

## مقایسه مهم ترین چارچوب های نظارتی بر شرکت ها و نهادهای مالی حاضر در بازار سرمایه ایران با سایر کشورهای جهان

وحید فتحی<sup>۱</sup>

<sup>۱</sup> کارشناسی ارشد، گروه حسابداری دانشگاه شهید بهشتی تهران، تهران، ایران

### چکیده

بازار سرمایه یکی از محبوب ترین حوزه های مطالعاتی در دهه های اخیر بوده است، که به عنوان معیاری از سلامت و رشد اقتصادی یک کشور در نظر گرفته می شود. مدل ها و تئوری های بسیاری در جهت کارایی بازارهای مالی در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه ارائه شده است، ولی پژوهش های اندکی به بررسی ویژگی های بازار سرمایه ایران و دیگر کشورهای جهان از منظر چارچوب های نظارتی پرداخته اند. لذا در این پژوهش، به بررسی و مقایسه مهم ترین چارچوب های نظارتی بر شرکت ها و نهادهای مالی حاضر در بازار سرمایه ایران با سایر کشورهای جهان پرداخته خواهد شد. نتایج بررسی ها نشان می دهد که بازده بورس اوراق بهادار تهران بر حسب ریال عمدتاً کمتر از بازدهی می باشد که از بابت نرخ ارز (بر حسب دلار) تعدیل شده است. همچنین با افزایش نرخ ارز و نوسانات مربوط به آن، در بورس اوراق بهادار ایران نیز نوسان بازده سهام بیشتر شده است. به عبارت دیگر، هر گاه نرخ ارز افزایش یافته است به دنبال آن نوسان بازده سهام نیز افزایش پیدا کرده است. این در حالی است که در کشور آمریکا که ارزش پول ملی آن یعنی دلار از ثبات نسبی برخوردار است، نوسانات نرخ بازده سهام آن کشور نیز متعاقباً کمتر بوده است. همچنین، در اکثر بررسی های بازارهای جهانی وجود اثر دوشنبه و اثر آخر هفته مشهود است، در حالی که نتایج مطالعات بازار ایران بعضاً متفاوت از سایر بازارها است.

**واژه های کلیدی:** چارچوب نظارتی، نهاد مالی، بازار سرمایه.

## مقدمه

در دهه های اخیر محققان به دنبال توسعه مدل های قابل قبول جهت توضیح نوسانات بازدهی سهام بوده اند، به طوری که مدل های بسیاری شناسایی و بی نظمی های مختلفی جهت توضیح پدیده مذکور ارائه شد. در پی مطالعات صورت گرفته عوامل مختلفی در راستای توضیح نوسانات نرخ بازدهی ارائه شده که، ویژگی های بازار مالی تحت مطالعه می تواند از عوامل محرک وجود برخی بی نظمی ها در آن باشد. به عنوان مثال، قوانین حاکمیت شرکتی، در نحوه افشای اطلاعات، و در نتیجه برکارایی بازار اثر گذار است (کلیسنس و یورتوگل، ۲۰۱۳). علاوه بر این، آب و هوا، موقعیت جغرافیایی، سیاست، سیاست های مالی دولت ها (لوپودیس، ۲۰۰۹)، فرهنگ و مذهب سرمایه گذاران (بایلکوسوکی و همکاران، ۲۰۱۲)، سال مالی شرکت های پذیرفته شده در بازار و غیره از جمله عواملی هستند که می تواند به وجود برخی بی قاعدگی ها در بازارهای مالی دامن زنند. در نتیجه شناسایی ویژگی های بازار تحت مطالعه و بررسی تفاوت آن با سایر بازارهای مالی از اهمیت بالایی برخوردار است. براساس موسسه FSTE (۲۰۲۰) بازارهای مالی را می توانیم به بازارهای توسعه یافته، بازارهای نوظهور توسعه یافته و بازارهای نوظهور ثانویه بازارهای روبه رشد در سطح جهانی طبقه بندی نمود. هدف از این مطالعه، شناسایی ویژگی های بازار بورس اوراق بهادار تهران و بررسی تفاوت آن با سایر بازارهای بین المللی می باشد. چرا که می تواند در شناسایی بی قاعدگی های فصلی مرتبط با آن مفید واقع شود.

## نظام سیستم نرخ ارز

بی ثباتی و نوسانات بازارهای ارز خارجی و سهام اثر منفی بر عملکرد کل اقتصاد دارند. همچنین، رابطه متقابلی میان نوسانات این دو بازار وجود دارد. مشخصاً از یک طرف، نوسان نرخ ارز موجب نااطمینانی در بازده سرمایه گذاری و کاهش سرمایه گذاری می شود. کاهش سرمایه گذاری در یک بنگاه نیز سودآوری پایین تری ایجاد می کند و بدین ترتیب، هزینه بنگاه افزایش می یابد. کاهش سرمایه گذاری و افزایش هزینه منجر به عملکرد ضعیف تر شرکت و افزایش نوسان بازده سهام بنگاه می گردد (لی و همکاران، ۲۰۱۱). از سوی دیگر، نوسان بالاتر بازده سهام موجب ریسک می شود و چون برخی از سرمایه گذاران ریسک گریزند، به دلیل نااطمینانی از بازده انتظاری از بازار خارج می شوند و سرمایه گذاری کاهش می یابد. نوسان بازده سهام منجر به تغییر در ثروت سهامداران، نقدینگی و نرخ های بهره و اثرگذاری بر جریان سرمایه می شود. تغییر در جریان سرمایه به سمت داخل یا خارج موجب تغییر در عرضه و تقاضای ارز و نوسان نرخ ارز می گردد (پترسون، ۲۰۰۹).

در رابطه با اثرگذاری نوسان نرخ ارز بر نوسان بازده سهام می توان گفت نااطمینانی نرخ ارز موقعیت رقابتی بنگاه های داخلی و چندملیتی، قیمت ستانده و نهاده آن ها، عرضه و تقاضا و قیمت رقبای آن ها را تحت تأثیر قرار می دهد. شرکت هایی که در تجارت بین الملل حضور دارند، ممکن است به علت نگرانی از کاهش سود در اثر تغییرات نرخ ارز، نسبت به پروژه های سرمایه گذاری بلندمدت بی میل باشند. در شرکت های چندملیتی، نوسان در نرخ ارز باعث تغییر ارزش بنگاه، قیمت نهاده و ستانده می شود و با اثرگذاری مداوم بر سوددهی و عملکرد خارجی، منجر به تغییر بازده سهام این بنگاه ها می شود. نوسان نرخ ارز نه تنها می تواند بر بازده سهام بنگاه های چندملیتی و صادرات محور مؤثر باشد، بلکه می تواند بر بازده سهام شرکت های داخلی نیز مؤثر باشد. بنگاه های داخلی، به این دلیل که ممکن است برخی نهاده ها را وارد و بخشی از ستانده را صادر کنند، تحت تأثیر تغییر نرخ های ارز قرار خواهند گرفت (آگروال و استریواستاو، ۲۰۱۰).

از سوی دیگر، نوسان بالاتر نرخ ارز منجر به هزینه های بالاتر برای تجار ریسک گریز می شود. این هزینه ی بالاتر به دلیل استفاده از ابزار هجینگ برای پوشش ریسک ایجاد می شود و می تواند از یک سو کارایی بنگاه و از سوی دیگر، نوسان بازده سهام را کاهش دهد. هجینگ، نوسان بازده سهام بنگاه های هجینگ شده را کاهش می دهد، ولی برخی سفته بازان ممکن است

برای سود بیشتر، در جستجوی بنگاه‌هایی باشند که از ابزار هجینگ استفاده نمی‌کنند، که این وضعیت می‌تواند موجب نوسان بیشتر بازده سهام گردد (کارویی، ۲۰۰۶).

