

# **Analysis of Stock Market management with a good governance approach in Iran**

## **Gholamreza Tajbakhsh**

Associate Professor and faculty member of social Sciences, Ayatollah Borujerdi University, Borujerd, Iran.

Tajbakhsh@abru.ac.ir

## **Mohammad Hossein Karim**

Full Professor and faculty member of Economics, Kharazmi University, Tehran, Iran.

karim@khu.ac.ir

## **Hossein Amiri**

Associate Professor and faculty member of Economics, Kharazmi University, Tehran, Iran (Corresponding author).

h.amiri@khu.ac.ir

## **Abstract**

The capital market, as the pulse of the country's economy, has faced a sharp decline in the index since August 2020 and has created many challenges. The present study uses the theory of good governance to answer the basic question of what is the governance of the capital market in Iran and what are the problems and harms? Using purposeful and theoretical sampling method, 23 capital market actors were interviewed. The study method of this research is qualitative and examines the subject with a grounded theory approach. Data were collected through in-depth interviews. After conducting the interviews, data analysis was performed based on the three steps of open, axial and selective coding.

The results showed that the bank-oriented economy and the lack of centrality of the capital market, the normalization of index decline, incoherence between the institutions in charge of the capital market and legal gaps and inadequacies are among the causes of stock market collapse. Lack of institutional support and lack of equity culture are the contexts of this decline. Media propaganda, political developments and comments, and price bubbles are among the intervening conditions in this matter. The main strategies used, disruptive and mass behavior and organizational decisions were identified. Endangering national security, social distrust and feelings of financial insecurity are the consequences of this rule.

The decline of the stock market index and the outflow of liquidity from it indicate that the capital market needs to monitor transactions, transparency and efficiency, and with the expansion of good governance can make a significant contribution to raising the capital market and rebuilding trust and continuing liquidity to the stock market.

**Keywords:** governance, Stock Market, Grounded Theory.

**JEL Classification:** G10, E02

# واکاوی مدیریت بورس و اوراق بهادار با رویکرد حکمرانی خوب در ایران

## غلامرضا تاجبخش

دانشیار و عضو هیات علمی گروه علوم اجتماعی، دانشگاه آیتالله بروجردی (ره)، لرستان، بروجرد، ایران.  
Tajbakhsh@abru.ac.ir

## محمدحسین کریم

استاد تمام و عضو هیات علمی دانشکده اقتصاد، دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران. karim@khu.ac.ir

## حسین امیری

دانشیار و عضو هیات علمی دانشکده اقتصاد، دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول).  
h.amiri@khu.ac.ir

## چکیده

بازار بورس و اوراق بهادار بعنوان نبض اقتصاد کشور از مردادماه ۱۳۹۹ همراه با افت شدید شاخص روبرو شد و چالش‌های زیادی را ایجاد نمود. پژوهش حاضر با استفاده از نظریه حکمرانی مطلوب در پی پاسخگویی به این پرسش اساسی است که حکمرانی بازار بورس در ایران چگونه بوده و دارای چه مسائلی و آسیب‌هایی می‌باشد؟ با استفاده از روش نمونه‌گیری هدفمند و نظری با ۲۳ نفر از کنشگران بازار سرمایه مصاحبه شد. روش مطالعه این پژوهش کیفی بوده و با رویکرد تئوری زمینیه‌ای به بررسی موضوع می‌پردازد. داده‌ها از طریق مصاحبه عمیق گردآوری شده است. پس از پیاده‌سازی مصاحبه‌ها، تحلیل داده‌ها بر اساس مراحل سه‌گانه کدگذاری باز، محوری و گزینشی صورت گرفت. یافته‌های حاصل نشان داد که اقتصاد بانک محور و محوری نبودن بازار سرمایه، عادی‌انگاری افت شاخص، عدم انسجام در بین دستگاه‌های متولی بازار بورس و خلاءها و نارسایی‌های قانونی از جمله شرایط علی ریزش بورس به شمار می‌روند. فقدان حمایت نهادی و فقدان فرهنگ سهامداری بعنوان بسترهای این نزول هستند. تبلیغات رسانه‌ای، تحولات و اظهارنظرهای سیاسی و حباب‌های قیمتی از شرایط مداخله‌گر در این امر محسوب می‌شوند. راهبردهای اصلی مورد استفاده، رفتار توده‌وار و تصمیمات سازمانی شناسایی شد. به مخاطره افتادن امنیت ملی، بی‌اعتمادی اجتماعی و احساس ناامنی مالی از پیامدهای این حکمرانی محسوب می‌شوند. نتیجه‌گیری کلی پژوهش حاضر آن است که نزول شاخص بورس و خروج نقدینگی از آن نشانگر این است که بازار بورس نیازمند نظارت بر معاملات، شفافیت و کارایی دارد و با بسط حکمرانی مطلوب می‌توان سهم بسزایی در اعتدالی بازار سرمایه و اعتمادسازی مجدد و تدوام ورود نقدینگی به بورس را داشت.

