برای بیان نگرانی گروه مورد حمایت، و همچنین باعث افزایش آگاهی در مورد موقعیت این گروه خواهد بود. دوم، ضعف‌های خاصی که مدیران مستقل دارند را ممکن است به این ترتیب بتوان حل کرد، مانند کاستی‌های مربوط به تخصص و مشکلات مربوط به انگیزه. منصوب کردن نمایندگان با برنامه‌ای روشن در هیأت مدیره تا حدی این اطمینان را خواهد داد که این اشخاص انگیزه و تجربه‌ی بیشتری دارند. سوم، موقعیت آنها به عنوان نماینده‌ی یک گروه خاص، جریان اطلاعات را میان شرکت و هیأت مدیره و سهامداران اقلیت تسهیل می‌کند، و کمک می‌کند تا اطمینان حاصل شود که حداقل نگرانی‌های این گروه شنیده شود، بنابراین باعث افزایش آگاهی از موقعیت آنها می‌شود و می‌تواند به شفافیت بیشتر درون شرکت کمک کند (Ringe, 2013)، (De Poli, and de Gioia Carabellese, 2017).

بنابراین، مدیری می‌تواند همزمان مستقل از سهامدار عمده باشد، اما مسؤول نسبت به سهامداران اقلیت باشد. باید توجه شود که در حال حاضر مدیران مستقل، مسؤولیت‌ها و تکالیفی مانند مدیران دیگر هم دارند، از جمله تکلیف رعایت «صرفه و صلاح شرکت».

اما روش دیگر استفاده از سازوکارهای حمایتی دیگر، مانند مدیر منتخب سهامداران اقلیت است. در حقیقت، در بعضی از کشورها سهامداران اقلیت، به طور مستقیم عضو یا اعضای از هیأت مدیره، یا اعضای کمیته‌ی حسابرسی یا دیگر کمیته‌ها، را انتخاب می‌کنند که به طور مؤثرتری می‌تواند حافظ منافع آنها باشد. اگرچه این رویه گسترده نیست (OECD, 2017)^۱، اما توجه به آن بی‌فایده نیست.

اصل اکثریت کلی حقوق شرکت‌ها در این خصوص صریح است که سهامداران اکثریت از طریق رأی‌گیری تمام مدیران شرکت، از جمله مدیر مستقل را تعیین کنند؛ اقلیت صرفاً نظاره‌گر است و به طور منفعل تصمیمات اکثریت را می‌پذیرد، مگر این که به طور داوطلبانه بخواهد از شرکت خارج شود. با وجود این در مورد مدیران، می‌توان سهمی که به صورت درصدی یا عددی تعیین شود را برای سهامدار اقلیت در نظر گرفت. چنین مدیرانی، مستقیماً از سوی سهامداران اقلیت به عنوان اعضای هیأت مدیره شرکت انتخاب می‌شوند (De Poli, and de Gioia Carabellese, 2017)^۲. تمام شرکت‌های بورسی در ایتالیا از سال ۲۰۰۷ لازم است

1. Principle II. (The Rights and Equitable Treatment of Shareholders and Key Ownership Functions) G.

۲. در مورد نحوه‌ی انتخاب مدیر اقلیت توسط سهامداران اقلیت، می‌توان به منبع اشاره شده در متن مراجعه کرد.

که حداقل یک صندلی هیأت مدیره را برای نامزدهای تعیین شده توسط سهامداران اقلیت ذخیره کنند (Ringe, 2013).

به دلیل این که گروه اقلیت تا حد ممکن اطمینان حاصل خواهد کرد که نماینده‌ای را معرفی کند که به بهترین نحو از منافع آنها حمایت کند، عموماً شخصی متخصص و با تجربه را انتخاب خواهند کرد. لذا میتوان انتظار داشت که مشکلی که در موردی انگیزه در مورد مدیران مستقل وجود داشت، در چنین مدیرانی کاهش یابد؛ به عبارت دیگر فرض بر این است که مدیری که به طور مستقیم نماینده‌ی گروه خاص باشند انگیزه‌ی بیشتری برای تعقیب برنامه‌ی خاص خواهند داشت، تا مدیر نوعی، بدون هدف روشن یا با اهدافی کلی (Ringe, 2013). البته، بدیهی است از آن‌جا که ممکن است سهامداران اقلیت از قدرت خود برای سد کردن منافع مشروع سهامداران اکثریت استفاده کنند، حمایت از آنها نمی‌تواند بیش از اندازه باشد (Clarke, 2006).

۴-تنوع در هیأت مدیره

نقش کمتر بحث شده‌ی دیگر هیأت مدیره، استفاده از وضع عضویت در هیأت مدیره برای تسهیل اشتراک اطلاعات و دیدگاه‌ها میان شرکت و ذی‌نفعان متعدّدش، مانند سهامداران و مشتریان است. از این حیث، تنوع در هیأت مدیره از لحاظ حضور زنان، اقلیت‌ها و مدیران خارجی در هیأت مدیره به این منظور است تا به شرکت اجازه دهد که بهتر با مشتریان و کارکنانشان ارتباط برقرار کنند. این موضوع می‌تواند برای شرکت‌ها دسترسی به اطلاعات را تسهیل کند و حمایت و مشروعیت برای آنها به ارمغان آورد (Dallas, 2003). لذا تنوع در هیأت مدیره، رویه‌ی حاکمیت شرکتی خوب در نظر گرفته می‌شود.

بر اساس منبع وابستگی، زنان، اقلیت‌ها و مدیران خارجی می‌توانند مشاوره، حمایت و مشروعیت را برای عملیات شرکت فراهم آورند. این کارکردها همچنین می‌تواند توسط افرادی با صبغه‌های طرفداری از محیط زیست نیز تأمین شود. این مدیران، به دلیل اعتبارشان در محیط اجتماعی، می‌توانند مشروعیت شرکت در جامعه را بالا ببرند. البته توجه به روی دیگر سکه نیز ضروری است؛ برای مثال، زنان در هیأت مدیره ممکن است بر شرکت اثر بگذارند تا به مسائل منابع انسانی که مختص زنان است توجه کنند (Dallas, 2003). یا حضور مدیر خارجی در هیأت مدیره ممکن است باعث ارتقای منظر جهانی شرکت شود. به همین دلیل، شرکت‌های بزرگ از مدیران خارجی در هیأت مدیره برای درک عمیق‌تر نسبت به بازارهای خارجی و

خواسته‌های سرمایه‌گذاران بین‌المللی و نیز کسب اعتبار در بازارهای سرمایه‌ی خاص یا محیط‌های سیاسی استفاده می‌کنند. این تنوع در هیأت مدیره شرکت‌ها را قادر می‌سازد تا به طور مؤثرتری با محیط اجتماعی-اقتصادی ارتباط برقرار کنند (Vishwakarma, 2017).

گفته می‌شود که با تنوع در هیأت مدیره، به دلیل وجود اشخاص با زمینه‌ها و سوابق متفاوت، اعضا محتمل‌تر است که نوآورتر باشند و تصمیمات بهتری بگیرند؛ بنابراین تنوع ممکن است کارکرد هدایت و برنامه‌ریزی یا مشاوره به هیأت عامل را برای هیأت مدیره بهبود ببخشد. از این رو تنوع در هیأت مدیره موضوعی اساسی و از اهمیت حیاتی برخوردار است (Vishwakarma, 2017). در ادامه تنها به موضوع حضور زنان در هیأت مدیره به عنوان یکی از مصادیق این بحث می‌پردازیم.

طرفداران تنوع جنسیتی در مورد حضور زنان به استدلال‌ات متعددی متوسل می‌شوند. برای نمونه، گفته می‌شود که در تنوع جنسیتی، بحث حضور نمادین زنان در هیأت مدیره مطرح نیست، بلکه حضورشان به دلیل تخصص آنها در کسب و کار و نیز دسترسی آنها به اطلاعات و منابعی است که شرکت به آنها نیاز دارد (Vishwakarma, 2017). غالباً از منطق اقتصادی در حمایت از این موضوع استفاده می‌شود، با این استدلال که هیأت‌های مدیره با تنوع جنسیتی، می‌توانند عملکرد مالی شرکت را ارتقا دهند. یا به تفاوت در نحوه‌ی تفکر زنان اشاره می‌کنند؛ این که موقعیت‌هایی وجود دارد که زنان بیشتر مایلند تا به عمق مسأله بپردازند، حتی اگر پرداختن به آنها برای دیگر اعضای هیأت مدیره بسیار سخت باشد (Dhir, 2015) (Vishwakarma, 2017). به همین ترتیب عنوان می‌شود که زنان قسمت اعظمی از نیروی کار را در هر جامعه‌ای تشکیل می‌دهند و صاحب بخش معتاب‌هی از ثروت جامعه هستند و بسیاری از تصمیمات مصرف‌کنندگان توسط زنان گرفته می‌شود، از خریدهای ساده‌ی روزمره تا خرید رایانه، اتومبیل و خانه (Sealy, and Vinnicombe, 2012).

به هر ترتیب، حداقل این موضوع در یکی از تحقیقاتی که در مورد حضور زنان در هیأت مدیره انجام شده‌است، ثابت شده‌است که تنوع جنسیتی در مورد فرایند تصمیم‌گیری در هیأت مدیره اثر داشته‌است، اما حضور زنان لزوماً بر ماهیت تصمیم‌گیری اثری نداشته‌است؛ برای نمونه، زنان پرسش‌ها را روشمندتر پرسیدند، بر تعداد پرسش‌ها افزوده شد، و حضور آنها فرایند تصمیم‌گیری را نظام‌مندتر و منظم‌تر کرد (Rosenblum and Roithmayr, 2015).

روی هم رفته، دو رویکرد عمده در مورد نحوه‌ی اعمال این موضوع وجود دارد؛ در قوی‌ترین شکل، قانون‌گذاران سطح خاصی از برابری جنسیتی را در هیأت مدیره حکم می‌کنند. رویکرد دوم، افشای اطلاعات در این خصوص است؛ به جای تحمیل خروجی از پیش تعیین

شده، مقررات گذاران از شرکت‌ها می‌خواهند تا به طور عمومی رویه‌های خود را در مورد تنوع جنسیتی گزارش دهند (Dhir, 2015). به هر حال این معنی مسلم است که تحقیقات انجام شده در این مورد هم، مانند دیگر رویه‌های حاکمیت شرکتی خوب، توانسته‌اند به طور قطعی پیدایش آثار مثبت را در خصوص عملکرد شرکت ثابت کنند.

در اصول سازمان همکاری اقتصادی و توسعه نیز در بحث ارزیابی هیأت مدیره، از جمله در خصوص ترکیب و صلاحیت‌های اعضای هیأت مدیره، و آموزششان، (OECD, 2017) توصیه شده است که هیأت مدیره باید به طور منظم عملکرد خود را ارزیابی کند و برآورد کند که آیا از ترکیب متناسب سوابق و صلاحیت‌ها برخوردار است یا خیر^۱. در این رابطه بهره‌گیری از تنوع از جمله داشتن تنوع جنسیتی، برای بالا بردن عملکرد هیأت مدیره، و اجتناب از گیر افتادن در دام هم‌عقیدگی‌های مخرب، در هیأت مدیره و هیأت عامل توصیه شده است (OECD, 2015).

در کد حاکمیت شرکتی بریتانیا^۲ نیز آمده است که اساساً انتخاب اعضای هیأت مدیره و هیأت عامل باید مبتنی بر شایستگی و شرایط عینی باشد، و از این لحاظ باید تنوع جنسیتی، سوابق اجتماعی و قومی، توانایی‌های شخصی و شناختی را ارتقا دهد^۳. در کد حاکمیت شرکتی استرالیا نیز به موضوع بهره‌گیری از تنوع جنسیتی نه تنها در سطح مدیریت، بلکه به طور کلی در نیروی کار اشاره شده است^۴. دستورالعمل اساساً به موضوع تنوع در هیأت مدیره توجه نکرده است.

انتخاب رژیم مقرراتی

مطالبی که در بندهای فوق بررسی شده است، تا حد زیادی کاستی‌های رویکرد یک اندازه برای همه، که دستورالعمل آن را اتخاذ کرده است را نشان داده است. گذشته از موارد فوق، الزام تمام شرکت‌ها به پیروی از یک سری رویه‌های حاکمیت شرکتی، ممکن است به دو صورت گمراه کننده باشند؛ از یک سو ممکن است منجر به این رویکرد اشتباه شود که پیروی از رویه‌های حاکمیت شرکتی لزوماً به رویین تنی شرکت‌ها می‌انجامد. حتی اگر صحیح باشد که شرکت‌هایی که مطابق با معیارهای حاکمیت شرکتی رفتار می‌کنند شرکت‌هایی قدرتمندی هستند، نباید از خاطر برد که

1. Principle VI. (The responsibilities of the board) E. 4.

2. The UK Corporate Governance Code 2018; Available at: <https://www.frc.org.uk/>

3. Sec. 3: Composition, Succession and Evaluation; Principles: J. & L.

4. Principle 1: (Lay solid foundations for management and oversight); Recommendation 1.5.

همواره احتمال ناکارآمدی و عملکرد ضعیف و حتی ورشکستگی آنها وجود دارد. از طرف دیگر این رویکرد نسبت به حاکمیت شرکتی، قطعاً منجر به نوع دیگری از اشتباهات نیز می‌شود؛ آنجا که شرکت‌هایی که ساختارهای حاکمیت شرکتی نوآورانه اتخاذ می‌کنند، یا شرکت‌هایی که رویه‌های حاکمیتی مؤثری دارند و صادقانه هم تلاش می‌کنند، ولی از آنجا که رویه‌های حاکمیت شرکتی پیشنهاد یا حکم شده را رعایت نمی‌کنند، برای حفظ رویه‌های خود تنبیه می‌شوند. رویکرد یک اندازه مناسب برای همه، ضرورتاً حاکمیت شرکتی را استانداردسازی می‌کند و سیاست‌های حاکمیت مختص شرکت یا حتی مختص صنعت را نادیده می‌گیرد و به این موضوع توجه نمی‌کند که آن‌چه برای بیشتر شرکت‌ها ممکن است مناسب باشد و جواب‌گوی نیازهای آنان باشد، لزوماً برای همه مناسب نیست (Rose, 2007). شرکت‌های مختلف نیازهای حاکمیتی مختلفی دارند و اساساً هیأت مدیره باید آزاد باشد که ساختار حاکمیت شرکتی مطلوب را که مختص شرکتشان است، برگزیند (Bainbridge, 2011).