همچنین، نوسان نرخ ارز موجب تغییر هزینه‌ی نهاده‌های وارداتی و متعاقب آن، تغییر هزینه تولید و بنابراین، قیمت‌های داخلی می‌شود. تغییر در ارزش پول، به شکل کاهش ارزش پول داخلی، می‌تواند موجب تورم شود. تورم ایجاد شده توان واحدهای تولیدی را در حفظ ارزش واقعی منابع کاهش می‌دهد. واردکنندگان در شرایط نوسان زیاد نرخ ارز، نگران تغییر قیمت‌ها خواهند بود و با تغییر حاشیه سود، تمایل به کاهش انتقال نرخ ارز خواهند داشت. تورم بالاتر، نوسان انتظاری بالاتری در بازده سهام را در پی خواهد داشت (خوشبخت و اخباری، ۱۳۸۶).

بر همین اساس، به منظور بررسی اثر نوسان نرخ ارز بر بازده سهام اقدام به ارائه اطلاعات مرتبط با نرخ ارز و شاخص بورس در طی سال‌های ۱۳۷۱ تا ۱۳۹۸ در جداول زیر می‌کنیم.

جدول (۱): نرخ دلار و شاخص بازار سهام طی سال‌های ۱۳۷۱ تا ۱۳۹۸

آمریکا	ایران			نرخ دلار (به ریال)			Error! No text of specified style in document.
	بازدهی سالیانه	بازدهی سالیانه دلاری	بازدهی سالیانه ریالی	شاخص بورس	میانگین	بیشترین	کم‌ترین
۰/۰۴۷	-۰/۱۲۱	-۰/۰۷۸	۴۳۵/۱۲	۱۴۹۰	۱۴۹۰	۱۴۹۰	۱۳۷۱
۰/۰۷۹	-۰/۲۳۲	-۰/۰۷۳	۴۰۳/۵	۱۸۰۰	۱۸۰۰	۱۸۰۰	۱۳۷۲
-۰/۰۳۱	۰/۱۷۸	۰/۷۲۱	۶۹۴/۳۸	۲۶۳۰	۲۶۳۰	۲۶۳۰	۱۳۷۳
۰/۳۱۳	۰/۴۵۶	۱/۲۳۱	۱۵۴۹/۴۴	۴۰۳۰	۴۰۳۰	۴۰۳۰	۱۳۷۴
۰/۱۹۱	۰/۱۳۵	۰/۲۵	۱۹۳۶/۷۵	۴۴۴۰	۴۴۴۰	۴۴۴۰	۱۳۷۵
۰/۳۰۳	-۰/۲۰۷	-۰/۱۴۶	۱۶۵۳/۰۶	۴۷۸۰	۴۷۸۰	۴۷۸۰	۱۳۷۶
۰/۱۶۶	-۰/۳۱۲	-۰/۰۷۰	۱۵۳۸	۶۴۶۰	۶۴۶۰	۶۴۶۰	۱۳۷۷
۰/۰۹۱	۰/۰۷۴	۰/۴۳۴	۲۲۰۶/۱۹	۸۶۳۰	۸۶۳۰	۸۶۳۰	۱۳۷۸
۰/۰۱۰	۰/۴۳۳	۰/۳۵۰	۲۹۷۸/۲۷	۸۱۳۰	۸۱۳۰	۸۱۳۰	۱۳۷۹
-۰/۱۰۲	۰/۲۸۳	۰/۲۶۲	۳۷۵۸/۷۷	۷۹۲۰	۷۹۲۰	۷۹۲۰	۱۳۸۰
-۰/۱۹۸	۰/۳۲۸	۰/۳۴۷	۵۰۶۲/۷۶	۷۹۹۰	۷۹۹۰	۷۹۹۰	۱۳۸۱
۰/۲۹۳	۱/۱۶۱	۱/۲۴۸	۱۱۳۷۹/۴۱	۸۳۲۰	۸۳۲۰	۸۳۲۰	۱۳۸۲
۰/۱۲۲	۰/۰۱۱	۰/۰۶۴	۱۲۱۱۳/۰۱	۸۷۴۰	۸۷۴۰	۸۷۴۰	۱۳۸۳
۰/۰۷۰	-۰/۲۴۲	-۰/۲۱۹	۹۴۵۹/۳۶	۹۰۴۰	۹۰۴۰	۹۰۴۰	۱۳۸۴
۰/۱۷۹	۰/۰۲۰	۰/۰۳۸	۹۸۲۱/۰۱	۹۲۲۰	۹۲۲۰	۹۲۲۰	۱۳۸۵
۰/۰۶۶	۰/۰۲۷	۰/۰۲۷	۱۰۰۸۱/۹۶	۹۳۵۰	۹۳۵۰	۹۳۵۰	۱۳۸۶
-۰/۴۰۹	-۰/۲۵۵	-۰/۲۱۰	۷۹۶۶/۵	۹۶۶۰	۹۶۶۰	۹۶۶۰	۱۳۸۷
۰/۲۴۸	۰/۵۵۳	-۰/۵۷۴	۱۲۵۳۶/۷	۱۰۰۰۰	۱۰۰۰۰	۱۰۰۰۰	۱۳۸۸
۰/۱۰۸	۰/۶۵۹	۰/۸۵۸	۲۳۲۹۴/۹	۱۱۰۰۰	۱۱۰۰۰	۱۱۰۰۰	۱۳۸۹
-۰/۰۶۱	۰/۳۵۰	۰/۱۱۲	۲۵۹۰۵/۶	۱۶۰۰۰	۱۸۰۰۰	۱۴۰۰۰	۱۳۹۰
۰/۱۲۹	-۰/۱۷۴	۰/۴۶۸	۳۸۰۴۰/۸	۲۶۵۰۰	۳۸۰۰۰	۱۵۰۰۰	۱۳۹۱
۰/۲۳۲	۱/۳۴۷	۱/۰۷۷	۷۹۰۱۵/۴	۳۴۵۰۰	۳۶۰۰۰	۳۳۰۰۰	۱۳۹۲
۰/۰۴۲	-۰/۲۸۸	-۰/۲۰۹	۶۲۵۳۱/۸	۳۴۷۵۰	۳۵۵۰۰	۳۴۰۰۰	۱۳۹۳
-۰/۰۶۴	۰/۲۵۳	۰/۲۸۳	۸۰۲۱۹/۴	۳۳۷۵۰	۳۶۰۰۰	۳۱۵۰۰	۱۳۹۴
۰/۰۹۰	-۰/۱۱۹	-۰/۰۳۷	۷۷۲۳۰	۳۵۸۶۰	۳۴۲۵۰	۳۷۴۸۰	۱۳۹۵

۰/۱۴۵	-۰/۰۳۸	۰/۲۴۷	۹۶۲۸۹/۹۹	۴۰۲۵۰	۴۲۵۰۰	۳۸۰۰۰	۱۳۹۶
۰/۱۱۲	-۰/۳۰۱	۰/۸۵۵	۱۷۸۶۵۹/۰۵	۹۶۳۳۰	۱۵۰۶۷۰	۴۲۰۰۰	۱۳۹۷
۰/۲۱۹	۱/۴۸۴	۱/۸۷۱	۵۱۲۹۰۰/۴۷	۱۳۴۵۶۰	۱۵۷۵۷۰	۱۱۱۵۵۰	۱۳۹۸

همان طور که در جدول فوق مشاهده می شود بازده بورس اوراق بهادار تهران بر حسب ریال عمدتاً کم تر از بازدهی می باشد که از بابت نرخ ارز (بر حسب دلار) تعدیل شده است. همچنین با افزایش نرخ ارز و نوسانات مربوط به آن، در بورس اوراق بهادار ایران نیز نوسان بازده سهام بیشتر شده است. به عبارت دیگر، هر گاه نرخ ارز افزایش یافته است به دنبال آن نوسان بازده سهام نیز افزایش پیدا کرده است. این در حالی است که در کشور آمریکا که ارزش پول ملی آن یعنی دلار از ثبات نسبی برخوردار است، نوسانات نرخ بازده سهام آن کشور نیز متعاقباً کم تر بوده و سرمایه گذاران آن کشور باطمینان بیشتری می توانند سرمایه گذاری نمایند. به بیان دیگر می توان گفت که ریسک سرمایه گذاری در این کشور کم تر می باشد.