**کلیدواژه‌ها:** حکمرانی، بورس و اوراق بهادار، داده بنیاد.

## طبقه‌بندی JEL: G10, E02

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۶/۲۳ تاریخ بازبینی: ۱۴۰۱/۰۳/۳۱ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۴/۱۱

فصلنامه راهبرد اقتصادی، سال ۱۱، شماره ۲، پیاپی ۴۱، شهریور ۱۴۰۱، صص ۶۵-۹۲

## مقدمه

بازارهای سرمایه، پول، کالا و کسب و کار، چهار رکن اصلی اقتصاد کلان محسوب می‌شوند. بازارهای سرمایه و پول بخش مالی و بازارهای کالا و کسب و کار بخش واقعی اقتصاد را تشکیل می‌دهند. بازارهای پول و سرمایه واسطه وجوه بین پس‌انداز کنندگان و وام‌گیرندگان یا سرمایه‌گذاران می‌باشند. بنابراین در بخش مالی اقتصاد هزینه تأمین وجوه سرمایه‌گذاری تعیین می‌شود در حالی که در بخش واقعی اقتصاد، کالا و خدمات نیروی کار معامله شده و قیمت کالاها و خدمات و دستمزد نیروی کار مشخص می‌گردد. (انتظاریان، ۱۳۹۳، ۲۵). دستیابی به رشد بلندمدت و مداوم اقتصادی، نیازمند تجهیز و تخصیص بهینه و مطلوب منابع در سطح اقتصاد ملی است و این مهم بدون کمک گرفتن از بازارهای مالی، به‌ویژه بازار سرمایه گسترده و کارآمد امکان‌پذیر نیست. در یک اقتصاد سالم و پویا، وجود سیستم مالی کارآمد در توزیع مناسب سرمایه و منابع مالی نقش اساسی دارد. معمولاً بازارهای مالی را به‌عنوان سیستمی مرکب از افراد و مؤسسات، ابزار و رویه‌هایی که پس‌انداز کنندگان و وام‌گیرندگان را در یکجا جمع می‌کند، تعریف می‌نمایند (یحیی زاده فر و همکاران، ۱۳۸۹، ۳۴).

بازار سرمایه به‌عنوان دماسنج اقتصادی جامعه با به جریان انداختن سرمایه‌ها و تخصیص بهینه و مطلوب منابع، از ارکان مهم اقتصادی از جایگاه ویژه‌ای برخوردار بوده که در این میان، توجه به بورس اوراق بهادار به‌عنوان اساسی‌ترین بخش بازار سرمایه که وظیفه، جذب و هدایت پس‌اندازها و نقدینگی سرگردان و پراکنده مردم به مسیرهای بهینه و مطلوب و سوق دادن آن به طرف سرمایه‌گذاری مؤثر است از موضوعات اساسی پیشبرد برنامه‌های توسعه اقتصادی محسوب می‌شود.

واکاوی جایگاه بازار سرمایه در محتوای برنامه‌های توسعه‌ای اجرا شده (اول تا ششم) کشور، بیانگر نقش شگرف و بی‌بدیل این بازار به‌عنوان بستر مناسب و مطلوب برای سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و مشارکت مردمی در مسیر توسعه اقتصادی کشور است. با توجه به ضرورت تداوم و استمرار واگذاری شرکت‌های دولتی مشمول اصل ۴۴ قانون اساسی، بازار سرمایه وظیفه سنگینی برای اجرای پروژه فرآیند خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی بر عهده دارد. در سامانه جامع

اطلاعات مشتریان (سجام) تا قبل از سال ۱۳۹۸، ۱۱ میلیون کد بورسی وجود داشت که در سال ۱۳۹۹ با صدور ۲۷ میلیون کد بورسی جدید این رقم به ۳۸ میلیون کد بورسی رسید و بازار سرمایه رشد ۱۵۰ درصدی را تجربه نمود. این رشد تحت تأثیر عواملی همچون افزایش قیمت نفت و تأثیر آن روی محصولات پتروشیمی، افزایش نرخ دلار، انتظارات تورمی و نظایر آن قرار گرفت اما بیش از همه این رشد نمایانگر این است که نقدینگی سرگردانی که در سطح اقتصاد کلان کشور وجود دارد، در بازار سرمایه مطلوبیت پیدا کرده و عمده آن جذب این بازار شده است.

در دنیای مالی و اقتصاد، سهم بالای بازار سرمایه از تولید ناخالص ملی نشانگر توسعه یافتگی بازار سرمایه و کارایی بازار نشانگر کارایی اقتصاد می‌باشد. البته ناگفته پیداست کارایی بازار سرمایه و مشارکت مردم در این بازار، علت و معلول یکدیگر می‌باشند. چراکه بازار کارا موجب تشویق مردم به حضور و مشارکت در این بازار شده و حجم بالای مشارکت مردم نیز موجب کارایی بازار سرمایه خواهد شد (حسن نژاد و شمس، ۱۳۹۴، ۷۹). حضور و مشارکت گسترده تقریباً ۵۰ درصدی مردم کشور در بازار سرمایه، اگرچه می‌توانست نشانگر توسعه یافتگی اقتصاد کشور قلمداد شود اما نزول شاخص بازار سرمایه در مردادماه ۹۹ به بعد متأثر از تحولات مختلف باعث معکوس شدن روند صعودی شاخص و خروج نقدینگی از این بازار و گرایش به بازارهای دیگر نظیر مسکن، طلا، ارز، خودرو و امثال آن شد.