حتی، مطالعات تجربی اخیر پیشنهاد می‌کنند که رویکرد یک اندازه مناسب برای همه، در مقایسه با رویکردهای منعطف‌تر، عموماً سود کمتری را عاید شرکت‌ها کرده‌است. مشهورترین این رویکردها، رویکرد داوطلبانه است که با انتشار گزارش کدبری^۱ در سال ۱۹۹۲ در بریتانیا معرفی شد و از سوی بیشتر کشورها^۲ اتخاذ شده‌است^۳ (Du Plessis, and Low, 2017). پیروی از کد بهترین رویه‌ها در ساختار حاکمیت شرکتی «پیروی یا توضیح»^۴ بریتانیا داوطلبانه است، اما شرکت‌ها حتماً باید افشا کنند که آیا از کد پیروی کرده‌اند یا خیر و اگر پیروی نکرده‌اند، توضیح دهند که چرا. بعضی از مطالعات نشان داد که شرکت‌هایی که به دلایل معتبر از بهترین رویه‌ها منحرف شده‌بودند به طرز خیره‌کننده‌ای بهتر از شرکت‌هایی که کاملاً از کد مزبور پیروی کردند، عمل کردند. در مقابل، صرف پیروی از مقرره‌های کد حاکمیت شرکتی لزوماً منتج به عملکرد بهتر نشده‌است. اتفاقاً رقبای بین‌المللی شرکت‌های امریکایی، عموماً تحت رژیم‌های حاکمیت شرکتی مانند بریتانیا عمل می‌کنند، که مطابق آن شرکت‌ها می‌توانند رویه‌های حاکمیت شرکتی متفاوتی داشته باشند که منعکس‌کننده‌ی شرایط خاصشان باشد (Rose, 2007).

1. Cadbury

۲. مانند اسرائیل: (the 'if not, why not' approach)

۳. کد فعلی حاکمیت شرکتی بریتانیا (the UK Corporate Governance Code) در ژوئیه ۲۰۱۸ انتشار یافته‌است.

4. Comply or explain' approach

بنابراین بحث انتخاب رژیم مقرراتی مناسب می‌تواند به کارآمدی رژیم حاکمیت پیروی یا توضیح منجر شود که معمولاً در منابع به عنوان راه‌حل جایگزین رویکرد آمره شناخته می‌شود. همانطور که گفته شد طبق این رویکرد مقرراتی، شرکت‌ها حتماً باید از فهرست بهترین رویه‌ها پیروی کنند یا دلیل عدم پیروی خود را ارائه کنند. در حقیقت، مقررگذار از شرکت‌ها انتظار دارد تا از تمام رویه‌های موجود در فهرستش پیروی کنند و شرکت‌هایی که تماماً پیروی می‌کنند به عنوان شرکت‌های با بهترین حاکمیت در نظر گرفته می‌شوند. به دلیل اینکه پیروی نکنندگان در این رژیم، بار توضیح در مورد تصمیماتشان را به دوش می‌کشند، عدم پیروی می‌تواند اثری رعب‌آور یا اخلال‌کننده داشته باشد و هیأت عامل شرکت را از اتخاذ سازوکار حاکمیتی که می‌توانست مفید باشد منصرف کند؛ به عبارت دیگر، الزام توضیح برای عدم پیروی می‌تواند به عنوان دلالت ضمنی برای چیزی که نادرست است، فرض شود. بنابراین الزام شرکت‌ها به توجیه عدم پیروی هم از لحاظ نظری نامناسب است و ممکن است هزینه‌هایی را که نیاز نیست بر شرکت‌ها تحمیل کند. مخصوصاً با توجه به این که قدر متیقن انبوهی از مطالعات تجربی در مورد رژیم‌های پیروی یا توضیح این است که پیروی کنندگان از پیروی نکنندگان عملکرد بهتری نداشتند (Bhagat et al., 2008).

از لحاظ نظری نتیجه‌ی نهایی این خواهد بود که در انتخاب رژیم مقرراتی حاکمیت شرکتی، رژیم افشا^۱ بدون ارجاع به محک تطبیقی، چهارچوب مقرراتی مناسب‌تری از رژیم پیروی یا توضیح یا مقررات آمره خواهد بود. این امر به این دلیل است که رویکرد افشا در مورد رویه‌ی حاکمیت شرکتی یک شرکت، در پی این نیست که بهترین رویه‌ها را شناسایی کند و بنابراین القاکننده‌ی توهمی نیست که ما در این مورد دانشی در اختیار داریم که در حقیقت از آن بی‌بهره‌ایم. در رژیم افشای رویه‌ی حاکمیت شرکتی، شرکت‌ها لازم نیست که توضیح دهند که چرا از یک رویه‌ی حاکمیت خاص پیروی می‌کنند، خواه این رویه با رویه‌ی شرکت دیگر متفاوت باشد یا خیر. آنها ساختارهای حاکمیت خود را افشا می‌کنند، و این بستگی به سرمایه‌گذاران دارد که آنچه می‌خواهند از آن برداشت کنند. چنین رژیمی، با در نظر گرفتن تمام احتمالات، مقداری هزینه‌ی اطلاعاتی را بر سرمایه‌گذاران در مقایسه با رژیم پیروی یا توضیح تحمیل می‌کند، از آنجا که روی هم رفته سخت‌تر خواهد بود که شرکت‌های گوناگون را با ابعاد حاکمیت متفاوت مقایسه کنند؛ چرا که افشاها با ارجاع به محکی (وجه ممیز رویکرد پیروی یا توضیح)، انجام نمی‌شوند. اما این دقیقاً مزیت رژیم افشای صرف است. این امر وعده‌ی

1. Disclosure regime

دروغینی را که در فهرست بهترین رویه‌ها یا شاخص حاکمیت وجود دارد را از بین می‌برد: این که یک مجموعه از رویه‌های اساسی وجود دارند که تمام شرکت‌ها با آنها باید سنجیده شوند. به عبارت دیگر، چنین رژی‌می تصدیق می‌کند که بهترین محک یا مجموعه‌ای از بهترین رویه‌ها که برای همه یا حتی برای بیشتر شرکت‌ها مناسب باشد، وجود ندارد. در هر صورت سرمایه‌گذاران باید با رویه‌های حاکمیت شرکتی به همان صورتی که هستند برخورد کنند: یکی از چندین تکه از اطلاعات در مورد کیفیت شرکت (Bhagat et al., 2008).

اساساً هم مهمترین ابزار حقوقی‌ای که از طریق آن سرمایه‌گذاران بازار سرمایه، در مورد شرکت‌های بورسی اطلاعات به دست می‌آورند، نظام افشای الزامی است (Fanto, 1998). اما علی‌رغم صحت مطالب فوق، نباید به این موضوع بی‌توجه بود که این تحلیل‌ها اساساً در فضای قدرتمند دسترسی به اطلاعات کشورهای توسعه‌یافته ابراز شدند و بنابراین در شرایط کنونی کشور ما^۱ نمی‌توانند به همان اندازه کارایی داشته باشند؛ به علاوه در مورد افشا هم، چه به صورت رویکرد پیروی یا توضیح و چه به صورت رژی‌م افشای صرف، باید توجه داشت که تنها زمانی کارایی دارد که سهامداران از وضعیت منفعل خود خارج شده و بر اساس افشاها نقش فعال ایفا کنند (Veldman, 2017).

وانگهی، به نظر می‌رسد که مؤلفه‌های پس‌زمینه‌ی حاکمیت شرکتی، مانند نظام قانونی و سیاسی می‌تواند از خود مباحث حاکمیت شرکتی، در عملکرد شرکت‌ها مهم‌تر باشد. به عبارت دیگر، به نظر می‌رسد که اعمال اصل حاکمیت قانون^۲ و تلاش‌های ضد فساد، اثر بیشتری در رشد و عملکرد شرکت‌ها داشته باشند، تا اصلاحات حاکمیت شرکتی در سطح شرکت‌ها. همچنین، باید تفاوت در سازمان شرکتی بین کشورها را در نظر گرفت. برای مثال همانطور که قبلاً هم اشاره شد، مشکل اصلی برای شرکت‌های سهامی عام در امریکا و بریتانیا بین هیأت عامل و سهامداران است؛ بنابراین سازوکارهای حاکمیت شرکتی در این کشورها اساساً طراحی شده‌اند

۱. در لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت، افشای اطلاعاتی چون انتخاب مدیران و بازرسان، تصویب ترازنامه، کاهش یا افزایش سرمایه و هر نوع تغییر در اساسنامه، انحلال شرکت و نحوه تصفیه آن الزامی اعلام شده است. (سهرابی و فلاح تفتی، ۱۳۹۳، ۴۱)
همچنین برای دیدن صورت تفصیلی تر افشای اطلاعات شرکت‌های بورسی از جمله به «دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان» مصوب ۳-۵-۱۳۸۶ هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار (صادقی مقدم و نوروزی، ۱۳۹۰، ۱۳۳)، به ویژه ماده‌ی ۱۳ آن که برخی از مصادیق اطلاعات مهم را برشمرده است، مراجعه کنید. این دستورالعمل در نشانی اینترنتی زیر قابل دسترسی است:

تا این مشکل نمایندگی را حل کنند. در مقابل، در بسیاری از بازارهای در حال ظهور، مشکل عمده بین سهامداران غالب و سهامداران اقلیت است و مشکل نمایندگی هیأت عامل و سهامدار به آن اندازه جدی نیست، به دلیل این که سهامدار غالب اغلب خود به نوعی مدیریت شرکت را به دست دارد یا انگیزه‌ی بسیار بالایی دارد که نظارت دقیقی بر هیأت عامل داشته باشد. بنابراین، مالکیت سهام بیشتر توسط مدیران غیر موظف، که به نظر می‌رسد مشکلات نمایندگی را در بازارهای توسعه یافته کاهش می‌دهد^۱، ممکن است در بازارهای در حال ظهور اثر کمتری داشته باشد (Bhagat et al., 2008).

مسأله‌ی آخر هم این که اگرچه مهمترین انتقاد بر قواعد آمره این است که هیأت عامل را از انعطافی که برای اداری کسب و کار نیاز دارد محروم می‌کند، اما حدی از حمایت‌های قانونی قوی از سهامداران اقلیت، می‌تواند از آنها در برابر مدیران و سهامداران کترلی، محافظت کند. (Paredes, 2004) همچنین باید به نتایج مطالعاتی که نشان می‌دهند شرکت‌های با سهامداران متمرکز کمتر محتمل است به موضوع افشای داوطلبانه تن در دهند، توجه داشت (Vorottil, 2017).

به نظر می‌رسد دستورالعمل در توجه به بعضی از مسائل مختص نظام شرکت‌های ما موفق بوده است؛ اما، با مفروض گرفتن وجود شرایط مطلوب از لحاظ مؤلفه‌های پس زمینه‌ی حاکمیت شرکتی، اولویت اول نظام حاکمیت شرکتی کشور بهتر است تقویت جدی زیرساخت نظام افشای الزامی اطلاعات باشد. نباید از خاطر برد که تأکید بر نظام افشا هم هزینه‌زا است و سرمایه‌گذاران شرکت این هزینه‌ها را متحمل می‌شوند، (Fischel, 1982) ولی اگر قرار باشد بر موضوعی تأکید و سرمایه‌گذاری شود، بهتر است بر نظام افشا باشد تا الزام به رعایت قواعدی که نه اثر قطعی آنها اثبات شده و نه واجد تمام عناصر ضروری است. در مرحله‌ی بعد اگر قانون‌گذار در پی توسعه‌ی بازار اوراق بهادار باشد، به نظر منطقاً باید حدی از حمایت‌های جدی‌تر از سهامداران اقلیت که در این مقاله از آن‌ها نام برده شده است را بر شرکت‌های با ساختار مالکیت متمرکز تحمیل نماید.

نتیجه‌گیری

فارغ از این موضوع کلی که به نظر دستورالعمل باید فرصت بیشتری برای اعمال مقرراتش در نظر می‌گرفت، هزینه‌ی الزامات کنترل‌های متعددی که دستورالعمل بر شرکت‌ها تحمیل

۱. تبصره‌ی ۴ ماده ۴ دستورالعمل در این خصوص مقرر می‌دارد: «هر یک از اعضای اصلی هیأت مدیره باید معادل یک دهم درصد سهام شرکت یا حداقل معادل پنج میلیارد ریال از سهام شرکت (که هر دو سال یک‌بار متناسب با نرخ تورم و شاخص بهای کالاها و خدمات مصرفی تعدیل می‌شود) را به عنوان سهام وثیقه مدیران نزد شرکت تودیع کنند.»

می‌کند، این تصور را ایجاد می‌کند که این هزینه‌های غیرضروری و بیش از اندازه، ممکن است به رقابت‌پذیری شرکت‌ها و نهایتاً به منافع سرمایه‌گذاران آسیب بزند. هدف اصلی این مقاله بررسی این موضوع بود که آیا رویه‌های حاکمیت شرکتی خوب یا بدی که سیاست‌گذاران رعایت یا عدم رعایت آن‌ها را از همه‌ی شرکت‌ها به طور یکسان مطالبه می‌کنند، رویکرد مناسبی است یا خیر؛ در همین رابطه به طور اجمالی به دو موضوع پرداختیم.

یکی منع مطلق شرکت‌ها از تجمع سمت‌های رئیس هیأت مدیره و مدیر عامل در یک تن، که اساساً به عنوان رویه‌ی حاکمیت شرکتی بد، به دلیل وجود تعارض منافع و فسادآوری بالقوه‌ی قدرت مطلق، پیشنهاد شده‌است؛ در این مورد نظر کلی این است که جدایی این دو نقش با رعایت شرایطی از جمله اندازه‌ی شرکت و میزان استقلال رئیس هیأت مدیره، می‌تواند اثر مثبتی در نظارت شرکت‌های بورسی ایرانی به دلیل داشتن ساختار هیأت مدیره‌ی واحد داشته باشد؛ البته ممکن است جدا کردن این دو سمت هزینه‌هایی در بر داشته باشد، که مقتضی است هنگامی که ساختار رهبری هیأت مدیره بررسی می‌شود، به آن‌ها نیز توجه شود. حمایت مشروط از جدایی این دو نقش در نظام فعلی هیأت مدیره‌ی ایران می‌تواند قابل دفاع باشد.

موضوع دیگری که این مقاله به آن پرداخت، توجه به سهامداران اقلیت بود. در ایران علاوه بر ضعف و عدم مسؤولیت‌پذیری مدیران که مانند سایر نقاط دنیا وجود دارد، مسأله‌ی سوء استفاده از حقوق سهامداران اقلیت را باید اضافه به این مشکلات کرد. در این رابطه، از جمله مدیران مستقل به عنوان ابزاری برای کنترل بهتر هیأت عامل و کاهش هزینه‌های نمایندگی و حمایت از سهامداران اقلیت معرفی می‌شوند. نقش خاصی که مدیران مستقل باید بازی کنند به ویژه بستگی به ساختار مالکیت کشورها دارد. بنابراین حیاتی است که تعیین کرد مدیران نسبت به چه کسانی باید مستقل باشند. خوشبختانه در دستورالعمل به درستی به استقلال مدیران مستقل از سهامداران عمده توجه شده‌است. اما، به نظر می‌رسد بهتر است، به صراحت از بالا بردن مسؤولیت‌پذیری مدیران مستقل نسبت به سهامداران اقلیت نیز اشاره شود تا آن‌ها نقش معنادارتری در این خصوص بازی کنند؛ همچنین مدیران منتخب سهامداران اقلیت، به عنوان ابزار دیگری برای حمایت جدی‌تر از سهامداران اقلیت، معرفی شدند.