نتایج مطالعات بازار خارجی نیز نشان می دهد که نوسان نرخ ارز بر نوسان بازده سهام اثرگذار است. به طور مثال، والید و همکاران (۲۰۱۱) با استفاده از داده های هفتگی طی دوره ۱۹۹۴-۲۰۰۰، به بررسی رابطه میان نوسان قیمت سهام و تغییر نرخ ارز برای ۴ کشور نوظهور (هنگ کنگ، سنگاپور، مالزی و مکزیک) پرداختند. نتایج این تحقیق نشان می دهد رابطه میان بازارهای سهام و ارز تابعی از رژیم ارزی است و نوسان قیمت سهام به شکل نامتقارن به رویدادهای بازار واکنش نشان می دهد. علاوه بر این اثر منفی نرخ ارز در بازدهی بازار و و تاثیر گذاری آن بر نوسان بازدهی در بازار مالی تایلد نیز تایید شده است (هورنگ و چن، ۲۰۱۰).

## آزادی سازی مالی

تجربه بسیاری از کشورهای صنعتی نشان می دهد که بازارهای سرمایه این کشورها همپای رشد و توسعه اقتصادی آنها تکامل و گسترش یافته است که این امر به نوبه خود بر روند رشد بلندمدت آنها اثرات مثبتی داشته است. در این کشورها بازارهای سرمایه در فرآیند تکامل و توسعه اقتصادی از ویژگی های معینی برخوردار بوده اند. آزادسازی و تعمیق بازارهای مالی مقوله ای است که اکثر کشورها اقدام به آن کرده اند ولی چیزی که فرق می کند شدت و طول دوره آزادسازی می باشد. تئوری های کلاسیکی نشان می دهند که آزادسازی مالی باعث تخصیص بهینه پس اندازها، افزایش تنوع ریسک سرمایه گذاری، رشد سریع تر و کاهش سیکل های تجاری می شود. فرآیند آزادسازی در کشورهای مختلف به سطوح اقتصادی و توسعه بنیان های مالی، ساختار نهادها، سیستم حقوقی، مدیریت و... در آن کشورها بستگی دارد و رهنمود مشخصی برای دنبال کردن مرحله خاصی از آزادسازی وجود ندارد. اکثر نظریاتی که در مورد آزاد سازی بازارهای مالی وجود دارد بیانگر این می باشد که این سیاست در بلندمدت موجب افزایش کارایی سرمایه و کاهش نوسانات بازار سهام می گردد ولی در کوتاه مدت منجر به افزایش نوسانات در این بازارها می شود. از جمله این مطالعات می توان به تحقیقات اینیوبی و همکاران (۲۰۰۹) اشاره کرد (موسوی و نعمت پور، ۱۳۹۰).

از دهه ۱۹۷۰ تعدادی از کشورهای در حال توسعه تعدادی از اصلاحات آزادسازی مالی را برای حذف کنترل بازار سرمایه و باز کردن بازارهای مالی خود به منظور افزایش بهره وری و تخصیص بهینه منابع و رقابت بین المللی، انجام دادند و محدودیت های سرمایه گذاری خارجی را حذف کرده و بهبود قابل توجهی در هر دو بازار مالی و اقتصاد واقعی کسب نمودند (روان و همکاران، ۲۰۱۸).

دیدگاه‌های مختلفی در مورد آزادسازی بازار مالی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در بازار سرمایه وجود دارد. بر اساس دیدگاه نوکلاسیک‌ها آزادسازی بازار مالی می‌تواند به صورت ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با فروش سهام و اوراق قرضه به خارجیان باشد. دو جنبه در مورد اثر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر عملکرد بازار سهام می‌توان در نظر گرفت. جنبه اول این است که سرمایه‌گذاری خارجی می‌تواند جانشین سرمایه‌های داخلی شود. بر اساس این دیدگاه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی اثر منفی بر عملکرد بازار سهام دارد. دیدگاه دیگر این است که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشورهایی که دارای ساختار بازار مالی مناسب هستند و از ثبات اقتصاد کلان برخوردار می‌باشند، می‌تواند مکمل سرمایه‌های داخلی باشد. همچنین می‌تواند رابطه مثبت با توسعه بازار سهام داشته باشد. به این ترتیب که ممکن است سرمایه‌گذاران خارجی بخواهند قسمتی از تأمین مالی سرمایه‌گذاری خود را از طریق سرمایه‌های خارجی انجام دهند و یا ممکن است بخواهند سرمایه‌گذاری خود را با فروش سهام در بازار سرمایه تکمیل نمایند. یا اینکه سرمایه‌گذاران خارجی به واسطه خرید سهام، سرمایه‌گذاری کنند و به این ترتیب نقدینگی بازار سهام افزایش یابد؛ بنابراین ممکن است ارزش مبادله داخلی و ارزش مبادله بین‌المللی افزایش یابد. در کل بر اساس این دیدگاه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ممکن است مکمل سرمایه داخلی باشد نه جانشین آن و بدین ترتیب می‌تواند باعث توسعه بازار بورس شود (صالحی و همکاران، ۱۳۹۸).

طبق ماده ۲ دستورالعمل نحوه اعطای مجوز تأسیس و یا مشارکت شرکای خارجی در نهادهای منالی مصوب اول خرداد ماه سال ۱۳۹۸ هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، اشخاص خارجی می‌توانند حسب مقررات، به تأسیس نهاد مالی جدید و یا خرید سهام/سهم‌الشرکه نهادهای مالی موجود، با احراز شرایط زیر، اقدام نمایند:

بند الف) در خصوص اشخاص حقیقی:

- ۱- کسب حد نصاب‌های لازم جهت احراز صلاحیت عمومی؛
- ۲- کسب حد نصاب لازم در "دستورالعمل تأیید صلاحیت مدیران نهادهای مالی" در صورتی که شریک خارجی داوطلب پذیرش سمت عضویت در هیئت‌مدیره یا مدیر عاملی نهاد مالی باشد.

بند ب) در خصوص اشخاص حقوقی:

- ۱- شریک خارجی یا سهامدار کنترل‌کننده آن باید حداقل پنج سال سابقه فعالیت در حوزه تخصصی مورد تقاضا داشته باشند؛
- ۲- نزد نهاد ناظر مربوطه به ثبت رسیده باشند؛
- ۳- صورت‌های مالی مبتنی بر استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی حسابرسی شده ارائه نمایند.

در قوانین مربوط به سرمایه‌گذاری خارجی یک سری محدودیت‌ها برای سرمایه‌گذاران خارجی وجود دارد که از جمله آن می‌توان به مواد ۳ و ۴ دستورالعمل فوق اشاره کرد. طبق ماده ۳ دستورالعمل نحوه اعطای مجوز تأسیس و یا مشارکت شرکای خارجی در نهادهای منالی مصوب اول خرداد ماه سال ۱۳۹۸ هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، واگذاری، سهام/سهم‌الشرکه شرکای خارجی که مالک بیش از ۱۰ درصد سهام نهاد مالی هستند نیازمند اخذ مجوز از سازمان بورس می‌باشد. همچنین، طبق بند سوم این ماده تغییر در ترکیب سهامداران نهادهای مالی سهامی عام ثبت شده نزد سازمان و نهادهای مالی سهامی خاص باید به تأیید سازمان برسد. از طرفی، طبق ماده ۴ دستورالعمل مزبور، سقف تملک مستقیم یا غیرمستقیم اشخاص خارجی در سهام/سهم‌الشرکه نهادهای مالی به شرح زیر است:

بند الف) در هر شرکت کارگزاری و تأمین سرمایه، تعداد سهام در مالیکت مجموع سرمایه‌گذاران خارجی نباید از ۴۹ درصد تعداد سهام آن شرکت بیشتر باشد.

بند ب) در خصوص سایر نهادهای مالی، تعداد سهام در مالکیت مجموع سرمایه‌گذاران خارجی نباید از ۷۵ درصد تعداد سهام آن شرکت بیشتر باشد.

بند ج) تعداد سهام در مالکیت هر گروه سهامداری خارجی در شرکت تأمین سرمایه نمی‌تواند از ۳۵ درصد تعداد سهام آن شرکت بیشتر باشد.

همچنین، طبق ماده ۸ آئین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس مصوب ۲۹ فروردین ۱۳۸۹، سرمایه‌گذار خارجی راهبردی پس از خرید سهام نمی‌تواند تا دو سال بدون مجوز سازمان، اصل سهام خریداری شده را بفروشد. فروش این گونه سهام مستلزم رعایت مقررات معاملات عمده سهام در بورس یا بازار خارج از بورس می‌باشد.

همان‌طور که در بالا اشاره شد قوانین و مقررات ایران برای سرمایه‌گذاری اشخاص حقوقی و حقیقی خارجی یک سری محدودیت‌هایی قائل شده است که نشان می‌دهد برای آزادسازی مالی راه طولانی در پیش است. در ادامه به بیان خلاصه‌ای از پژوهش‌های داخلی و خارجی صورت گرفته درباره اثر آزادسازی مالی بر بازده و بازار سهام می‌پردازیم.

کامینسکی و سکماکمر (۲۰۰۸) درباره رابطه بین افزایش قیمت سهام و آزادسازی و نوسانات قیمت سهام بعد از آزادسازی مالی مطالعه‌ای انجام داده است که نشان می‌دهد بازار سهام در کوتاه‌مدت در کشورهای در حال توسعه بعد از آزادسازی با نوسانات بیشتری روبه‌رو خواهد شد، ولی در بلندمدت این نوسانات کاهش می‌یابد. همچنین وی در خصوص اثر آزادسازی مالی بر چرخه‌های بازارهای مالی بیان می‌کند که فراز و نشیب بازار سهام در بلندمدت بعد از آزادسازی، شدید نشده، ولی در کوتاه‌مدت ممکن است موجب چرخه‌های بزرگ‌تر شود.

لانگ (۲۰۰۸) اثر آزادسازی مالی را بر بازده بازار سهام کشور ویتنام بررسی نموده است؛ و نشان داد که آزادسازی بازار مالی بی‌ثباتی بازار سهام ویتنام را در کوتاه‌مدت افزایش می‌دهد. ولی در بلندمدت می‌تواند با افزایش ورود سرمایه‌گذاران خارجی بی‌ثباتی بازار سهام را کاهش دهد. از سوی دیگر، کی لی (۲۰۰۲) نشان داد که بعد از آزادسازی بازار سرمایه تغییرات معناداری در بازده بازار سرمایه به وجود نیامده است. نوسانات بازده بازار سهام سه ماه بعد از آزادسازی کاهش یافته است و کارایی این بازار سه ماه بعد از آزادسازی افزایش یافته است.

در تحقیقات داخلی نیز برومند و همکاران (۱۳۹۱) اثرات آزادسازی مالی روی بازار سهام را در اقتصاد ایران مورد بررسی قرار دادند. بدین منظور با استفاده از داده‌های فصلی طی سال‌های ۱۳۷۳ تا ۱۳۸۷ و با به‌کارگیری تکنیک خودرگرسیون برداری و تجزیه و تحلیل‌های هم‌انباشتگی به بررسی این موضوع پرداختند. نتایج به دست آمده حاکی از آن است که آزادسازی بازارهای مالی در بلندمدت به واسطه توسعه سیستم مالی، اثر مثبت روی شاخص کل قیمت بازار سهام دارد، اما در کوتاه‌مدت این سیاست اثر معناداری بر شاخص کل قیمت سهام ندارد.

## فرهنگ و مذهب

اجتماع و فرهنگ جامعه بر بازدهی و نوسان پذیری بازدهی بازارهای مالی اثر گذارند. تعطیلات رسمی در کشورهای مختلف دنیا متناسب با فرهنگ و مذهب جامعه متفاوت اند. تفاوت‌های فرهنگی و مذهبی علاوه بر تاثیر در تعداد تعطیلات رسمی کشور، بر بار روانی افراد نیز اثر گذار است. تفاوت در تعداد تعطیلات رسمی کشورها و میزان اهمیت آن‌ها در عمق باورهای جامعه، بر میزان اثر تعطیلات بر بازدهی بازارهای مالی اثر گذار است. برای مثال تعداد تعطیلات بیشتر می‌تواند از عوامل وجود اثر تعطیلات قویتر در بازدهی بازار سرمایه باشد. جدول (۲-۲) فهرست تعطیلات رسمی ایران بر اساس تقویم رسمی کشور را نشان می‌دهد. با توجه به اکثریت جمعیت مسلمان در ایران و اهمیت باورهای مذهبی در جامعه ایرانی تعدادی از تعطیلات

رسمی کشور بر اساس مناسبت های تقویم هجری قمری هستند. در نتیجه تاریخ برخی تعطیلات رسمی مانند عید مبعث، عید غدیر و غیره که بر اساس وقایع تاریخ هجری قمری هستند، در طی سال های مختلف، در تقویم شمسی شناور اند. بر همین اساس تاریخ مناسبت های فوق به تفکیک بار روانی اثر گذار بر افراد، در دسته بندی شاد و غمگین به طور مجزا در جدول (۲)- ذکر شده اند.