نهایتاً در مورد داشتن تنوع در هیأت مدیره، به عنوان رویکرد حاکمیت شرکتی خوب، بحث شد که دستورالعمل اساساً به آن اشاره نکرده‌است. به طور کلی، به دلیل این که اثر قطعی در مورد بسیاری از رویه‌های حاکمیت شرکتی خوب یا بد، اثبات نشده‌است، به نظر اتخاذ رویکرد

الزامی یک شکل، انتخاب رژیم مقرراتی مطلوبی برای این دستورالعمل محسوب نمی شود. شکل مناسب مقررات حاکمیت شرکتی باید حد قابل پذیرشی از انعطاف را در خود داشته باشد. از آنجا که سازوکار حاکمیت شرکتی مطلوب می تواند شرکت به شرکت متفاوت باشد، مقررات هم حتماً باید به اندازه‌ی کافی منعطف باشد تا اجازه‌ی این نوسان را بدهد.

لذا در خصوص انتخاب رژیم مقرراتی در مورد رویه‌های حاکمیت شرکتی شرکت‌ها، به نظر ما رژیم افشای الزامی صرف، از رویکرد پیروی یا توضیح، و رویکرد اخیر از رویکرد آمره مناسب تر است. النهایه این بستگی به سرمایه گذاران دارد که بر اساس افشای صورت گرفته نقش فعال تری ایفا کرده و به خاطر داشته باشند که رویه‌های حاکمیت شرکتی تنها یکی از چندین تکه اطلاعات راجع به کیفیت شرکت‌ها هستند.

منابع

- حسینی، سید محمدرضا. ۱۳۹۷. «الزامات ناظر بر ارکان اداره و حسابرسی شرکت‌های سهامی در چهارچوب اصول حاکمیت شرکتی (مطالعه‌ی تطبیقی حقوق ایران، انگلستان و ایالات متحده)». پژوهش‌های حقوق تطبیقی. دوره ۲۲، شماره ۲، تابستان، صص ۵۷-۹۰.
- دم‌چیلی، محمد، حاتمی، علی و محسن قرائی. (۱۳۸۷). قانون تجارت در نظم حقوقی کنونی، تهران، میثاق عدالت.
- سهرابی، لیلا، و زینب فلاح تفتی. ۱۳۹۳. «بررسی اصول حاکمیت شرکتی در نظام حقوقی ایران». فصلنامه‌ی بورس اوراق بهادار. سال هفتم، شماره ۲۵، بهار، صص ۴۹-۲۵.
- صادقی مقدم، محمد حسن، و محمد نوروزی. ۱۳۹۰. «نقد و بررسی نظام افشای اطلاعات در بورس ایران». فصلنامه حقوق، مجله‌ی دانشکده حقوق و علوم سیاسی. دوره ۴۱، شماره ۲، تابستان، صص ۱۴۹-۱۳۱.
- یحیی‌پور، جمشید. (۱۳۹۴). «مطالعه تطبیقی مدل‌های حاکمیت شرکتی و ارائه مدل مناسب برای حاکمیت شرکتی حقوق شرکت‌های سهامی ایران»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۲۹، بهار، سال هشتم، تهران. صص. ۱۳۶-۱۱۱.
- «لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت»؛ مصوب ۲۴ اسفند ۱۳۴۷.
- آیین‌نامه‌ی اجرایی ماده‌ی ۱۴ قانون «توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی»؛ مصوب ۸-۱-۱۳۹۰.
- ۳- «منشور کمیته حسابرسی شرکت نمونه (سهامی عام)»؛ مصوب ۲۳-۱۱-۱۳۹۱.
- «دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان» مصوب ۳-۵-۱۳۸۶.
- «دستورالعمل انضباطی ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»؛ مصوب ۱۲-۱۱-۱۳۸۷.
- «دستورالعمل انضباطی ناشران پذیرفته شده در فرابورس ایران»؛ مصوب ۲۱-۶-۱۳۸۸.
- «دستورالعمل کنترل‌های داخلی ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران»؛ مصوب ۱۶-۲-۱۳۹۱.
- «دستورالعمل حاکمیت شرکتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران»؛ مصوب ۲۷-۴-۱۳۹۷.
- Afsharipour, Afra. 2009. "Corporate Governance Convergence: Lessons from the Indian Experience", Northwest Journal of International Law & Business. Vol. 29. pp. 335-402.
- Avci, S. Burcu, Schipani, Cindy A., and H. Nejat Seyhun. 2018. "Do Independent Directors Curb Financial Fraud? The Evidence and Proposals for Further Reform", Indiana Law Journal. Vol. 93. pp. 757-805.
- Bainbridge, Stephen M. 2011. "Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II", Minnesota Law Review. Vol. 95. pp. 1779-1821.
- Bhagat, Sanjai, Bolton, Brian, and Roberta Romano. 2008. "The Promise and Peril of Corporate Governance Indices", Columbia Law Review. Vol. 108. No. pp. 1803-1882.
- Black, Bernard. 2001. "Does Corporate Governance Matter? A Crude Test Using Russian Data", University of Pennsylvania Law Review. Vol. 149. pp. 2131-2150.

- Bruner, Christopher M. 2011. "Corporate Governance Reform in a Time of Crisis", the Journal of Corporation Law. Vol. 36. Issue, 2, pp. 309-341.
- Cheffins, Brian R. 1999. "Current Trends in Corporate Governance: Going from London to Milan via Toronto", Duke Journal of Comparative & International Law. Vol. 10. pp. 5-42.
- Cheffins, Brian R. 2009. "Did Corporate Governance 'Fail' During the 2008 Stock Market Meltdown? The Case of the S&P 500", the Business Lawyer. Vol. 65. pp. 1-65.
- Clarke, Donald C. 2006. "The Independent Director in Chinese Corporate Governance", Delaware Journal of Corporate Law. Vol. 31. pp. 125-228.
- Dallas, Lynne L. 2003. "Developments in US Boards of Directors and the Multiple Roles of Corporate Boards", in Sarra, Janis. Ed. Corporate Governance in Global Capital Markets. Vancouver: UBC Press. pp. 191-224.
- De Poli, Matteo, and Pierre de Gioia Carabellese. 2017. "The minority directors in the corporate governance of EU listed institutions: A chimaera or a possibility?", Maastricht Journal of European and Comparative Law. Vol. 24(1). pp. 43-62.
- Dhir, Aaron A. 2015. Challenging Boardroom Homogeneity- Corporate Law, Governance, and Diversity. New York: Cambridge University Press.
- Du Plessis, Jean J., and Chee Keong Low. 2017. "Corporate Governance Codes Under the Spotlight", in Du Plessis, Jean J., and Chee Keong Low, Eds. Corporate Governance Codes for the 21st Century- International Perspectives and Critical Analyses. Cham: Springer. pp. 3-20.
- Du Plessis, Jean J., Hargovan, Anil, and Mirko Bagaric. 2011. Principles of Contemporary Corporate Governance. Cambridge: Cambridge University Press.
- Easterbrook, Franck H. 2009. "The Race for the Bottom in Corporate Governance", Virginia Law Review. Vol. 95. pp. 685-706.
- Fairfax, Lisa M. 2014. "Separation Anxiety: A Cautious Endorsement of the Independent Board Chair", Indiana Law Review. Vol. 47. pp. 237-270.
- Fanto, James A. 1998. "The Role of Corporate Law in French Corporate Governance", Cornell International Law Journal. Vol. 31. pp. 31-91.
- Fisch, Jill E. 2004. "The New Federal Regulation of Corporate Governance", Harvard Journal of Law & Public Policy. Vol. 28. Issue, 1. pp. 39-49.
- Fischel, Daniel R. 1982. "The Corporate Governance Movement", Vanderbilt Law Review. Vol. 35. No. 6. pp. 1259-1292.
- Hopt, Klaus J. 2013. "Comparative corporate governance: the state of the art and international regulation" in Fleckner, Andreas M., and Klaus J. Hopt. Eds. Comparative Corporate Governance - A Functional and International Analysis. Cambridge: Cambridge University Press. pp. 3-101.
- Karmel, Roberta S. 2001. "The Future of Corporate Governance Listing Requirements", SMU Law Review. Vol. 54. pp. 325-356.
- Macey, Jonathan R. 2008. Corporate Governance- Promises Kept, Promises Broken. Princeton: Princeton University Press.
- OECD. 2015. G20/OECD Principles of Corporate Governance. Paris: OECD Publishing.
- OECD. 2017. Methodology for Assessing the Implementation of the G20/OECD Principles of Corporate Governance. Paris: OECD Publishing.
- Paccas, Alessio M. 2012. Rethinking corporate governance- The Law and Economics of Control Powers. Oxon: Routledge.

- Paredes, Troy A. 2004. "A System Approach to Corporate Governance Reform: Why Importing U.S. Corporate Law Isn't the Answer", *William And Mary Law Review*. Vol. 45. Issue, 3. pp. 1055-1157.
- Ramirez, Steven A. 2007. "The End of Corporate Governance Law: Optimizing Regulatory Structures for a Race to the Top", *Yale Journal on Regulation*. Vol. 24. No. 2. pp. 313-359.
- Ringe, Wolf-Georg. 2013. "Independent Directors: After the Crisis", *European Business Organization Law Review*. 14. pp. 401-424.
- Rose, Paul. 2007. "The Corporate Governance Industry", the *Journal of corporation Law*. Summer. pp. 887-926.
- Rosenblum, Darren, and Daria Roithmayr. 2015. "More Than a Woman: Insight into Corporate Governance after the French Sex Quota", *Indiana Law Review*. Vol. 48. pp. 889-930.
- Sealy, Ruth, and Susan Vinnicombe. 2012. "Women and the Governance of the Corporate Boards", In Clarke, Thomas, and Douglas Branson. Eds. *The SAGE Handbook of Corporate Governance*. London: SAGE Publications Ltd.
- Sja'fjell, Beate. 2017. "When the Solution Becomes the Problem: The Triple Failure of Corporate Governance Codes", in Du Plessis, Jean J., and Chee Keong Low, Eds. *Corporate Governance Codes for the 21st Century- International Perspectives and Critical Analyses*. Cham: Springer. pp. 23-55.
- Veldman, Jeroen. 2017. "Self-regulation in International Corporate Governance Codes," in Du Plessis, Jean J., and Chee Keong Low, Eds. *Corporate Governance Codes for the 21st Century- International Perspectives and Critical Analyses*. Cham: Springer. pp. 77-95.
- Vishwakarma, Rachana. 2017. "Women on Board and its Impact on Performance: Evidence from Microfinance Sector", *Indian Journal of Corporate Governance*. 10(1). pp. 58-73.
- Vorottil, Umakanth. 2017. "Corporate Governance in India: The Transition from Code to Statute," in Du Plessis, Jean J., and Chee Keong Low, Eds. *Corporate Governance Codes for the 21st Century- International Perspectives and Critical Analyses*. Cham: Springer. pp. 97-114.
- Weiss, Elliott J. 1984. "Economic Analysis, Corporate Law, and the ALI Corporate Governance Project", *Cornell Law Review*. Vol. 70. pp. 1-37.

COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.

The Effect of Transactions with Dependents on the Auditor's Inability to Detect Corporate Fraud Using Auditor Level Analysis¹

Saeed Vaseli², Babak Jamshidinavid³, Mehrdad Ghanbari⁴

Received: 2020/12/25

Accepted: 2021/05/10

Research Paper

Abstract

The main purpose of this study was to investigate the effect of transactions with individuals related to the auditor's inability to detect corporate fraud using the analysis of auditors in companies listed on the Tehran Stock Exchange. In order to collect research literature, library method and taking notes were used. The method of this research was descriptive and based on composite data and regression statistical method was used to examine the relationship between independent and dependent variables. The statistical population of this study was the companies listed on the Tehran Stock Exchange in the period from 2009 to 2018. Using elimination screening sampling method, 97 companies were studied, as a statistical sample size. Data were analyzed and processed using Eviews9 software and statistical tests (logistic regression). The findings of this study showed that in companies with high transactions with affiliates, the probability of fines (inability) of the auditor is high. In other words, transactions with related parties increase the likelihood of the auditor's inability (audit failure due to fraud in the company)

Key Words: Information Complexity, Auditor Inability, Fraud Detection, Transactions with Related Parties

JEL Classification: M41, M42

1. DOI: 10.22034/JSE.2021.11470.1619

2. Ph.D. Student of Accounting, Islamic Azad University of Kermanshah Branch Department of Accounting, Faculty of Humanities, Kermanshah Branch, Islamic Azad University, Kermanshah, Iran.

3. Assistant Professor of Accounting, Islamic Azad University of Kermanshah Branch, Islamic Azad University, Kermanshah, Iran. (Corresponding Author) jamshidinavid@gmail.com

4. Assistant Professor of Accounting, Islamic Azad University of Kermanshah Branch, Islamic Azad University, Kermanshah, Iran.



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

فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهاردهم، شماره ۵۴، تابستان ۱۴۰۰، صص ۲۲۲-۱۹۷

تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر ناتوانی حسابرس در کشف تقلب شرکت‌ها با استفاده از تجزیه و تحلیل سطح حسابرسان^۱

سعید واصلی^۲، بابک جمشیدی نوید^۳، مهرداد قنبری^۴

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۱۰/۰۵

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۲/۲۰

مقاله پژوهشی

چکیده

هدف اصلی از این پژوهش بررسی تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر ناتوانی حسابرس در کشف تقلب شرکت‌ها با استفاده از تجزیه و تحلیل سطح حسابرسان در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. به منظور گردآوری ادبیات تحقیق از روش کتابخانه‌ای و فیش برداری استفاده شد. روش این تحقیق از نوع توصیفی و مبتنی بر داده‌های ترکیبی بود و برای بررسی میان متغیرهای مستقل و وابسته آن از روش آماری رگرسیون استفاده شده است. جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال ۱۳۸۷ تا سال ۱۳۹۷ بود. با استفاده از روش نمونه‌گیری غربالگری حذفی تعداد ۹۷ شرکت به عنوان حجم نمونه آماری مورد مطالعه قرار گرفت. تجزیه و تحلیل و پردازش داده‌ها با بهره‌گیری از نرم‌افزار Eviews9 و آزمون‌های آماری (رگرسیون لجستیک) صورت گرفت. یافته‌های این پژوهش نشان داد که در شرکت‌هایی که معاملات با اشخاص وابسته زیاد صورت گرفته است، احتمال جریمه (ناتوانی) حسابرس بالا است. به عبارت دیگر معاملات با اشخاص وابسته باعث افزایش احتمال ناتوانی حسابرس (قصور حسابرسی ناشی از تقلب در شرکت) می‌شود.