جدول (۲): نرخ دلار و شاخص بازار سهام طی سال های ۱۳۷۱ تا ۱۳۹۸

تعطیلات ملی (شاد)			
عنوان	تاریخ هجری قمری	تاریخ هجری شمسی	
آغاز نوروز (تعطیل)		۱ الی ۴ فروردین	مانط
روز جمهوری اسلامی ایران		۱۲ فروردین	ور
روز طبیعت		۱۳ فروردین	که
پیروزی انقلاب اسلامی ایران		۲۲ بهمن	در
ملی شدن صنعت نفت		۲۹ اسفند	جدو
تعطیلات ملی (اندوه)			
رحلت حضرت امام خمینی		۱۴ خرداد	ل
قیام خونین ۱۵ خرداد		۱۵ خرداد	(۲)
تعطیلات مذهبی (شاد)			
میلاد حضرت رسول اکرم	۱۷ ربیع الاول		هده
عید سعید فطر	۱ و ۲ شوال		می ش
عید سعید غدیر خم	۱۸ ذی حجه		ود،
عید سعید قربان	۱۰ ذی حجه		تعدا
مبعث حضرت رسول اکرم	۲۷ رجب		د
ولادت حضرت امام رضا	۱۱ ذیقعد		زیاد
ولادت حضرت امام علی	۱۳ رجب		ی
ولادت حضرت قائم عجل الله تعالی فرجه	۱۵ شعبان		از
تعطیلات مذهبی (اندوه)			
شهادت حضرت امام رضا	آخر صفر		تعطیلات
اربعین حسینی	۲۰ صفر		رسم
شهادت امام حسن عسکری - آغاز امامت حضرت ولیعصر	۸ ربیع الاول		ی
تاسوعای حسینی	۹ محرم		کشو
عاشورای حسینی	۱۰ محرم		ر
رحلت حضرت رسول اکرم	۲۸ صفر		مربو
شب ضربت امام علی	۱۹ رمضان		ط به
شب قدر	۲۳ رمضان		مناس
شهادت حضرت امام جعفر صادق	۲۵ شوال		بت ه
شهادت حضرت علی علیه السلام	۲۱ رمضان		ای
شهادت حضرت فاطمه زهرا	۳ جمادی الثانی		

مذهبی است. در این راستا در جدول (۲) تعطیلات مذهبی و غیر مذهبی کشور ایران و برخی کشورهای اسلامی منتخب به منظور مقایسه نشان داده شده است. در سایر کشورهای اسلامی نیز تعطیلات مذهبی سهم زیادی از تعداد کل تعطیلات

مناسبتی را به خود اختصاص می دهد، اما به هر حال تعداد تعطیلات مذهبی (هم چنین تعداد تعطیلات غیر مذهبی) ایران نسبت به سایر کشورهای اسلامی بالاتر است.

این مهم در حالی است که، مذهب اکثریت افراد جامعه نیز از عوامل اثر گذار بر رفتار سرمایه گذاران بازارهای مالی است. در این خصوص بررسی اثر احساسات سرمایه گذاران و اعتقادات مذهبی بر بازدهی بازارهای مالی مطالعات مختلفی انجام شده است (جزیری و عبدالهدی، ۲۰۱۸؛ العزیز، ۲۰۱۵). در اکثر پژوهش های بررسی شده در کشورهای غربی فرضیه احوال خوب سرمایه گذاران در تعطیلات مورد بررسی قرار گرفته است. حال آن که با توجه به ماهیت متفاوت برخی تعطیلات رسمی از منظر بار روانی و امکان دسته بندی تعطیلات در دو گروه تعطیلات شاد و غمگین، بورس تهران شرایط متفاوت تری را جهت بررسی اثر تعطیلات فراهم می آورد. در بین کشورهای مسلمان جهان به خصوص کشورهای خاورمیانه، ایران بیشترین مسلمان شیعه نسبت به جمعیت کل را دارد. که وجود برخی مناسبت های مذهبی خاص شریعت شیعه هم چون عید غدیر (با روانی شاد) و واقعه ی عاشورا (غمگین)، ایران را از سایر کشورهای مسلمان متمایز می کند. اهمیت این تمایز در نتایج پژوهش العزیز (۲۰۱۵) قابل مشاهده است، به طوری که در نتایج حاصل از مطالعه وی به ازای هر ۱٪ افزایش جمعیت شیعه در کشورهای مورد مطالعه بازدهی ۱۲/۱۳٪ در عاشورا کاهش می یابد.

هم چنین نتایج بررسی بازدهی در ماه رمضان در اکثر کشورهای مسلمان نشان می دهد که نوسان پذیری بازدهی در ماه رمضان کاهش (سید و همکاران، ۲۰۰۵؛ بایلوکوسکی و همکاران، ۲۰۱۲) می یابد. در اکثر مطالعات صورت گرفته علت کاهش نوسان پذیری به اعمال مذهبی خاص ماه رمضان هم چون روز گرفتن، کاهش فعالیت های اقتصادی و هم چنین اوج اعتقادات مذهبی افراد در این ماه اشاره شده است.

علاوه بر موارد یاد شده از دیگر تفاوت های عمده تعطیلات رسمی در ایران و جهان، مربوط به تعطیلات رسمی آخر هفته می باشد. در بسیاری از کشورهای اسلامی مانند قطر، عربستان سعودی، مالزی، سوریه و غیره به منظور هماهنگی با سایر کشورهای جهان روزهای جمعه و شنبه را به عنوان تعطیلات آخر هفته در نظر گرفته اند (منبع تخصصی تعطیلات عمومی جهان ۲۰۱۹). در حالی که در ایران روزهای پنجشنبه و جمعه روزهای تعطیل آخر هفته می باشد. در این راستا در پی نتایج بسیاری از مطالعات داخلی صورت گرفته در خصوص اثر آخر هفته نتایج تحقیق متفاوت از نتایج مطالعات جهانی است. در اکثر بررسی های بازارهای جهانی وجود اثر دوشنبه و اثر آخر هفته مشهود است (دیکل و لوندیس، ۲۰۱۲)، در حالی که نتایج مطالعات بازار ایران (بازان و همکاران، ۱۳۹۱) بعضاً متفاوت از سایر بازار هاست.

### حاکمیت شرکتی

علاوه بر انگیزه های مدیریتی مختص شرکت، حاکمیت شرکتی نیز عاملی مؤثر بر ریسک پذیری شرکت به شمار می رود. جان و همکاران (۲۰۰۸) نتیجه گرفتند که با افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی، میزان ریسک پذیری شرکت ها نیز بیشتر می شود. برخی دیگر از مطالعات صورت گرفته نیز موضوع وجود هزینه های نمایندگی نظیر سوءاستفاده از جریانات نقدی آزاد، فرصت طلبی مدیران و پاداش مدیریتی بیش از حد که همگی اثر منفی بر ارزش شرکت دارند را مورد توجه قرار داده اند. کیفیت حاکمیت شرکتی، از طریق کاهش ریسک نمایندگی سبب بهبود رتبه اوراق قرضه و کاهش نرخ بازده تا سررسید اوراق می گردد. علاوه بر این، بر پایه پژوهش های صورت گرفته اجرای اصول صحیح و باکیفیت حاکمیت شرکتی، از طریق کاهش ریسک نمایندگی سبب بهبود رتبه اوراق قرضه و کاهش نرخ بازده تا سررسید اوراق می گردد (بوجراج و سنگوپتا، ۲۰۰۳). علاوه بر این، بر پایه پژوهش های صورت گرفته اجرای اصول صحیح و باکیفیت حاکمیت شرکتی، باعث بهبود عملکرد مالی و افزایش ارزش شرکت می شود. همچنین، چارچوبی را فراهم می کند تا تأمین کنندگان مالی را مطمئن سازد که بازده مناسبی از سرمایه گذاری خود به دست خواهند آورد (نمازی و همکاران، ۱۳۹۲). از سوی دیگر، حاکمیت شرکتی ضعیف موجب سلب اعتماد بازار شده و



که به نوبه خود می تواند منجر به خروج منابع یا بحران نقدینگی و سقوط قیمت ها در بورس شود. بدین ترتیب، انتظار می رود که کیفیت حاکمیت شرکتی از ابهام و عدم اطمینان سرمایه گذاران در خصوص پیش بینی بازده سهام کاسته و به تبع آن، سبب کاهش نوسان پذیری بازده سهام شرکت گردد.

حاکمیت شرکتی، ساختاری را فراهم می کند که از طریق آن، هدف های بنگاه تنظیم و وسایل دستیابی به هدف ها و نظارت بر عملکرد تعیین می شود. این نظام، انگیزه لازم برای تحقق اهداف بنگاه را در مدیریت ایجاد کرده و زمینه نظارت مؤثر را فراهم می کند. به این ترتیب شرکت ها منابع را با اثربخشی بیشتری به کار می گیرند (واورو، ۲۰۱۴). حاکمیت شرکتی، ابعاد گسترده و متنوعی از شرکت را در برمی گیرد مانند ساختار هیئت مدیره، ساختار مالکیت و کنترل (حقوق سهامداران)، شفافیت اطلاعاتی و غیره. بنابراین، بر اساس معیارهای مذکور، شاخص های متعددی از کیفیت حاکمیت شرکتی ایجاد شده است.

هیئت مدیره شرکت، یکی از مهم ترین مکانیزم های شاخص ترکیبی حاکمیت شرکتی بوده که وظیفه نظارت بر عملکرد مدیران و حفاظت از منابع سهامداران اقلیت را بر عهده دارد. به کارگیری یک هیئت مدیره کارآمد، مزایایی همچون عدل مدیران دارای عملکرد ضعیف، محدود ساختن مدیریت سود، کاهش احتمال تقلب صورت های مالی، تقاضا برای حساب رسان باکیفیت و کاهش ریسک سیستماتیک شرکت را به دنبال خواهد داشت. از آن جا که نطقش اصلی هیئت مدیره، نظارت و ارزیابی سیاست مدیریت ریسک شرکت است، لذا انتظار می رود که یک هیئت مدیره کارآمد، شرکت را در برابر سرمایه گذاری های پر ریسک که فرصت های آتی شرکت را به مخاطره می اندازد محافظت نموده و از این رو، سرمایه گذاران در پیش بینی بازده سهام با عدم اطمینان کمتری مواجه شده و در نتیجه، نوسان پذیری بازده سهام شرکت کاهش یابد (کورنیادی و همکاران، ۲۰۱۴).

دیگر شاخص سنجش حاکمیت شرکتی رعایت حقوق سهامداران است. اهمیت رعایت حقوق سهامداران به عنوان یکی از ساز و کارهای خارجی حاکمیت شرکتی تا آن جاست که این موضوع در بسیاری از قوانین حاکمیت شرکتی از جمله قانون سربینز و آکسلی (۲۰۰۲)، گزارش کدبری (۱۹۹۲) و گزارش های هیگز و اسمیت (۲۰۰۳) در بریتانیا، گزارش کمیته دی (۱۹۹۴) در کانادا، گزارش کاردون (۱۹۹۵) در بلژیک، مورد توجه قرار گرفته است. آجود و بن عمار (۲۰۱۰) نیز استدلال می کنند در شرکت هایی که در آن ها حقوق سهامداران بهتر رعایت می شود، به دلیل اعمال نظارت های مناسب توسط سهامداران، رفتار فرصت طلبانه و سودجویانه مدیران محدود شده و قابلیت اتکای گزارشگری مالی (به خصوص سودهای حسابداری) بهبود می یابد. در نتیجه، سرمایه گذاران می توانند به پیش بینی های باثبات تری در خصوص بازده سهام دست یابند که این به نوبه خود، موجب کاهش نوسان بازده سهام می شود.

دیگر شاخص سنجش حاکمیت شرکتی، شفافیت اطلاعاتی است. شواهد تجربی کورنیادی و همکاران (۲۰۱۴) نشان می دهد که با افزایش شفافیت اطلاعاتی شرکت ها، سرمایه گذاران در تصمیمات سرمایه گذاری خود و پیش بینی بازده سهام با ریسک اطلاعاتی و عدم اطمینان کمتری روبه رو شده که این امر سبب کاهش ریسک سیستماتیک و نوسان بازده سهام شرکت ها می گردد. به طور مشابه، کریشنا موتوری و همکاران (۲۰۰۵) نیز به این نتیجه رسیدند که شرکت های دارای شاخص کیفیت افشاء و شفافیت اطلاعاتی بالاتر، عدم تقارن اطلاعاتی کمتری را تجربه می کنند.

در ادامه لازم است شاخص ها و معیارهای حاکمیت شرکتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران و آمریکا را با هم مقایسه نموده و تفاوت های آن را بیان کنیم.

(۱) تعداد اعضای هیئت مدیره شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار بر اساس دستورالعمل جدید حاکمیت شرکتی مصوب سال ۱۳۹۷، باید از سال ۱۳۹۸ حداقل هفت نفر باشد. هر چند که عمدتاً تعداد اعضای هیئت مدیره همچنان مثل گذشته بین ۵ تا ۷ نفر می باشد. این در حالی است که تعداد اعضای هیئت مدیره شرکت های بورسی در ایالات متحده بین ۳ تا ۳۱ نفر می باشد و لذا تعداد اعضای هیئت مدیره غالباً در شرکت های آمریکایی بیشتر از شرکت های ایرانی است. از آن جا که وجود

تعداد بیشتر اعضای هیئت مدیره عمدتاً باعث نظارت بیشتر و بهتر بر عملکرد مدیریت شرکت شده و شرکت را در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری کاراً کمک می‌نمایند، می‌توان انتظار داشت که نوسان بازده سهام شرکت‌های ایرانی بیشتر از شرکت‌های آمریکایی باشد.

(۲) از ابتدای سال ۱۳۹۵ شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موظف شدند که بخش حسابرسی داخلی را در شرکت مستقر نمایند. در حالی که بورس اوراق بهادار نیویورک از سال ۲۰۰۴ شرکت‌ها را موظف به ایجاد و استقرار بخش حسابرسی داخلی نمود. لذا، استقرار اجباری بخش حسابرسی داخلی در شرکت‌ها سابقه بیشتری دارد. با توجه به اینکه در شرکت‌های دارای کنترل داخلی باکیفیت به دلیل نظارت مؤثر اعمال شده بر رفتار مدیران، توانایی مدیران در پنهان ساختن اخبار بد شرکت محدود شده که این به نوبه خود، انتشار یکباره اخبار بد به بازار و در نتیجه، ریسک سقوط قیمت سهام شرکت و نوسانات بازده سهام را کاهش می‌دهد. بنابراین، شرکت‌های بورسی در آمریکا از این حیث وضعیت بهتری داشته که به نوبه خود باعث کاهش ریسک و نوسان بازده سهام آن‌ها گردیده است.

(۳) در قوانین سازمان بورس ایران نیز همانند آمریکا، رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نمی‌تواند همزمان یک نفر باشد. علت آن این است که تمرکز قدرت منجر به سوء استفاده مدیریت از منابع شرکت شده و در این وضعیت مدیریت و یا هیئت مدیره بدون توجه به منافع دیگر ذینفعان، منافع سهامداران خارجی را نادیده گرفته و برای حفظ قدرت خود در طولانی مدت تلاش خواهند نمود. لذا به دلیل وجود ناکارآمدی مدیریت، ریسک سرمایه‌گذاری و نوسان بازده سهام در این شرکت‌ها افزایش می‌یابد.