واژه‌های کلیدی: پیچیدگی اطلاعاتی، ناتوانی حسابرس، کشف تقلب، معاملات با اشخاص وابسته

طبقه‌بندی موضوعی: M41, M42

DOI: 10.22034/JSE.2021.11470.1619

۲. دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرمانشاه، گروه حسابداری، واحد کرمانشاه، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمانشاه، ایران.

۳. استادیار و عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی کرمانشاه، گروه حسابداری، واحد کرمانشاه، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمانشاه، ایران. (نویسنده

مسئول) jamshidinavid@gmail.com

۴. استادیار و عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی کرمانشاه، گروه حسابداری، واحد کرمانشاه، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمانشاه، ایران.

مقدمه

هدف اصلی تمام مؤسسات حسابرسی افزایش کارایی و اثربخشی است. حسابرسان ممکن است با صورت‌های مالی حاوی موارد و تحریفات کشف نشده‌ای مواجه گردند که پس از ارائه گزارش حسابرسی، منتشر شده باشد. چنین افشایی ممکن است به از دست رفتن شهرت حسابرسان، از دست دادن مشتری و در بدترین حالت به دعاوی حقوقی پرهزینه بیانجامد (آذین فرد و همکاران، ۱۳۹۸). حسابرسان می‌توانند با زیر پا گذاشتن اصول اخلاقی، تعهد حرفه‌ای خود را تضعیف نمایند. رسوایی و تقلب در این حرفه، به علت خدمات حسابرسی ارائه شده توسط حسابرسان اتفاق می‌افتد (مرادی و افشار ایمانی، ۱۳۹۶). در گستره اقتصاد جهانی، تقلب تأثیر به سزا و قابل تأکیدی بر گزارش حسابرسان دارد. بنابراین، همواره یکی از بزرگ‌ترین چالش‌های پیش روی پژوهشگران فعال در حوزه تقلب این بوده است، که چگونه می‌توانند یک گام از مجرمان یقه‌سفید پیشی بگیرند. با توجه به زیان‌های قابل توجه و خسارت‌های شدیدی که به دلیل تقلب بر پیکره اقتصاد کشورها و جهان وارد شده و می‌شود و هم‌چنین با تأثیر فزاینده گزارش حسابرسی شرکت‌ها بر ثبات بازارهای مالی، در سال‌های اخیر تلاش‌های گسترده‌ای برای ارتقای عملیات حسابرسی انجام شده که در نتیجه آن ابزارها و فوونی طراحی شده است که حسابرسان بتوانند عملیات حسابرسی خود را با اطلاعات مناسب و درستی انجام دهند. ولی با این حال، پیچیدگی اطلاعات یکی از مشکلات اساسی این حسابرسان در فرایند حسابرسی است که احتمالاً باعث کاهش کشف تقلب شرکت‌ها می‌گردد. از این رو هدف از این پژوهش تدوین مدل تأثیر پیچیدگی اطلاعاتی بر ناتوانی حسابرسان در کشف تقلب شرکت‌ها با استفاده از تجزیه و تحلیل سطح حسابرسان می‌باشد.

به‌طور کلی، رسوایی‌های شرکت، به سادگی به پیچیدگی‌های اطلاعاتی مانند معاملات با اشخاص وابسته مرتبط می‌شوند که در این مواقع، یک حسابدار رسمی نقش حیاتی را بازی می‌کند، بنابراین، این پژوهش بر شناسایی روابط بین پیچیدگی معاملات با اشخاص وابسته و جرائم حسابداران رسمی ناشی از تقلب شرکت (جریمه حسابرسان)، تمرکز دارد. علاوه بر این، ادبیات قبلی در مورد مشکلات و نقایص در حسابرسی عمدتاً بر تأثیر محافظه‌کاری در حسابرسی و یا بر ارزش سهام مشتریان با تمرکز بر محیط قضایی تمرکز داشتند. این مطالعات از شرکت‌های حسابداری، عمدتاً به دلیل سیستم‌های خاص حسابداری و اقدامات قانونی مربوطه که جرائمی را بر حسابدار رسمی برای تقلب در حسابرسی تحمیل می‌کردند، استفاده کرده‌اند. مطالعات قبلی

بر تقلب و نارسایی در حسابرسی توسط شرکت به دلیل پیچیدگی‌های اطلاعاتی تمرکز نکردند. حسابداران رسمی در کشورهای مختلف با محیط‌های ریسک و طرح ادعای قضایی مختلف و الزامات مختلف برای تأییدیه‌های خاص مواجه هستند. علاوه بر آن در استانداردهای حسابرسی (استاندارد شماره ۲۴۰) به روشنی در خصوص عوامل و آثار پیچیدگی اطلاعات حسابداری بر تقلب توضیحی وجود ندارد در نتیجه در این پژوهش تلاش می‌گردد آثار پیچیدگی اطلاعات بر ناتوانی حسابرس در کشف تقلب را مشخص کند که آیا این عوامل پیچیدگی، ریسک حسابرسی را که منجر به ناتوانی حسابرس در ارتباط با کشف تقلب شرکت می‌شود، افزایش می‌دهند یا خیر؟.

ضرورت انجام این پژوهش را می‌توان از چندین بعد به شرح زیر حائز اهمیت دانست: اول پیچیدگی‌های اطلاعات حسابداری موضوعی نسبتاً جدیدی است که کمتر در مطالعات خارجی و داخلی به آن پرداخته شده است و این پژوهش قصد دارد این موضوع را به اشکال مختلف موردبررسی قرار دهد و تأثیر آن را بر نقص در حسابرسی بسنجد.

دوم اینکه بحث اطلاعات حسابداری و موضوعات حسابرسی همانند پیچیدگی‌های اطلاعات و نقص در حسابرسی برای کلیه ذی‌نفعان شرکت‌ها به خصوص سهامداران بالفعل و بالقوه همیشه از اهمیت خاصی برخوردار بوده است که از این‌رو نتایج این پژوهش می‌تواند به‌عنوان عاملی موثر در انتخاب سرمایه‌گذاری مطلوب مورد استفاده قرار گیرد.

سوم، نتایج این پژوهش به‌عنوان یک پژوهش جدید می‌تواند اطلاعات سودمندتری در مقایسه با پژوهش‌های پیشین در اختیار تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران و مدیران شرکت‌ها قرار دهد، چراکه سرمایه‌گذاران همواره نگران منافع خود در شرکت هستند و کیفیت بهتر حسابرسی موجب بالا رفتن اطمینان بخشی به گزارش‌های مالی می‌شود و تا حدود زیادی عدم تقارن اطلاعاتی، نگرانی و ریسک سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد. علاوه بر این، برآوردن نیازهای اطلاعاتی شرکت‌ها، مدیران و ارائه نتایج کاربری در خصوص تأثیر پیچیدگی اطلاعات حسابداری بر نقص در حسابرسی ناشی از تقلب شرکت به سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه و همچنین، به مدیران شرکت‌ها به‌منظور اتخاذ تصمیم‌های مالی صحیح و معقول کمک می‌کند. انتظار بر این است تا نتایج این پژوهش بتواند دستاورد و ارزش افزوده علمی به شرح زیر داشته باشد:

اول این که نتایج این پژوهش می‌تواند موجب بسط مبانی نظری متون مرتبط با اهمیت و محتوای پیچیدگی‌های اطلاعات حسابداری و کیفیت حسابرسی گردد. دوم نتایج پژوهش

به عنوان یک دستاورد علمی می تواند اطلاعات سودمندی را در اختیار سرمایه گذاران، اعتباردهندگان و مدیران جهت رسیدن به اهداف خود قرار دهد. سوم اینکه نتایج این پژوهش می تواند ایده های جدیدی برای انجام پژوهش های بعدی در خصوص موضوع پژوهش پیشنهاد نماید.

چارچوب نظری پژوهش

استفاده از معاملات با اشخاص وابسته برای پنهان کردن بدهی های بزرگ، پس از انرون^۱ در سال ۲۰۰۱، رسوایی های بیشتری شامل محاسبات غلط شرکت ها را افشا کرد. از آن به بعد، سرمایه گذاران در سراسر جهان، شروع به مطرح کردن سؤالاتی در مورد اطلاعات مالی منتشر شده توسط شرکت ها و این موضوع که ممکن است حاوی بسیاری از مشکلات ضمنی مانند مبادلات مربوط به طرفین و عملکرد مدیریت شرکت و استانداردهای حسابداری ضعیف باشد، کردند. اطلاعات مندرج در صورت های مالی یکی از پایه های مهم اتخاذ تصمیمات منطقی به شمار می رود، لذا استفاده کنندگان باید در فرآیند تصمیم گیری، پیش از به کارگیری گزارش ها مالی، کیفیت آن را ارزیابی کنند (نادری و همکاران، ۱۳۹۷). همان طور که اقتصاد جهانی رشد می کند، تنوع در سرمایه گذاری جدید و کسب و کار، منجر به سرمایه گذاری بیش از حد می شود و این باعث پیچیده شدن منابع اطلاعاتی می شود

در نتیجه، درگیری در سرمایه گذاری ها و تأمین مالی و دیگر فعالیت های اقتصادی به اعتبار یا سندیت گزارش های مالی شرکت متکی است. با این وجود، حسابداری های رسمی نقشی اصلی در این عملیات جدید بازی می کند و آن ها مسئولیت قانونی برای گزارش صورت های مالی را می پذیرند. بلازنکو و اسکوت (Blazenko and Scott, 1986)، استدلال کردند که حسابداری رسمی به عنوان نظارت کننده ای عمل می کند که می تواند عدم تقارن اطلاعاتی بین حسابرسی شرکت و سرمایه گذاران را کاهش دهد و به ترویج، به اعتبار گزارش های مالی شرکت برای ذینفعان کمک کنند. مطالعات دانشگاهی قبلی در مورد پیچیدگی معاملات با اشخاص وابسته و تنوع کسب و کار، عمدتاً بر استراتژی های کسب و کار و ارزش شرکت متکی بودند و مطالعات محدودی بر نقش حسابرسان تمرکز کردند.

1. Enron

پیچیدگی سیستم ناشی از قواعد پیچیده نیست، بلکه ناشی از رفتار پیچیده‌ای است که از روابط درون‌سازمانی، تعاملات متقابل و ارتباطات دوجانبه عوامل در داخل و بین سیستم و محیط به وجود می‌آید. پیچیدگی را می‌توان برحسب پیچیدگی ساختاری و پیچیدگی عملیاتی طبقه‌بندی نمود. پیچیدگی ساختاری در رابطه با قابلیت پیش‌بینی بهای تمام‌شده محصولات، بهای تمام‌شده فرایند تولید و بهای تمام‌شده مواد اولیه و نیروی کار می‌باشد. پیچیدگی عملیاتی به بهای تمام‌شده غیر منتظره تنوع در محصولات ناشی از عدم اطمینان در تقاضای مشتریان مربوط است. همچنین، ممکن است ناشی از زیان تداوم فعالیت سازمان به دلیل کمبودها و کاستی‌ها باشد (Alamodi and Komar, 2017).

پیچیدگی یکی از مهم‌ترین موضوعات گزارشگری مالی است و در میان آن‌ها ابزارهای مالی از همه پیچیده‌تر است. بورس اوراق بهادار آمریکا (۲۰۰۸)، پیچیدگی گزارشگری مالی را این‌گونه تعریف می‌کند: «مشکل استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی به‌منظور درک و تجزیه و تحلیل جزئیات فعالیت‌های اقتصادی و عملکرد شرکت از طریق پر کردن افشای اطلاعات حسابداری در فرم 10-k». (Asyfr, 2008). پترسون (Peterson, 2012) نیز پیچیدگی اطلاعات حسابداری را چنین بیان کرد «پیچیدگی ناشی از مشکلات ذاتی در استفاده از اصول پذیرفته شده حسابداری و ترسیم فعالیت‌ها اقتصادی یک شرکت برای شناخت و اندازه‌گیری عناصر صورت‌های مالی با استفاده از قواعد حسابداری است». وی نشان داد که پیچیدگی اطلاعات حسابداری به شناخت درآمد و همچنین ناتوانی در تکمیل فرم ارائه گزارش سالیانه به کمیسیون بورس اوراق بهادار مرتبط است. ایشان به سه دلیل بر شناخت درآمد تمرکز می‌کند (۱) شناخت درآمد در همه شرکت‌ها وجود دارد (۲) اشتباه در گزارشگری درآمد به‌طور معمول منجر به ارائه مجدد صورت‌های مالی می‌گردد (۳) شواهد غیررسمی نشان می‌دهد که شناخت درآمد می‌تواند پیچیده باشد.

به‌طور کلی پیچیدگی‌های اطلاعات دارای مشکلات می‌باشد که از نظر هیئت تدوین استانداردهای بین‌المللی حسابداری این مشکلات ناشی از موارد زیر است: الف) تعداد و ابزارهای مالی اندازه‌گیری ب) حسابداری پوشش ریسک، ج) دامنه استانداردهای حسابداری در خصوص ابزارهای مالی و تعریف ابزارهای مالی، د) عدم شناخت ابزارهای مالی ه) ارائه و افشا و) سایر موضوعات (از قبیل واحد حسابداری). برای مثال به کار بستن رویه صحیح حسابداری تحصیل یک واحد اقتصادی دیگر، مسائل حسابداری نسبتاً پیچیده و مهمی را ایجاد می‌کند و یا

افزایش تعداد محصولات شرکت می تواند منجر به افزایش فرایند مدت زمان تهیه بهای تمام شده محصولات گردد (IASB, 2008).^۱

استانداردهای حسابداری بین المللی (۲۰۰۹)، طرف وابسته را به عنوان شخص یا هویتی تعریف کردند که به ماهیتی وابسته است و در حال آماده سازی صورت های مالی است. علاوه بر این، یک معامله وابسته به طرفین به عنوان انتقال منابع و خدمات و یا تعهدات بین طرفین وابسته صرف نظر از این که آیا یک ارزش مورد تعهد است یا خیر، تعریف می شود. هیئت نظارت بر حسابداری شرکت های عام^۲ در سال ۲۰۱۴ استاندارد حسابرسی NO-18 را تصویب کرد که در آن طرفین مربوطه به حسابرسان نیاز دارند تا مبادلات و روابط بین یک شرکت و شرکای مربوطه اش را بخصوص برای در نظر گرفتن هر حذف به عنوان یک ریسک تقلب عمده ارزیابی کنند. همچنین ادبیات قبلی نظیر هنتون (Hinton, 1989)، معیاری برای شناسایی طرفین وابسته مانند داشتن قدرت برای کنترل یا تأثیر قابل توجه بر تصمیم گیری ها در استانداردهای حسابداری بریتانیا در مورد افشای مبادلات مربوط به طرفین، مشخص کردند.