(۴) در ایران چرخش الزامی موسسات حسابرسی می‌پردازم که به موجب دستورالعمل موسسات حسابرسی سازمان بورس و اوراق بهادار مورخ ۱۳۹۰/۱۱/۱۷ باید هر ۴ سال تعویض شوند. اما این موضوع که شریک مسئول کار موسسه حسابرسی هر چند سال عوض شود یا خود موسسه حسابرسی، موضوع روز در ایالات متحده آمریکا است (البته دلیل آن هم این است که تعداد موسسات حسابرسی در آمریکا کم‌تر بوده ولی اندازه آن‌ها بسیار بزرگ‌تر از موسسات حسابرسی ایرانی است). در ایالات متحده آمریکا چرخش شرکا حسابرسی بعد از ۷ سال صورت می‌گیرد. با توجه به اینکه با کاهش مدت تصدی‌گری حسابرس، عموماً کیفیت حسابرسی به علت حفظ استقلال و بی‌طرفی افزایش می‌یابد، کیفیت افشای اطلاعات و گزارشگری مالی شرکت‌ها افزایش یافته و لذا سهامداران بیشتر جذب آن‌ها شده و بازده مطمئن‌تری را کسب خواهند نمود. لذا در این حوزه خاص می‌توان گفت که قوانین و دستورالعمل‌های ایران بهتر و مناسب‌تر می‌باشد.

## سال مالی

سال مالی تعریف شده در کشورهای مختلف متفاوت است. مطالعات نشان داده که سال مالی تعریف شده در کشورهای مختلف می‌تواند از عوامل مؤثر در ایجاد الگوی بازدهی اثر ماهانه باشد. در پژوهش‌ها چنین استدال می‌شود که با نزدیک شدن به پایان سال سرمایه‌گذاران مایل‌اند تا سهام‌هایی با عملکرد ضعیف را به دلیل کاهش مالیات به فروش رسانند، به همین دلیل قیمت سهام به دلیل افزایش عرضه کاهش می‌یابد. با پایان یافتن سال، فشار فروش به تدریج کاهش یافته و در شروع سال جدید قیمت‌ها به سطوح تعادلی خود باز می‌گردند. در نتیجه افزایش تقاضا در نخستین ماه سال جدید موجب ایجاد بازدهی نامعقول در اولین ماه سال مالی جدید می‌شود. بنا به استدلال یاد شده پژوهش‌های مختلفی در بازار آمریکا و سایر بازارهای بین‌المللی اثر ماه‌های سال را مشاهده نمودند، که در اکثر مطالعات صورت گرفته بازدهی ماه ژانویه نسبت به سایر ماه‌های سال بیشتر بوده است.

سال مالی اکثر کشورهای دنیا مشابه آمریکا در بازه‌ی ژانویه تا دسامبر می‌باشد. این در حالی است که در قانون مالیات مستقیم ایران تعریفی از سال مالی و مالیاتی نشده است. صریح‌ترین اشاره در بند ۱۹ ماده ۸ اصلاحیه قانون تجارت با تنها با این مضمون ارائه شده است، «تعیین آغاز و پایان سال مالی شرکت در موعد تنظیم ترازنامه و حساب سود و زیان و تسلیم آن به بازرسان به مجمع عمومی سالانه» که باید صاحبان سهام در طرح اساسنامه شرکت سهامی درج کنند. بر طبق توضیحات موجود در قوانین و مقررات مربوطه، انتخاب سال مالی برای شرکت‌ها آزاد است، بدین ترتیب که هم می‌تواند یک سال شمسی انتخاب شود یا می‌تواند از هر تاریخی شروع و به سال بعد منتهی شود. طبق عادت دیرینه انتخاب سال مالی از ابتدای فروردین لغایت اسفند ماه به دلیل منطبق بودن با سال شمسی در بیشتر شرکت‌ها اتفاق افتاده است، اما تغییر آن یا انتخاب سال مالی که منطبق با سال شمسی نباشد به انتخاب سهام داران شرکت بستگی دارد. در بورس اوراق بهادار تهران بیش از ۵۰ درصد شرکت های پذیرفته شده، سال مالی منتهی به ۲۹ اسفند دارند. علاوه بر این شرکت‌ها موظف اند که حداکثر تا چهار ماه پس از اتمام سال مالی اظهارنامه مالیاتی خود را تسلیم اداره مالیات کنند. مهلت خود اظهاری برای اشخاص حقیقی از اول فروردین تا ۳۱ خرداد است، به دلیل اینکه سال مالیاتی برای اشخاص حقیقی از ابتدای فروردین تا پایان اسفند همان سال می باشد.

نرخ مالیات بر درآمد اشخاص حقیقی در ایران به صورت جدولی و تصاعدی است، اما مالیات بر درآمد شرکت‌ها ثابت است. نرخ مالیات بر درآمد شرکت‌ها به استناد ماده ۱۰۵ قانون مالیات‌های مستقیم معادل ۲۵٪ است. در این خصوص شرکت‌های بورسی تا سالی که از فهرست شرکت‌های پذیرفته شده در بورس‌ها یا بازارها حذف نشده اند از ۱۰٪ بخشودگی مالیاتی برخوردارند (ماده ۱۴۳ قانون مالیات‌های مستقیم). همچنین میانگین نرخ مالیات بهینه بر سرمایه خارجی در ایران برابر ۰٫۱۶٪ است. این نرخ در بسیاری از کشورها منجمه چین، هند، روسیه، ارمنستان، ترکیه و غیره برابر صفر است.

### نتیجه‌گیری

مطالعات بسیاری جهت بررسی کارایی بازار در بازارهای توسعه یافته صورت پذیرفته است. در حالی که همچنان شواهد علمی کافی در مورد سطح کارایی سایر بازارهای مالی وجود ندارد. بازارهای مالی نوظهور و روبه رشد مشخصه‌های منحصر به فردی دارند که بر بازدهی و نوسان پذیری بازدهی آن‌ها اثر گذارند. برای مثال، قوانین حاکم بر مؤسسات مالی و شرکت های پذیرفته شده، سیستم نرخ ارز، قوانین مالیاتی، فرهنگ، مذهب، موقعیت جغرافیایی، سیاست و غیره منجمه عواملی هستند که بر بازدهی و نوسان‌پذیری بازدهی بازارهای مالی اثر گذارند. نحوه اثرگذاری عوامل مذکور بر بی‌قاعدگی بازدهی در بازارهای نوظهور و روبه شد نسبت به بازارهای توسعه یافته متفاوت است. لذا شناسایی ویژگی‌های مذکور به درک بهتر از سطح کارایی آن بازارها کمک می‌کند. بورس اوراق بهادار تهران با داشتن ویژگی‌های منحصر به فرد از منظر اقتصادی، محدودیت‌های ساختاری، موقعیت جغرافیایی، فرهنگ، مذهب و سایر مشخصه‌های خاص این بازار فضای آزمایشگاهی مناسبی را جهت بررسی کارایی بازار و اثر عوامل مذکور بر سطح کارایی بازار فراهم می آورد.

نتایج پژوهش حاضر نشان می‌دهد که بازده بورس اوراق بهادار تهران بر حسب ریال عمدتاً کمتر از بازدهی می‌باشد که از بابت نرخ ارز (بر حسب دلار) تعدیل شده است. همچنین با افزایش نرخ ارز و نوسانات مربوط به آن، در بورس اوراق بهادار ایران نیز نوسان بازده سهام بیشتر شده است. به عبارت دیگر، هر گاه نرخ ارز افزایش یافته است به دنبال آن نوسان بازده سهام نیز افزایش پیدا کرده است. این در حالی است که در کشور آمریکا که ارزش پول ملی آن یعنی دلار از ثبات نسبی برخوردار است، نوسانات نرخ بازده سهام آن کشور نیز متعاقباً کمتر بوده و سرمایه‌گذاران آن کشور باطمینان بیشتری می‌توانند سرمایه‌گذاری نمایند. به بیان دیگر می‌توان گفت که ریسک سرمایه‌گذاری در این کشور کمتر می‌باشد.