مطالعات مرتبط قبلی، بر تأثیر بازار سهام بر معاملات با اشخاص وابسته نظیر روزف و زامان (Rozeff and Zaman, 1988) نشان دادند که معاملات با اشخاص وابسته، هم منجر به کسب سود توسط افراد در داخل شرکت می شود و هم سرمایه گذاران خارجی از اطلاعات عمومی برای چنین مبادلاتی جهت به دست آوردن بازده بیشتر استفاده می کنند. مطالعات فعلی در مورد معاملات با اشخاص وابسته اغلب بر همبستگی معاملات با ارزش شرکت یا عملکرد عملیاتی شرکت متمرکز هستند. به طور مشخص، اغلب یافته ها نشان می دهد که چنین مبادلاتی، ارزش شرکتی کمتری دارند (Atanasov et al, 2010; Dahya et al, 2008; Kohlbeck & Mayhew, 2010)، و عملکرد ضعیف تر شرکت و افزایش در احتمال تنش های مالی را ایجاد می کنند (Ryngaert & Thomas, 2012). علاوه بر این، برخی مطالعات نشان می دهد که معاملات با اشخاص وابسته، ابزاری برای مدیریت سود هستند (Chen et al, 2011; Jian & Wong, 2010). گوردن و همکاران (Gordon et al, 2008)، بازبینی در مورد ادبیات در رابطه با حسابرسی معاملات با اشخاص وابسته انجام دادند و نتیجه گرفتند که یک دلیل مهم برای ناتوانی حسابرس در رسیدگی به معاملات با اشخاص وابسته مربوط می شود.

1. International Accounting Standards Board

2. Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB)

ادبیات موجود نشان می‌دهد که معاملات با اشخاص و یا بخش‌های وابسته می‌تواند پیچیدگی اطلاعاتی در شرکت را افزایش دهد (Lakonishok & Lee, 2001)، و شفافیت اطلاعاتی را کاهش دهد، بنابراین ریسک سرمایه‌گذار در تکیه بر اطلاعات شرکت، برای سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. همچنین، بسیاری از مطالعات تجربی از این نظریه حمایت می‌کنند که یک شرکت می‌تواند این معاملات را برای مبالغه کردن در درآمدها انجام دهد (Jian & Wong, 2010)، اما این مبادلات به عملکرد در بلندمدت آسیب وارد می‌کند (Choi et al, 2012; Ryngaert & Thomas, 2012).

به شکل معکوسی تئوری بهبود کارایی استدلال می‌کند که معاملات با اشخاص وابسته می‌تواند برای کاهش هزینه مبادلات بین شرکت‌ها و افراد خارج از آن و برای بهینه‌سازی تخصیص منابع به کار گرفته شود (Habib et al, 2015; Khanna & Palepu, 2000). حسابرسان نیاز دارند تا کوشش‌های بیشتری را برای انجام روش‌های حسابرسی مشخص شده انجام دهند. معاملات با اشخاص وابسته، ممکن است ریسک بیان نادرست موارد یا تقلب را افزایش دهد و این خود، ریسک حسابرسی را افزایش می‌دهد (Habib et al, 2015)، در نتیجه می‌توان استدلال کرد که با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و کمیته حسابرسی، احتمال نقص در حسابرسی را به دلیل تقلب شرکت افزایش می‌یابد. به شکل معکوسی، حسابرسان در زمانی که این نوع مبادلات در شرکت وجود دارند نیاز به تلاش و بررسی بیشتر در حسابرسی دارند، زیرا ریسک حسابرسی بالاتر است و این ممکن است هزینه حسابرسی بالایی را ایجاد کند. علاوه بر این، ادبیات در مورد تطابق حسابرس-مشتری نشان می‌دهد که حسابرسان ریسک کسب و کار یک مشتری را در تصمیم خود در مورد طرح یا طراحی حسابرسی ارزیابی می‌کنند (Hung & Cheng, 2018).

همچنین لیوورز و همکاران (Louwers et al, 2008)، اقدام اجباری را برای حسابرسان دسته‌بندی کردند و نتیجه گرفتند که عدم تردید حرفه‌ای و مراقبت حرفه‌ای حسابرسان، دلایل مهمی برای نقص‌ها در حسابرسی مربوط به نقص در حسابداری هستند که در معاملات با اشخاص وابسته وجود دارند. اخیراً بننویوری و همکاران (Bennouri et al, 2015)، ۸۵ شرکت نمونه فرانسوی را در طول سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۸ بررسی کردند و دریافتند که مشتریان حسابرسی شده توسط حسابرسان شرکت‌های بزرگ، معاملات با اشخاص وابسته کمتری را افشا می‌کنند و رابطه منفی بین حسابرسان شرکت‌های بزرگ و معاملات با اشخاص وابسته وجود

دارد اما این رابطه منفی در طول یک دوره با گزارش دهی توأم با شفافیت بیشتر، پس از ۲۰۰۵ با تصویب استانداردهای IFRS تضعیف شده است. حبیب و همکاران (Habib et al, 2015)، رابطه مثبتی بین این مبادلات و دستمزد حسابرسی در چین یافتند که از این استنباط که مبادلات مربوط به طرف یا شخص یا هویت حقیقی یا حقوقی، ریسک حسابرسی را افزایش می‌دهد، حمایت می‌کرد.

ادبیات قبلی در مورد ناتوانی حسابرسان عمدتاً بر رابطه بین کیفیت حسابرسی و خصوصیات مشتریان که تحت حسابرسی قرار گرفتند متمرکز بود. پالمروس (Palmrose, 1988)، کیفیت تایید یا تصدیق حسابرسی را بر اساس ادعاهای قضایی و نقص‌های حسابرسی بررسی کرد و نتیجه گرفت که شرکت‌های فاقد حسابداران مؤسسات بزرگ حسابرسی، تفاوت‌هایی در کیفیت حسابرسی دارند. شرکت‌های حسابرسی بزرگ عرضه‌کننده خدمات حسابرسی با کیفیت بالا، بر اساس این فرض هستند که کیفیت حسابرسی بالاتر، مشمول ادعای قضایی حسابرسی پایین‌تر است. کناپ (Knapp, 1991) نشان داد که ارزیابی‌های کیفیت حسابرسی توسط اعضای کمیته حسابرسی می‌تواند به وسیله اندازه شرکت حسابداری و تخصص حسابرسان تحت تأثیر قرار بگیرد. در رابطه با خصوصیات مشتریان حسابرسی، استیک (Stice, 1991) یک روش با نمونه‌های زوجی را برای مطالعه همبستگی خصوصیات مشتری و حسابدار رسمی که با ادعاهای قضایی حسابرسی در ارتباط هستند به کار برد، و این‌ها را به‌عنوان صورت وضعیت‌های مالی شرکت و ساختار دارایی‌ها و ارزش بازار شناسایی کرد. علاوه بر این، مشتریان حسابرسی شده مشمول ادعای قضایی، نسبت‌های بالاتری از حساب‌های دریافتنی به کل دارایی‌ها و موجودی به کل دارایی‌ها دارند. لیز و واتز (Lys and Watts, 1994)، این روش را برای بررسی خصوصیات مشتری تحت حسابرسی و حسابرسان استفاده و استنباط کردند که صورت‌های مالی نامعتبر و نقص در حسابرسی به شکل قوی با قوانین طرح دعوا یا عوامل ادعای قانونی همبستگی دارند.

همچنین کارکلو و پابمروز (Carcello and Palmrose, 1994)، دریافتند که ورشکستگی و ادعای قضایی به شکل قابل‌توجهی بهم وابسته هستند و این گزارش‌های حسابرسی تعدیل شده می‌تواند احتمال طرح ادعای قضایی یا قانونی را کاهش دهد. علاوه بر این، آن‌ها دریافتند که گزارش‌های حسابرسی تعدیل یافته و موضوعیت یافته پیش از ورشکستگی، باید میزان و سطح طرح دعوی مطرح شده پس از ورشکستگی را کاهش دهد.

مورلاند (Moreland, 1995)، نشان دادند که سرمایه‌گذاران تأثیر منفی بر مشتریان حسابرسی شده، توسط شرکت حسابداری دارند. این شرکت‌ها به دلیل صورت درآمدهای تایید شده توسط آنان و کاهش کارایی یا اثربخشی واکنش به درآمد شرکت‌ها مورد سوال بودند. این ثابت می‌کند که مسئولیت قانونی حسابرسان رسمی می‌تواند حسابرسان رسمی را برای اعمال تلاش و کوشش بیشتر تحریک کند و این به نوبه خود کیفیت حسابرسی را افزایش می‌دهد و سرمایه‌گذاران را برای سطح سرمایه‌گذاری بهینه تحریک کند.

پیشینه پژوهش

با بررسی‌های صورت گرفته در خصوص پیچیدگی‌های اطلاعات حسابداری و همچنین نقص حسابرسی از تقلب در شرکت‌ها تاکنون مطالعات محدودی در این زمینه صورت گرفته است. از این‌رو محقق در بیان پیشینه تجربی پژوهش با محدودیت روبه‌رو گردید و تنها در این بخش چندین مورد از مرتبط‌ترین مطالعات صورت گرفته در این زمینه به‌صورت زیر بیان گردیده است:

صالحی و همکاران (۱۳۹۶)، در پژوهشی به بررسی تأثیر پیچیدگی اطلاعات حسابداری بر تأخیر ارائه صورت‌های مالی حسابرسی شده و عدم تقارن اطلاعاتی با تأکید بر نقش کیفیت حسابرسی پرداخته‌اند. افته‌های این پژوهش نشان داده که پیچیدگی اطلاعات حسابداری تأثیر معناداری بر مدت‌زمان تهیه صورت‌های مالی توسط شرکت‌ها ندارد ولی منجر به افزایش تأخیر در مدت‌زمان فرایند حسابرسی می‌گردد. از سوی دیگر تأخیر در ارائه صورت‌های مالی حسابرسی شده سبب افزایش عدم تقارن اطلاعاتی می‌گردد. همچنین اثر تعاملی تخصص حسابرس و پیچیدگی‌های اطلاعات حسابداری با تأخیر مدت‌زمان فرایند گزارش حسابرسی رابطه منفی معناداری دارد.

حیدرپور و همکاران (۱۳۹۵)، در پژوهشی به بررسی پیچیدگی حسابداری، شفافیت گزارشگری مالی و تأثیر آن در ارایه گزارش حسابرس پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که بین تهیه صورتهای مالی تلفیقی توسط شرکت مادر و پایین بودن شفافیت گزارشگری مالی با تأخیر در گزارش حسابرس رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

ایزدی نیا و همکاران (۱۳۹۳)، در پژوهشی به بررسی تأثیر پیچیدگی حسابداری و شفافیت گزارشگری مالی شرکت بر تأخیر در ارائه گزارش حسابرس پرداختند. در این پژوهش معیار

مورد استفاده برای پیچیدگی حسابداری و شفافیت گزارشگری مالی به ترتیب، تهیه صورت‌های مالی تلفیقی و قدر مطلق پسماند مدل اقلام تعهدی کاسنیک بود. نتایج پژوهش نشان داد که بین تهیه صورت‌های مالی تلفیقی توسط شرکت مادر و پایین بودن شفافیت گزارشگری مالی با تأخیر در گزارش حسابرس رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

جبار زاده و همکاران (۱۳۹۳)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین کیفیت حسابرسی و اقامه دعوا علیه حسابرس در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. این پژوهش با استفاده از داده‌های زمانی ۱۳۸۱-۱۳۸۹ انجام گرفته است. از مدل کریشان و ژانگ (۲۰۰۵) برای اندازه‌گیری اقامه دعوا علیه حسابرس و مدل تعدیل شده جونز برای ارزیابی کیفیت حسابرسی استفاده شده است. یافته‌های این پژوهش نشان داد که با توجه به اینکه تمایزی بین کیفیت حسابرسی موسسات حسابرسی بزرگ و موسسات حسابرسی کوچک نسبت به مشتریان با ریسک اقامه دعوی بیشتر نسبت به مشتریان با اقامه دعوی کمتر در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار وجود ندارد از این‌رو موسسات حسابرسی (کوچک و بزرگ) به مشتریان خود (مشتریان با ریسک اقامه دعوی بالا یا مشتریان با ریسک اقامه دعوی پایین) به یک دید می‌نگرند و صرف نظر از اینکه در آینده مشتری علیه آنها در آینده مشکلاتی از نظر حقوق به وجود می‌آورد یا نه، سعی در ارائه حسابرسی با کیفیت دارند.

سیرانی و همکاران (۱۳۸۸)، در پژوهشی به بررسی تأثیر تجربه و پیچیدگی موضوعات حسابرسی بر قضاوت حسابرس پرداختند. در این پژوهش با استفاده از مدل تصمیم‌گیری سیمون، به بررسی وظایف ساختار یافته، نیمه ساختار یافته و ساختار نیافته پرداخته و افراد تحت مطالعه را به دو گروه "باتجربه" (حسابداران رسمی شاغل در سازمان حسابرسی) و "کم تجربه" (سطوح سازمانی پایینی تر و حسابرسان کم تجربه شاغل در سازمان حسابرسی) تقسیم کرده است. برای تعیین پیچیدگی و تعیین وظایف ساختار یافته، نیمه ساختار یافته و ساختار نیافته و تجربه مورد نیاز جهت قضاوت برای ارزیابی این وظایف، یک مطالعه جداگانه که با شرکت ۴۶ شریک و مدیر حسابرسی انجام شده است، مبنای قرار گرفته است. نتایج، نشانگر این واقعیت است که تفاوت معناداری بین تصمیم‌گیری گروه‌های مورد آزمایش وجود دارد و حسابرسان کم تجربه خصوصاً در مورد وظایف ساختار نیافته جانشین‌های مطمئنی برای حسابرسان با تجربه محسوب نمی‌شوند.

هانگ و چنگ (Hung & Cheng, 2018)، در پژوهشی به بررسی تأثیر پیچیدگی اطلاعاتی بر نقص‌ها در حسابرسی ناشی از تقلب در شرکت پرداختند. این پژوهش رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و سطح تنوع و مخفی‌کاری حسابرس ناشی از تقلب در شرکت را

بررسی کرده است. شرکت‌های نمونه به صورت دستی از طریق فهرستی از شرکای حسابرسی متقلب که به دلیل تقلب شرکت مطابق با قوانین مبادله و امنیتی و قوانین حسابداری عمومی در تابوان بین ۱۹۹۲ تا ۲۰۱۰ منتشر شده بودند، جمع‌آوری شدند. یافته‌های این پژوهش نشان داد که افزایش پیچیدگی در اطلاعات شرکت با افزایش مقادیر پولی جمع‌آوری شده از معاملات با اشخاص وابسته، بخصوص مبادلات مربوط به شخص یا بخش مبتنی بر درآمد (RPTs)، احتمال مخفی‌کاری در حسابرسی را افزایش می‌دهد. علاوه بر این، هر چه تنوع محصول پیچیده، افزایش می‌یابد، احتمال مخفی‌کاری یا تقلب در حسابرسی هم بیشتر می‌شود.

هیتاش و همکاران (Hoitash et al, 2017)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین پیچیدگی‌های گزارشگری حسابداری و رفتار تحلیل‌گر پرداختند. آن‌ها در این پژوهش از زبان گزارشگری مالی گسترش‌پذیر به عنوان معیار پیچیدگی حسابداری استفاده کردند. یافته‌های این پژوهش نشان داد که تحلیل‌گران مالی، پیچیدگی گزارشگری حسابداری را کمتر پوشش می‌دهند.

میکائل و همکاران (Micheal et al, 2017)، در پژوهشی به بررسی تاثیر اطلاعات حسابداری در حسابرسی مالی بخش‌های عمومی و بر عملکرد حسابرسان پرداختند. یافته‌های این پژوهش بر اساس مصاحبه‌های نیم ساختار یافته با ۵۵ حسابرس ارشد و حسابرسان استاندارد بین‌المللی به دست آمده است. این حسابرسان از کشورهای استرالیا، کانادا، نیوزلند و ایالات متحده بوده‌اند.

لمن و نورمن (Lehmann and Norman, 2006)، تحقیقی با عنوان "اثر تجربه بر ارائه مسائل پیچیده و قضاوت در حسابرسی: یک بررسی تجربی" انجام دادند. نتایج این پژوهش حاکی از این است که حسابرسان باتجربه در پاسخگویی به موارد مطرح شده و ارائه نتایج، نسبت به حسابرسان کم تجربه با مشکلات کمتری مواجه شدند.

کارلی (Charlie, 2004)، در پژوهشی به بررسی موضوعی تحت عنوان "انرون به عنوان نشانه‌ای از نقص فرآیند حسابرسی" و پرسش به این سوال که آیا قانون ساربنز-آکسلی می‌تواند این بیماری را درمان کند پرداخت. می‌توان از تجزیه و تحلیل، این مقاله نتیجه گرفت که بیشتر مقررات مربوط به ممیزی قانون ساربنز-آکسلی مربوط به تقویت استقلال حسابرس است.

فرضیه پژوهش

معاملات با اشخاص وابسته بر احتمال ناتوانی حسابرس (قصور حسابرسی ناشی از تقلب در شرکت) تأثیر معناداری دارد.

روش پژوهش

با توجه به اهمیت و کاربرد نتایج این پژوهش که می‌تواند زمینه مناسب تری را برای اتخاذ تصمیمات اقتصادی صحیح فراهم آورد و همچنین از آنجایی که نتایج حاصل از پژوهش می‌تواند در فرآیند تصمیم‌گیری مورد استفاده قرار گیرد، پژوهش حاضر از نوع پژوهش‌های کاربردی است و از نظر نوع داده‌ها ترکیبی (کیفی و کمی) و از نظر نحوه اجراء از نوع شبه تجربی و از نظر ارتباط بین متغیرها علی است.

در این پژوهش اطلاعات مورد نیاز به روش‌های روش کتابخانه‌ای: از این روش برای گردآوری اطلاعات در زمینه ادبیات و پیشینه پژوهش استفاده گردید. لذا با مطالعه کتب و مقالات و جستجو در سایت‌های اینترنتی، اطلاعات مورد نیاز گردآوری شد و روش اسنادکاوی: جهت انجام پژوهش و گردآوری داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها از این روش استفاده گردید. جمع‌آوری اطلاعات با استفاده از نرم افزارهای ره‌آورد نوین و سایت‌های اینترنتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار^۱، سازمان بورس اوراق بهادار^۲، شبکه کدال^۳ و مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران^۴ صورت پذیرفته است. برای تخمین مدل رگرسیون این پژوهش از تحلیل رگرسیون لجستیک با رویکرد پانل دیتا استفاده شده است. در این پژوهش جهت انجام تحلیل‌های نهایی از نسخه ۹ نرم افزار Eviews استفاده شده است. با توجه به اینکه مطالعه، مجازات حسابداران رسمی را به عنوان هدف پژوهش برگزیده است. داده‌های مجازات کردن مؤسسات حسابرسی متقلب از طریق اسامی که توسط دایره اطلاعاتی و اوراق بهادار برای مجازات و برای تخطی از این قوانین مبادله و قوانین حسابداران رسمی در ایران لیست شده‌اند، منبع یابی می‌شوند. اسامی یک به یک در مقابل با مجازات‌ها مقایسه می‌گردند و اخبار برای بررسی این که آیا آن‌ها شرکت‌های تایید شده با تقلب‌های هستند یا خیر، منتشر می‌شود و داده‌های مالی تکمیل می‌گردند. داده‌های آماری در این پژوهش، در بازه زمانی ۱۳۸۷-۱۳۹۷ گردآوری شد.

با توجه به گستردگی حجم جامعه آماری و ناهمسانی میان اعضای جامعه، در تحقیق حاضر برای انجام نمونه‌گیری از روش حذف سیستماتیک^۵ (غربالگری شرکت‌ها^۶) استفاده شده است.

1. www.rdis.ir

2. www.seo.ir

3. www.codal.ir

4. www.fipiran.com

5. Systematic Elimination Method

6. Filtering Technique

بداین صورت که شرکت‌هایی که دارای شرایط و ویژگی‌های مورد نظر تحقیق باشند، انتخاب و مابقی نمونه‌ها براساس شرایط و محدودیت‌های اعمال شده برای دستیابی به نتایج دقیق‌تر و افزایش قدرت مقایسه و تعمیم نتایج نمونه به جامعه، براساس معیارهای زیرکنار گذاشته می‌شوند. معیارهای مورد استفاده به منظور انتخاب نمونه از جامعه آماری به شرح زیر می‌باشد:

۱. شرکت‌ها باید قبل از سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۱۳۹۷ خارج نشده باشند.

۲. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آنها پایان اسفند ماه باشد.

۳. شرکت جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشد.

۴. کلیه اطلاعات مورد نیاز آنها قابل دسترس و در اختیار باشد.

به این ترتیب و با اعمال معیارهای فوق تعداد ۹۷ شرکت به عنوان نمونه گزینش شدند.

مدل رگرسیونی پژوهش

در این پژوهش برای بررسی فرضیات پژوهش با بهره‌گیری از مدل رگرسیونی لجستیک زیر استفاده می‌گردد:

$$P(\text{Sanction}_t | X) = G(\text{RPT}_{i,t}, \text{size}_{i,t-1}, \text{Inv}_{i,t-1}, \text{AR}_{i,t-1}, \text{ZFC}_{i,t-1}, \text{Growth}_{i,t-1}, \text{Big4}_{i,t}, \text{Independent}_{i,t}, \text{Tenure}_{i,t}, \text{specialist}_{i,t}, \text{yearfixed-effect}, \text{industryFixed-effect}, \varepsilon_{i,t})$$

(مدل ۱)

در مدل فوق قصور حسابرسی ناشی از تقلب در شرکت (Sanction)، معاملات با اشخاص وابسته (RPT)، اندازه شرکت (Size)، موجودی دارایی‌ها (Inv)، حساب‌های دریافتی (RA)، وضعیت مالی شرکت (ZFC)، رشد فروش (Growth)، اندازه حسابرِس (Big4)، دوره تصدی حسابرِس (Tenure) و تخصص حسابرِس (Specialist) می‌باشند.

شیوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته

قصور حسابرسی ناشی از تقلب در شرکت (Sanction): برای اندازه‌گیری نقص‌های حسابرِس ناشی از تقلب در شرکت از جریمه مؤسسات حسابرسی استفاده می‌گردد. جریمه یک متغیر مجازی می‌باشد و به این صورت اندازه‌گیری می‌گردد که در صورتی که شرکت یک

جریمه در سال به خاطر تقلب دریافت کرده باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر تعلق می‌گیرد (Hung & Cheng, 2018).

متغیر مستقل

معاملات با اشخاص وابسته (RPT): برای سنجش معاملات با اشخاص وابسته از جمع کل مبالغ معاملات با اشخاص وابسته افشا شده در یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تقسیم بر مجموع دارایی‌های ابتدای دوره شرکت، استفاده خواهد شد (Hung & Cheng, 2018).

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (Size): استیس (Stice, 1991)، لاس و واتز (Lys & Watts, 1994)، بونر و همکاران (Bonner et al, 1998)، نشان دادند که فروش شرکت مشتری حسابرس، بر ریسک طرح دعوی قضایی و نهایتاً بر نگرش‌های حسابدار رسمی نسبت به حسابرسی مشتری تأثیرگذار است؛ بنابراین یکی از متغیرهای کنترلی این پژوهش اندازه شرکت است. اندازه شرکت به وسیله لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت به دست خواهد آمد.

موجودی دارایی‌ها (Inv): استیس (Stice, 1991)، دریافت که میزان یا نسبت‌های حساب‌های دریافتی و موجودی به کل دارایی‌ها، به شکل مثبتی با ریسک مجازات حسابرس سمی همبستگی دارد؛ بنابراین در این پژوهش نسبت‌های موجودی کالا و حساب‌های دریافتی را به عنوان متغیر کنترل به کار می‌برد و انتظار دارد که این دو همبستگی مثبتی با ریسک مجازات حسابرس رسمی داشته باشند. در این پژوهش موجودی دارایی‌ها با استفاده از نسبت دارایی‌های جاری به کل دارایی‌ها محاسبه می‌گردد.

حساب‌های دریافتی (RA): در این پژوهش حساب‌های دریافتی به وسیله نسبت‌های حساب‌های دریافتی به کل دارایی‌های شرکت به دست خواهد آمد (Hung & Cheng, 2018).

وضعیت مالی شرکت (ZFC): استیس (Stice, 1991)، دریافت که یک مشتری در مسائل مالی یا تأمین مالی ناشی از حسابرس رسمی، با طرح ریسک یا ادعای قانونی بالاتری مواجه می‌شود. لاس و واتز (Lys & Watts, 1994) و بونر و همکاران (Bonner, 1998)، هم به نتایج مشابهی رسیدند. به هر حال کارکللو و پالمروز (Carcello and Palmrose, 1994)،

نتیجه گرفتند که یک مشتری با شرایط مالی بهتر قبل از ورشکستگی، با احتمال بیشتری از دعوی قضایی مواجه است و بنابراین رابطه منفی بین شرایط مالی و ادعای قضایی حسابرس وجود دارد. بر این اساس، این مطالعه شرایط مالی مشتری ZFC را به عنوان متغیر کنترل اضافه می کند اما جهتی برای آن در نظر نمی گیرد. وضعیت مالی شرکت در این پژوهش از طریق تقسیم بدهی های کل بر دارایی های کل شرکت به دست خواهد آمد.

رشد فروش (Growth): استیس (Stice, 1991)، نشان داد که رشد فروش و ریسک مرافعه حسابرس رسمی، به شکل مثبتی باهم همبستگی دارند که از این رو رشد فروش در این پژوهش به عنوان یکی از متغیرهای کنترلی در نظر گرفته خواهد شد. در این پژوهش رشد فروش از تفاضل فروش سال t منهای سال $t-1$ بر فروش سال $t-1$ به صورت زیر به دست خواهد آمد:

$$\text{Growth}_t = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}}$$

اندازه حسابرس (Big4): پالمروز (Palmrose, 1988)، مشاهده کرد که شرکت های حسابداری بزرگ تر، با ریسک ادعای قانونی بالاتری مواجه هستند. این به شکل غیرمستقیم نشان می دهد که شرکت های حسابرسی بزرگ، خدمات با بالاترین کیفیت را ارائه می کنند. از این رو اندازه موسسه حسابرسی به عنوان یکی دیگر از متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شد. برای اندازه گیری اندازه حسابرس از یک متغیر مجازی کمک گرفته می شود. بدین صورت که اگر شرکت به وسیله یک شرکت حسابرسی بزرگ مورد حسابرسی قرار گیرد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد ۰ به آن تعلق می گیرد.

دوره تصدی حسابرس (Tenure): مطالعات قبلی نشان داد که یک حسابرس رسمی مستقل تر، احتمال کمتری برای دریافت مجازات را دارد و انتظار می رود که همبستگی منفی با ریسک مجازات حسابرس رسمی داشته باشد. علاوه بر این مطالعات نشان داده که یک حسابرس رسمی، با ریسک دعوای قضایی بالاتری در سه سال اول با یک مشتری به دلیل آشنا نبودن با آن مواجه است (Stice, 1991). همچنین لاس و واتز (Lys & Watts, 1994)، استدلال کردند که رابطه قوی تر با یک مشتری، اتکای حسابرس روی مشتری را افزایش که این به نوبه خود باعث افزایش ریسک مرافعه قضایی می شود. استیس (Stice, 1991)، دریافت که تصدی یا نگهداری حسابرس با یک مشتری خاص، در کمتر از سه سال، به شکل مثبتی با ریسک ادعای

قضایای حسابرِس همبستگی دارد. از این رو دوره تصدی حسابرِس، دیگر متغیر کنترلی این پژوهش خواهد بود. دوره تصدی حسابرِس نیز بر اساس یک متغیر مجازی در نظر گرفته می شود. به این صورت که اگر حسابرِس بیش از ۳ سال حسابرسی یک شرکت را انجام می دهد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد ۰ در نظر گرفته می شود.

تخصص حسابرِس (Specialist): در این پژوهش، تخصص حسابرِس به صورت مجموع دارایی های تمام صاحب کاران یک موسسه حسابرسی خاص در یک صنعت خاص تقسیم بر مجموع دارایی های صاحب کاران در این صنعت تعریف و اندازه گیری می شود (Hung & Cheng, 2018).

شاخص های توصیفی متغیرها

خلاصه ویژگی های آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مورداستفاده در این تحقیق برای شرکت های مورد مطالعه در پژوهش حاضر در جدول (۲) بیان شده اند. آماره های گزارش شده در برگرنده شاخص ها و معیارهای مرکزی شامل میانگین، میانه و شاخص های پراکندگی شامل، انحراف معیار و چولگی و کمینه و بیشینه متغیرهای مورداستفاده در این تحقیق می باشد.