از سوی دیگر، تفاوت های عمده تعطیلات رسمی در ایران و جهان، مربوط به تعطیلات رسمی آخر هفته می باشد. در بسیاری از کشورهای اسلامی مانند قطر، عربستان سعودی، مالزی، سوریه و غیره به منظور هماهنگی با سایر کشورهای جهان روزهای جمعه و شنبه را به عنوان تعطیلات آخر هفته در نظر گرفته اند. در حالی که در ایران روزهای پنجشنبه و جمعه روزهای تعطیل آخر هفته می باشد. در این راستا در پی نتایج بسیاری از مطالعات داخلی صورت گرفته در خصوص اثر آخر هفته نتایج تحقیق متفاوت از نتایج مطالعات جهانی است. در اکثر بررسی های بازارهای جهانی وجود اثر دوشنبه و اثر آخر هفته مشهود است، در حالی که نتایج مطالعات بازار ایران بعضاً متفاوت از سایر بازارهاست.

## منابع

- برومند، ش؛ موسوی، م.ح. و شهابی، ع. (۱۳۹۱). بررسی اثرات آزادسازی های مالی بر بازار سهام در اقتصاد ایران، فصلنامه راهبرد، ۲۱(۶۴)، ص ۷-۲۶.
- بزازان، ف؛ شیرین بخش ماسوله، ش و صفری، س. (۱۳۹۱). بررسی اثرات روزهای هفته بر بازده سهام رویکرد رگرسیون فازی گارچ بوت استرپ، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره سیزدهم.
- خوشبخت، آ و اخباری، م. (۱۳۸۶). بررسی فرآین اثرگذاری تغییرات نرخ ارز بر تورم شاخص های قیمت مصرف کننده و واردات در ایران، پژوهشنامه اقتصادی، ۲۷: ص ۵۱-۸۲.
- صالحی، م؛ عباس زاده، م. ر؛ زنگی آبادی، م و خدامرادی، ا. (۱۳۹۸). تأثیر آزادسازی مالی بر حجم سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، مجله پیوهش های اقتصاد پولی و مالی، ۲۶(۱۸)، ص ۲۷-۴۴.
- موسوی، م. ح و نعمت پور، م. (۱۳۹۰). تأثیر تعمیق بازارهای مالی بر رفتار بازار بورس اوراق بهادار ایران، فصلنامه مدل سازی اقتصادی، ۵(۴)، ص ۲۱-۳۹.
- نمازی، م؛ رئیس، ز و حسینی، م. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین شاخص راهبری شرکتی و بازده سهامداران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۶(۲۲)، ص ۲۵-۵۱.
- Agrawal, A. K. & A. Srivastav. (2010). A study of exchange rate movement and stock market volatility. International Journal of Business and Management, 5 (12): 62-73.
- Bhojraj, S & Sengupta, P. (2003). Effect of corporate government on bond rating and yields: the role of institutional investors and outside directors., The Journal of Business, 76(3), 445-475.
- Białkowski, J.J. ; Etebari, A. & Wisniewski, T. P . (2012). Fast profits: Investor sentiment and stock returns during Ramadan. Journal of Banking & Finance, 835-845.
- Białkowski, J.J. ; Etebari, A. & Wisniewski, T. P. (2012). Fast profits: Investor sentiment and stock returns during Ramadan. Journal of Banking & Finance, ۸۳۵-۸۴۵.
- Claessens, S. & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. Emerging Markets Review, 15, 1-33.
- Enowbi, B. M and Kupukile, M. (2009). How can Economic and Political Liberalization Improve Financial Development in African Countries? <http://mpr.ub.uni-muenchen.de/20651/>.
- Horng, W. J. & C. H. Chen. (2010). DCC and analysis of the exchange rate and the stock market returns' volatility: An evidence study of Thailand country. IBusiness, 2: 218-22.
- Jaziri, M. & Abdelhedi, M. (2018). Islamic occasions and investor sentiment. International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, ۱۱(۲), ۲۳-۴۵.

- Karoui, A. (2006). The correlation between foreign exchange rate volatility and stock exchange return volatility: an emerging markets. Faculty of management(ESG), University of Quebec at Montreal (UQAM), working paper from <http://www.ssrn.com>.
- Koerniadi H, Krishnamurti Ch, Touranirad, A. (2014). Corporate governance and the variability of stock returns, Internaional Journal of Managerial Finance, 10(4), 494-510.
- Laopodis, N. T.(2009). Fiscal policy and stock market efficiency: Evidence for the United States. The Quarterly Review of Economics and Finance, 49(2)- 633-650.
- Li, D., Q. N.Nguyen, P. K. Pham & S. X. Wei. (2011). Large foreign ownership and firm-level stock return volatility in emerging markets. Journal of financial and quantitative analysis, 46 (4): 1127-1155.
- Long, V, T. (2008). Empirical Analysis of Stock Return Volatility withmRegime Change Using GARCH Model: The Case of Vietnam Stock Market", <http://www.vdf.org.vn/workingpapers/vdfwp084>.
- M. Al-Ississ. (2015). The holy day effect. Journal of Behavioral and Experimental Finance, ۶۰-۸۰.
- Petursson, T. G. (2009). Does inflation targeting lead to excessive exchange rate volatility. Working paper, Central bank of Iceland and Reykjavik University, No. 43.
- Qi Li. (2002). "Market Opening and Stock Market Behavior: Taiwan's Experience", International Journal of Business and Economics, 2002, 1(1), 9-15.
- Ruan, Q. Zhang, S. Lv, D. & Lu, X. (2018). Financial liberalization and stock 44 market cross-correlation: MF-DCCA analysis based on Shanghai-Hong Kong Stock Connect. Physica A: Statistical Mechanics and its Applications, 491, 779-791.
- Seyyed, F.J. ; Abraham, A. & Al-Hajji, M. (2005). Seasonality in stock returns and volatility:The Ramadan effect. Research in International Business and Finance, 374-383.
- Walid, C, A. Chaker, O Masood & J. Fry. (2011). Stock market volatility and exchange rates in emerging countries: A Markov-State switching approach ۹Emerging Markets Review, 12: 272-292.
- Waweru, N. M. (2014). Determinants of quality corporate governance in sub-saharan Africa, Managerial Auditing Journal.

## **Comparison of the most important regulatory frameworks on companies and financial institutions in the Iranian capital market with other countries**

### ***Abstract***

The capital market has been one of the most popular fields of study in recent decades, which is considered as a measure of a country's health and economic growth. Many models and theories have been proposed for the efficiency of financial markets in developed and developing countries, but few studies have examined the characteristics of the capital markets of Iran and other countries from the perspective of regulatory frameworks. Therefore, in this study, the most important regulatory frameworks on companies and financial institutions in the Iranian capital market with other countries will be reviewed and compared. The results of the studies show that the return of Tehran Stock Exchange in Rials is mainly lower than the return, which has been adjusted in terms of exchange rate (in dollars). Also, with the increase of the exchange rate and its related fluctuations, the fluctuation of stock returns has increased in the Iranian Stock Exchange. In other words, whenever the exchange rate rises, stock fluctuations follow. However, in the United States, where the value of the national currency, the dollar, is relatively stable, stock market fluctuations have subsequently been lower. Also, in most global market studies, the presence of Monday and weekend effects is evident, while the results of Iranian market studies are sometimes different from other markets.

### **Keywords:**

Regulatory framework, financial institution, capital market.