جدول (۲): شاخص های توصیف کننده متغیرهای تحقیق

ردیف	متغیر	علامت اختصاری	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	کمینه	بیشینه
۱	قصور حسابرسی ناشی از تقلب در شرکت	Sanction	۱۰۶۷	۰/۳۱۳	۰	۰	۱
۲	معاملات با اشخاص وابسته	RPT	۱۰۶۷	۰/۳۹۱	۰/۳۵۳	۰/۰۰۵	۰/۷۶۰
۳	اندازه شرکت	Size	۱۰۶۷	۰۶/۳۶۵	۶/۲۶۰	۰/۰۵۷	۸/۳۵۳
۴	موجودی دارایی ها	Inv	۱۰۶۷	۰/۵۳۹	۰/۵۴۹	۰/۰۰۳	۰/۹۸۶
۵	حساب های دریافتی	RA	۱۰۶۷	۰/۲۳۱	۰/۱۴۷	۰/۰۰۷	۰/۷۱۹
۶	وضعیت مالی شرکت	ZFC	۱۰۶۷	۰/۵۵۸	۰/۶۱۹	۰/۰۰۶	۰/۹۸۰
۷	رشد فروش	Growth	۱۰۶۷	۰/۱۸۸	۰/۱۳۴	۰/۰۰۱	۰/۹۶۶
۸	اندازه حسابرِس	Big4	۱۰۶۷	۰/۵۹۷	۱	۰	۱
۹	دوره تصدی حسابرِس	Tenure	۱۰۶۷	۰/۳۸۸	۰	۰	۱
۱۰	تخصص حسابرِس	Specialist	۱۰۶۷	۰/۲۴۹	۰/۲۱۱	۰/۰۰۳	۰/۶۱۰

منابع: یافته های پژوهش

نتایج آزمون فرضیه پژوهش

با توجه به اینکه برای اندازه گیری قصور حسابرسی ناشی از تقلب در شرکت از یک متغیر دامی (مجازی به صورت ۰ و ۱) استفاده شده است، در نتیجه در تجزیه و تحلیل این مدل از رگرسیون لجستیک استفاده شده است. رگرسیون لجستیک شبیه رگرسیون خطی است با این تفاوت که نحوه محاسبه ضرایب در این دو روش یکسان نیست. همچنین در تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی، برای آزمون برازش الگو و معنی دار بودن هر متغیر در مدل، به ترتیب از آمارهای F و t استفاده می شود، در حالی که در رگرسیون لجستیک برای تعیین معنی دار بودن رگرسیون از آماره آل آر (LR) و معنی داری ضریب متغیر مستقل در مدل از آماره Z در سطح اطمینان ۹۵ درصد و از آماره های ضریب تعیین مک فادن استفاده می شود. لازم به ذکر است که در تجزیه و تحلیل به وسیله رگرسیون لجستیک، پیش شرط های انجام رگرسیون خطی مانند وجود رابطه خطی بین متغیرهای مستقل و وابسته، همسانی واریانس متغیر وابسته و متغیرهای مستقل، توزیع نرمال متغیر وابسته و باقیمانده ها یا خطای اندازه گیری مدل نیاز نیست.

بررسی نكویی برازش مدل

برای بررسی معنادار بودن رگرسیون لجستیک، ابتدا فرضیه تحقیق از طریق آزمون نكویی تناسب رگرسیون لجستیک اندوز و هاسمر-لمشو مورد بررسی قرار می گیرد. نتایج این دو آزمون در جداول زیر نشان داده شده است:

جدول (۳): نتایج آزمون نكویی برازش مدل رگرسیونی با استفاده از آزمون اندروز و هاسمر

ردیف	نام آزمون	آمار آزمون	احتمال آماره
۱	اندروز	۱۱۳/۹۳۸	۰/۰۰۰۰

منابع: یافته های پژوهش

با توجه به احتمال آماره اندروز در جدول (۳)، مربوط به آزمون نكویی برازش مدل که کمتر از ۰/۰۵ است در نتیجه می توان نتیجه گرفت که مدل فرضیه اول پژوهش با استفاده از آزمون اندروز دارای برازش مناسبی است.

جدول (۴): نتایج آزمون نكویی برازش مدل رگرسیونی با استفاده از آزمون هاسمر-لمشو

ردیف	نام آزمون	آمار آزمون	احتمال آماره
۱	هاسمر-لمشو	۲۹/۱۵۴	۰/۰۰۰۰

منابع: یافته های پژوهش

از سوی دیگر، نتایج آزمون هاسمر-لمشو در جدول (۴)، که نیز مربوط به آزمون نیکویی برازش مدل رگرسیونی پژوهش بوده است، کمتر از ۰/۰۵ است در نتیجه می توان نتیجه گرفت که مدل فرضیه اول پژوهش با استفاده از آزمون هاسمر-لمشو نیز دارای برازش مناسبی است.

بررسی مانایی متغیر وابسته در مقادیر لجستیک

به منظور بررسی مانایی متغیر وابسته در مقادیر لجستیک، از آزمون خودهمبستگی نگاشت با مقادیر جزئی استفاده می شود. نتایج این آزمون در جدول زیر نشان داده شده است:

جدول (۵): نتایج آزمون خودهمبستگی نگاشت با مقادیر جزئی لجستیک

مراحل	AC	PAC	آماره q	احتمال آماره q
۱	-۰/۰۸۹	-۰/۰۸۹	۸/۵۱۰۵	۰/۰۰۴
۲	۰/۰۱۴	۰/۰۰۶	۸/۷۱۶۵	۰/۰۱۳
۳	-۰/۰۰۵	-۰/۰۰۳	۸/۷۴۱۰	۰/۰۳۳
۴	۰/۰۴۲	۰/۰۴۲	۱۰/۶۷۴	۰/۰۳۰

منابع: یافته های پژوهش

همان طوری که در نتایج آزمون q و احتمال آماره q خودهمبستگی نگاشت در جدول (۵) مشخص شده است، در تمام مراحل آزمون متغیر وابسته کمتر از ۰/۰۵ است، لذا از مانایی لازم برخوردار است.

تخمین نهایی مدل پژوهش

با توجه به این مطالب به بررسی و تخمین نهایی مدل پژوهش پرداخته شده است: جهت تجزیه و تحلیل داده های مدل رگرسیونی (۱) از مدل رگرسیون لجستیک لجیت استفاده گردید. این رگرسیون یک مدل آماری رگرسیون برای متغیرهای وابسته دودویی (۰ و ۱) است. در این روش، یک متغیر وابسته وجود دارد که نمی تواند دو حالت بیشتر داشته باشد. در حقیقت، این مدل تعمیم یافته مدل خطی از تابع لجیت است. این مدل به صورت زیر است.

$$\text{Logit}(p) = \ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = \alpha + \beta_1 x_{1,i} + \dots + \beta_k x_{k,i}$$

$$i = 1, \dots, n$$

$$p = \text{Pr}(Y_i = 1)$$

$$p = \text{Pr}(Y_i = 1 | X) = \frac{e^{\alpha + \beta_1 x_{1,i} + \dots + \beta_k x_{k,i}}}{1 + e^{\alpha + \beta_1 x_{1,i} + \dots + \beta_k x_{k,i}}}$$

رابطه (۱)

در این پژوهش، قصور حسابرسی ناشی از تقلب در شرکت به عنوان یک متغیر دودویی در نظر گرفته شده است. بر این اساس، نتایج تخمین مدل رگرسیون لجیت در جدول (۶) آورده شده است.

جدول (۶): نتایج تجزیه و تحلیل مدل رگرسیون

متغیر مستقل	ضریب	خطای استاندارد	آماره Z	مقدار احتمال آماره Z	نوع رابطه
عرض از مبدأ	-۶/۱۹۷	۰/۹۵۶	-۶/۴۷۸	۰/۰۰۰۰	معنادار
معاملات با اشخاص وابسته	۵/۱۶۵	۰/۷۴۳	۶/۹۴۴	۰/۰۰۰۰	مثبت و معنادار
اندازه شرکت	۰/۰۹۱	۰/۰۹۶	۰/۹۴۸	۰/۳۴۲۹	غیر معنادار
موجودی دارایی‌ها	۱/۵۰۹	۰/۴۵۳	۳/۳۲۴	۰/۰۰۰۹	مثبت و معنادار
حساب‌های دریافتی	۱/۷۲۳	۰/۶۲۶	۲/۷۵۰	۰/۰۰۵۹	مثبت و معنادار
وضعیت مالی شرکت	۴/۱۹۴	۰/۷۳۱	۵/۷۳۵	۰/۰۰۰۰	مثبت و معنادار
رشد فروش	-۰/۴۳۲	۰/۴۴۸	-۰/۹۶۳	۰/۳۳۵۳	غیر معنادار
اندازه حسابرس	-۰/۴۹۷	۰/۱۶۰	-۳/۱۰۶	۰/۰۰۱۹	منفی و معنادار
دوره تصدی حسابرس	-۰/۰۷۳۰	۰/۱۶۵	-۰/۴۴۴	۰/۶۵۶۸	غیر معنادار
تخصص حسابرس	-۳/۴۹۳	۰/۸۰۳	-۴/۳۴۷	۰/۰۰۰۰	منفی و معنادار
ضریب تعیین مک فادن (McFadden)		آماره ال آر (LR)	احتمال آماره ال آر (LR)		
آماره		۰/۴۴۴	۳۲۴/۰۵۷		۰/۰۰۰۰

منابع: یافته‌های پژوهش

همان‌طوری که از نتایج جدول (۶) در تخمین مدل رگرسیونی (۱) مشاهده می‌شود، ضریب تعیین مک فادن این مدل تقریباً ۰/۴۴۴ است. این عدد نشان می‌دهد که ۴۴/۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته، به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مذکور قابل تبیین است. از سوی دیگر نتایج مندرج در جدول (۶) نشان می‌دهد که سطح معناداری آماره LR کوچک‌تر از ۰/۰۵ است و از آنجایی که آماره LR اعتبار کلی مدل را نشان می‌دهد در نتیجه می‌توان گفت این مدل با

احتمال ۹۵ درصد معنی دار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. از این رو در بررسی آزمون فرضیه اول این پژوهش همان گونه که نتایج تجزیه و تحلیل داده ها در جدول (۶) نشان داد مشخص گردید که ضریب متغیر مستقل معاملات با اشخاص وابسته که نشان دهنده تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر احتمال جریمه حسابرس (قصور حسابرسی ناشی از تقلب در شرکت) است برابر با ۵/۱۶۵ بوده و سطح معناداری این متغیر نیز ۰/۰۰۰۰ است که کمتر از ۰/۰۵ است در نتیجه این یافته ها نشان می دهد که معاملات با اشخاص وابسته بر احتمال جریمه حسابرس (قصور حسابرسی ناشی از تقلب در شرکت) تأثیر مثبت و معناداری دارد. بنابراین فرضیه اول این پژوهش مورد تأیید قرار می گیرد.

در خصوص تأثیرات متغیرهای کنترلی بر متغیر وابسته در مدل رگرسیونی (۱) مشخص گردید که موجودی دارایی ها با ضریب ۱/۵۰۹ و سطح معناداری ۰/۰۰۰۹ تأثیر مثبت و معناداری بر احتمال جریمه حسابرس (قصور حسابرسی ناشی از تقلب در شرکت) دارد. از سوی دیگر مشخص گردید که حساب های دریافتی نیز با ضریب ۱/۷۲۳ و سطح معناداری ۰/۰۰۵۹ تأثیر مثبت و معناداری بر احتمال جریمه حسابرس (قصور حسابرسی ناشی از تقلب در شرکت) دارد. نتایج نشان داد که وضعیت مالی شرکت با ضریب ۴/۱۹۴ و سطح معناداری ۰/۰۰۰۰ نیز بر احتمال جریمه حسابرس (قصور حسابرسی ناشی از تقلب در شرکت) تأثیر مثبت و معناداری دارد. در خصوص اندازه حسابرس مشخص گردید که اندازه حسابرس با ضریب ۰/۴۹۷- و سطح معناداری ۰/۰۰۱۹ تأثیر منفی و معناداری بر احتمال جریمه حسابرس (قصور حسابرسی ناشی از تقلب در شرکت) دارد. دیگر نتایج این مدل نشان داد که تخصص حسابرس با ضریب ۳/۴۹۳- و سطح معناداری ۰/۰۰۰۰ نیز تأثیر منفی و معناداری بر احتمال جریمه حسابرس (قصور حسابرسی ناشی از تقلب در شرکت) دارد. و در نهایت نتایج نشان داد که از بین متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت، رشد فروش و دوره تصدی حسابرس بر احتمال جریمه حسابرس (قصور حسابرسی ناشی از تقلب در شرکت) تأثیر معناداری نداشتند.

با توجه به نتایج کلی آزمون فرضیه اول این پژوهش، مدل نهایی استخراج شده بر اساس مدل (۱) این پژوهش را می توان به صورت مدل زیر نشان داد:

$$P(\text{Sanction}_i | X) = -6.197 + 5.165 \text{PRT}_{i,t-1} + 0.091 \text{size}_{i,t-1} + 1.509 \text{Inv}_{i,t-1} + 1.723 \text{AR}_{i,t-1} + 4.194 \text{ZFC}_{i,t-1} - 0.423 \text{Growth}_{i,t-1} - 0.497 \text{Big } 4_{i,t} - 0.073 \text{Tenure}_{i,t} - 3.493 \text{specialist}_{i,t} \quad (۳) \text{ مدل}$$

بحث و نتیجه گیری

به طور کلی معاملات با اشخاص و یا بخش های وابسته می تواند پیچیدگی اطلاعاتی در شرکت را افزایش دهد و شفافیت اطلاعاتی را کاهش دهد، بنابراین ریسک سرمایه گذار در تکیه بر اطلاعات شرکت، برای سرمایه گذاری افزایش می یابد. علاوه بر این، بر اساس تئوری نمایندگی، مدیران به راحتی می توانند تصمیمات رفتاری غیرمعمول را اتخاذ کنند که خودشان از آن سود می برند و ممکن است به شکل آشکاری به شرکت آسیب بزنند. همچنین، بسیاری از مطالعات تجربی از این نظریه حمایت می کنند که یک شرکت می تواند این معاملات را برای مبالغه کردن در درآمدها انجام دهد، اما این مبادلات به عملکرد در بلندمدت آسیب وارد می کند (Choi et al, 2012; Ryngaert & Thomas, 2012). با توجه به این مطالب به ارزیابی نتایج این پژوهش به صورت زیر پرداخته شده است:

نتایج تجزیه و تحلیل داده ها در این پژوهش نشان داد که معاملات با اشخاص وابسته بر احتمال ناتوانی حسابرس (قصور حسابرسی ناشی از تقلب در شرکت) تأثیر مثبت و معناداری دارد. بنابراین فرضیه این پژوهش مورد تأیید قرار می گیرد. از نتایج این فرضیه می توان نتیجه گرفت که در شرکت هایی که معاملات با اشخاص وابسته زیاد صورت گرفته است احتمال جرمه (ناتوانی) حسابرس بالا است. به عبارت دیگر معاملات با اشخاص وابسته باعث افزایش احتمال ناتوانی حسابرس (قصور حسابرسی ناشی از تقلب در شرکت) می شود. به طور کلی یافته های این فرضیه با بخشی از نتایج تحقیقات هانگ و چنگ (Hung & Cheng, 2018) همسو است. در تبیین و توجیه این نتایج می توان بیان کرد که به شکل معکوسی تئوری بهبود کارایی استدلال می کند که معاملات با اشخاص وابسته می تواند برای کاهش هزینه مبادلات بین شرکت ها و افراد خارج از آن و برای بهینه سازی تخصیص منابع به کار گرفته شود (Habib et al, 2015; Khanna & Palepu, 2000). حسابرسان نیاز دارند تا کوشش های بیشتری را برای انجام روش های حسابرسی مشخص شده انجام دهند. معاملات با اشخاص وابسته، ممکن است ریسک بیان نادرست موارد یا تقلب را افزایش دهد و این خود، ریسک حسابرسی را افزایش می دهد (Habib et al, 2015)، در نتیجه می توان استدلال کرد که صورت های مالی یک شرکت، با مبادلات پیچیده با اشخاص وابسته به سادگی می تواند نامعتبر و ناموثق شود و این

عدم تقارن اطلاعاتی را بین شرکت و کمیته حسابرسی افزایش می‌دهد و این امر به نوبه خود احتمال نقص در حسابرسی را به دلیل تقلب شرکت افزایش می‌دهد. به شکل معکوسی، حسابرسان در زمانی که این نوع مبادلات در شرکت وجود دارند نیاز به تلاش و بررسی بیشتر در حسابرسی دارند، زیرا ریسک حسابرسی بالاتر است و این ممکن است هزینه حسابرسی بالایی را ایجاد کند. علاوه بر این، ادبیات در مورد تطابق حسابرس-مشتري نشان می‌دهد که حسابرسان ریسک کسب‌وکار یک مشتري را در تصمیم خود در مورد طرح یا طراحی حسابرسی ارزیابی می‌کنند (Hung & Cheng, 2018).

با توجه به نتایج حاصل از فرضیه این پژوهش مبنی بر معاملات با اشخاص وابسته بر احتمال جرم حسابرس (قصور حسابرسی ناشی از تقلب در شرکت) پیشنهاد می‌گردد که نهاد های تدوین کننده استانداردها و قانون گذاران در راستای حمایت از سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان برای سنجش شاخص ریسک و همچنین برای حمایت از حسابرسان برای افزایش کیفیت گزارشگری مالی و اعتباردهی به گزارش های مالی، استانداردها و قوانینی برای الزام شرکت ها به افشای بیشتر محتوای اقتصادی معاملات با اشخاص وابسته وضع کنند. همچنین به کارگیری مکانیزم هایی از قبیل نظارت مناسب هئیت مدیره بر عملکرد مدیران یا سیستم انگیزشی مناسب که بتواند تضاد منافع را به حداقل برساند، به عنوان راه حل مناسبی جهت رفع تضاد منافع و رفتارهای فرصت طلبانه مدیران در انجام معاملات با اشخاص وابسته پیشنهاد می‌گردد. پیشنهاد می‌گردد که سازمان بورس اوراق بهادار تهران و دیگر مسئولین از نتایج این پژوهش استفاده نمایند زیرا که نتایج این پژوهش افراد مسئول را به اطلاعات مناسبی برای کمک به آنها جهت تمرکز بر معاملات با اشخاص وابسته و تنوع کسب‌وکار مجهز می‌کند. بنابراین آنها می‌توانند استانداردهای مورد نیاز جامعه حسابداران رسمی را برای روش های حسابرسی موثق و معتبرتر جهت کاهش خطا یا نقص در حسابرسی، تقویت کنند. پیشنهاد می‌گردد که حسابداران رسمی در ایران از نتایج این پژوهش استفاده نمایند و همواره با بررسی های دقیق و ریزبینانه معاملات با اشخاص وابسته و همچنین تنوع و پیچیدگی های کسب‌وکار در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران زمینه لازم جهت کاهش احتمال نقص در حسابرسی در زمانی که با صورت های مالی پیچیده و نامعتبر مواجه می‌شوند، فراهم نمایند.

با توجه به تجربیاتی که پژوهشگر در روند اجرای این پژوهش به دست آورده است پیشنهاد می‌گردد که با انجام تحقیقات مشابه در بازه‌های زمانی مختلف در ایران، این موضوع بهتر و بیشتر تبیین گردد. همچنین نمونه‌ی آماری این پژوهش شامل تمام صنایع بوده است، در پژوهش بعدی می‌توان بر صنایع خاصی تأکید نمود که اثر تفاوت در صنعت بر نتایج کنترل شود. پیشنهاد می‌گردد در پژوهشی به بررسی تأثیر ویژگی‌های فردی حساب‌رسان بر احتمال ناتوانی حساب‌رس (قصور حساب‌رسی ناشی از تقلب در شرکت) صورت گیرد. و در نهایت باید بیان کرد با توجه به اینکه این پژوهش در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام گرفته است، در نتیجه در تعمیم نتایج این پژوهش به سایر جوامع آماری باید جانب احتیاط صورت گیرد.

منابع

- آذین فر، کاوه، قدرتی زوارم، عباس، نوروزی، محمد. (۱۳۹۸). تأثیر ابعاد ریسک بر قیمت گذاری حسابرسی. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۱ (۴۴)، ۱۵۵-۱۷۴.
- ایزدی نیا، ناصر، فدوی، محمد حسن، امینی نیا، میثم (۱۳۹۳). بررسی تأثیر پیچیدگی حسابداری و شفافیت گزارشگری مالی شرکت بر تأخیر در ارائه گزارش حسابرسی، دانش حسابرسی سال چهاردهم بهار ۱۳۹۳ شماره ۵۴.
- جبارزاده، سعید، سبزواری، سعید، متوسل، مرتضی (۱۳۹۳)، بررسی رابطه بین کیفیت حسابرسی و اقامه دعوا علیه حسابرسی در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابرسی، سال ۱۴، شماره ۵۶، صص ۶۹-۸۶.
- حیدرپور، فرزانه؛ محمدی، سعید، جمشیدی نوید، بابک (۱۳۹۵). پیچیدگی حسابداری، شفافیت گزارشگری مالی و تأثیر آن در ارایه گزارش حسابرسی، همایش ملی نقش مدیریت استراتژیک و سیستم های اطلاعاتی حسابداری در اقتصاد مقاومتی، کرج، دانشگاه پیام نور استان البرز.
- سیرانی، محمد، خواجهی، شکراله، میقیم، نوشادی، (۱۳۸۸)، تأثیر تجربه و پیچیدگی موضوعات حسابرسی بر قضاوت حسابرسی، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۶، شماره ۵۵، بهار ۱۳۸۸، از صفحه ۳۵ تا ۵۰.
- صالحی، اله کرم، بزرگمهریان، شاهرخ، جنت مکانف حسین. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر پیچیدگی اطلاعات حسابداری بر تأخیر ارائه صورت های مالی حسابرسی شده و عدم تقارن اطلاعاتی با تأکید بر نقش کیفیت حسابرسی. دانش حسابداری مالی، ۴ (۳)، ۸۷-۱۱۶.
- مرادی، مهدی، افشار ایمانی، یگانه السادات. (۱۳۹۶). رابطه بین هوش هیجانی، هوش معنوی و عملکرد حسابرسی. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۹ (۳۵)، ۴۱-۶۴.
- نادری، سعید، حیدر پور، فرزانه، یعقوب نژاد، احمد. (۱۳۹۷). رابطه بین کیفیت اطلاعات حسابداری و همبستگی نرخ رشد شرکت با صنعت. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۰ (۳۹)، ۱۹۱-۲۱۸.
- Alamoudi D, Kumar A (2017) Information System Complexity and Business Value, International Journal of Economics & Management Sciences, DOI:10.4172/2162-6359.1000400.
- Atanasov, V., Black, B., Ciccotello, C., & Gyoshev, S. (2010). How does law affect finance? An examination of equity tunneling in Bulgaria. Journal of Financial Economics, 96 (1), 155-173.
- Bennouri, M., Nekhili, M., & Tournon, P. (2015). Does auditor reputation "discourage" related-party transactions? The French case. Auditing: A Journal of Practice & Theory, 34 (4), 1-32.

- Blazenko, G., & Scott, W. (1986). A model of standard setting in auditing. *Contemporary Accounting Research*, 3 (1), 68-92.
- Bonner, S. E., Palmrose, Z. V., & Young, S. M. (1998). Fraud type and auditor litigation: An analysis of SEC accounting and auditing enforcement releases. *The Accounting Review*, 73 (4), 503-532.
- Carcello, J. V., & Palmrose, Z. V. (1994). Auditor litigation and modified reporting on bankrupt clients. *Journal of Accounting Research*, 32 (3), 1e30 (Supplement).
- Charlie Cullinan (2004), Enron as a symptom of audit process breakdown: can the Sarbanes-Oxley Act cure the disease, *Critical Perspectives on Accounting* 15 (2004) 853–864.
- Chen, J. J., Cheng, P., & Xiao, X. (2011). Related party transactions as a source of earnings management. *Applied Financial Economics*, 21 (3), 165-181.
- Choi, J. H., Kim, J. B., Qiu, A. A., & Zang, Y. (2012). Geographic proximity between auditor and client: How does it impact audit quality? *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 31 (2), 43-72.
- Dahya, J., Dimitrov, O., & McConnell, J. (2008). Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, 87, 73-100.
- Gordon, E. A., Henry, E., Louwers, T. J., & Reed, B. J. (2007). Auditing related party transactions: A literature overview and research synthesis. *Accounting Horizons*, 21 (1), 81-102.
- Habib, A., Jiang, H., & Zhou, D. (2015). Related-party transactions and audit fees: Evidence from China. *Journal of International Accounting Research*, 14 (1), 59-83.
- Hinton, R. (1989). Relating party transactions: The UK way. *Accountancy*, 103 (1150), 26-27.
- Hoitash, R., and U. Hoitash. (2017). Measuring accounting reporting complexity with XBRL. *The Accounting Review* (forthcoming).
- Hung, Yu-Shun , Yu-Chen Cheng (2018), The impact of information complexity on audit failures from corporate fraud: Individual auditor level analysis, *Asia Pacific Management Review*. Volume 23, Issue 2, June 2018, Pages 72-85.
- IASB. 2008. 'Business Combinations Phase II – Project summary, feedback and effects analysis'.
- International Accounting Standards Board (IASB). (2009). Related party disclosures. *International Accounting Standard*, 24. available at: <http://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias24>.
- Jian, M., & Wong, T. J. (2010). Propping through related party transactions. *Review of Accounting Studies*, 15, 70-105.
- Khanna, T., & Palepu, K. (2000). Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups. *The Journal of Finance*, 55 (2), 867-891.
- Knapp, M. (1991). Factors that audit committee members use as surrogates for audit quality. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 10 (1), 35-52.
- Kohlbeck, M., & Mayhew, B.W. (2010). Valuation of firms that disclose related-party transactions. *Journal of Accounting and Public Policy*, 29 (2), 115-137.

- Lakonishok, J., & Lee, I. (2001). Are insider trades informative? Review of Financial Studies, 14 (1), 79-111.
- Lehmann C. M, Norman C. S. The Effects of Experience on Complex Problem Representation and Judgment In Auditing: An Experimental Investigation. Behavioral Research In Accounting 2006; 18: 65-83.
- Lys, T., & Watts, R. L. (1994). Law suits against auditors. Journal of Accounting Research, 32 (3), 65e89 (Supplement).
- Micheal Axelsen, Peter, Green, Gail, Ridley (2017), Explaining the information systems auditor role in the public sector financial audit, International Journal of Accounting Information Systems 24 (2017) 15–31.
- Moreland, K. (1995). Criticisms of auditors and the association between earnings and returns of client firms. Auditing: A Journal of Practice & Theory, 14 (1), 94-104.
- Palmrose, Z. V. (1988). An analysis of auditor litigation and audit service quality. The Accounting Review, 63 (1), 55-73.
- Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB). (2011). Concept release No. 2011-007 on improving the transparency of Audits: Proposed amendments to PCAOB auditing standards and form 2. available at: http://pcaobus.org/Rules/Rulemaking/Docket029/PCAOB_Release_2011-007.pdf.
- Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB). (June 10, 2014). Rel. No. 2014- 002 on auditing standard No. 18drelated parties. Paragraph 14, available at: <http://pcaobus.org/Rules/Rulemaking/Pages/Docket038.aspx>.
- Rozeff, M. G., & Zaman, M. A. (1988). Market efficiency and insider trading: New evidence. Journal of Business, 61 (1), 25-44.
- Ryngaert, M., & Thomas, S. (2012). Not all related party transactions (RPTs) are the same: Ex ante versus ex post RPTs. Journal of Accounting Research, 50 (3), 845-882.
- Stice, J. (1991). Using financial and market information to identify pre-engagement factors associated with lawsuits against auditors. The Accounting Review, 66 (3), 516-533.

COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.

Table Content

Stock Return Analysis Based on Fama and French Factor Model at Different Time Scales with Wavelet Analysis Approach in Tehran Stock Exchange	1
Sayyed Mohammad Reza Davoodi	
Government Civil Liability against Export-Oriented Companies.....	35
Seyyed Mohsen Ghaemi, Mahdi Madadi	
Credit Rating Dimensions of Iran Banks.....	57
Mohammad Javad Mohagheghnia, Wajollah Ghorbanizadeh, Mohammad Khanzadeh	
Designing a Model of Comprehensive Interpretive/Structural Mechanism of Effectiveness of Stock Liquidity Tehran Stock Exchange Companies	77
Mohammad Reza Jabari, Mohammad Reza Abdoli, Hosein Panahiyan	
Enforced Arbitration Review of Securities Market Disputes with a Look at Arbitration Boards (Analysis of Article 36 of the Islamic Republic of Iran Securities Market Act, 2005) and a draft law on promoting the country's capital market system	109
Abbas Ghasemi Hamed, Yousef Barari Chenari, Mojtaba Jahanian	
Designing an Optimal Model for Development of Venture Capital in Iran Using the Grounded Theory (Case Study: Stock Exchange).....	143
Asghar Najafi Ahmadabad, Naser Fegh-hi farahmand, Sirus Fakhimiazar, Seyyed Ali Paytakhti oskuyi	
A contemplation on the third chapter of “the Corporate Governance Directive for the Listed Companies of the Tehran Stock Exchange and Iran Fara Bourse”	167
Ali Hayati, Ahmad Shahniaei, Farzin Dehdar	
The Effect of Transactions with Dependents on the Auditor's Inability to Detect Corporate Fraud Using Auditor Level Analysis.....	197
Saeed Vaseli, Babak Jamshidinavid, Mehrdad Ghanbari	