در این پژوهش افت شدید شاخص بورس به‌عنوان یک مسئله اجتماعی در نظر گرفته شده است. از منظر جامعه‌شناسی مسئله اجتماعی با شاخص‌هایی نظیر قانونمند بودن، مشکل‌زا، شایع و قابل تغییر بودن، منشأ اجتماعی داشتن، قضاوت اکثریت مردم مبنی بر مسئله بودن آن، واقعی بودن و غیره مشخص می‌شود.

بر این مبنای ریزش بی‌سابقه بورس در سال ۹۹ صرفاً مسئله اقتصادی نبوده و می‌توان آن را به‌عنوان مسئله اجتماعی در نظر گرفت چراکه بخش قابل توجهی از جامعه از این بازار متضرر شدند و از این رو آن را وضعیت نامطلوب و ناخوشایند دانسته که تأثیر منفی بر موجودیت فردی و اجتماعی دارد.

نظر به اهمیت وافر بازار سرمایه برای اقتصاد کشور و علیرغم مشارکت بی‌سابقه مردم به‌ویژه اقشار متوسط و پایین جامعه جهت سرمایه‌گذاری در این بازار، متأسفانه حکمرانی مطلوبی در این زمینه اتفاق نیفتاد و چالش‌ها و معضلات فراوانی را ایجاد نمود که درخور توجه و تعمق است که باید در تحقیقات پهنانگر و ژرفانگر به آن پرداخته شود.

از این رو تحلیل داده بنیاد با رویکرد جامعه‌شناختی در این حوزه انجام نگرفته و یا نتایج آن منتشر نشده است و با توجه به گستردگی ابعاد و پیامدهای افت شاخص بورس بر کنشگران فعال در این بازار به‌ویژه اقشار متوسط و پائین جامعه در نقاط مختلف کشور بر این مبنا پژوهش حاضر با نگاهی جامعه‌شناختی در پی بسترها، زمینه‌ها، علل، راهبردها و پیامدهای حکمرانی بازار بورس و اوراق بهادار از منظر کنشگران فعال در سطوح سهام‌داران با سرمایه‌های خرد و کلان که حداقل یک سال در بازار سرمایه حضور داشته‌اند و همچنین تعدادی از اساتید دانشگاه در رشته‌های مدیریت مالی و اقتصاد و با بهره‌گیری از روش‌شناسی کیفی (داده بنیاد) می‌باشد.

سوالات اساسی در تحقیق حاضر عبارت‌اند از: حکمرانی بایستی دارای چه الزاماتی باشد تا منجر به ارتقای سطح هماهنگی‌ها و انسجام بین کنشگران بازار سرمایه شود؟ و از این منظر حکمرانی بازار سرمایه در ایران دارای چه مسائل و آسیب‌هایی می‌باشد؟ علل و زمینه‌های ریزش بازار سرمایه از منظر کنشگران این بازار کدام‌اند؟ این کنشگران برای مواجهه با این افت شاخص چه استراتژی‌هایی را به کار می‌گیرند؟ نزول شاخص بورس دارای چه پیامدهای می‌باشد؟

مقاله حاضر شامل پنج بخش اصلی مقدمه (بیان مسئله، ادبیات موضوع، پیشینه تجربی)، روش‌شناسی تحقیق، یافته‌های پژوهش و بحث و نتیجه‌گیری است.

## ۱. ادبیات موضوع

نظریه حکمرانی از مباحث مهم در حوزه‌های علوم سیاسی، اقتصاد، مدیریت، حقوق و جامعه‌شناسی محسوب می‌گردد.

مفهوم دولت و حکمرانی، از قرن شانزدهم میلادی در ادبیات حوزه اندیشه وارد شد. در نظریه‌های آن دوره ورود دولت به اعمال و وظایف قهری، امری طبیعی تلقی گردید و اندازه دولت آن اندازه‌ای در نظر گرفته شد که متناسب با اصل آزادی عمل در کسب و کار باشد. از آن دوران تاکنون، نظریه‌های دولت دستخوش دگرگونی و فراز و نشیب‌های زیادی شد به نحوی که ساختارهای مدیریتی دولت‌ها بر اساس نوع نظریه‌های مورد پذیرش تحولات ویژه‌ای را تجربه کرده‌اند. بر این اساس در دهه اخیر واژه نظریه حکمرانی خوب یا مطلوب، اندیشه‌های اقتصادی، سیاسی و مدیریت دولتی را فرا گرفته است (میدری، ۱۳۸۳، ۲۳).

«حکمرانی را می‌توان «نفوذ هدایت شده در فرایندهای اجتماعی» تعریف کرد که مکانیسم‌های مختلفی در آن درگیر هستند. برخی از این مکانیسم‌ها بسیار

پیچیده‌اند و فقط از بازیگران بخش دولتی سرچشمه نمی‌گیرند. ارائه تعریفی از حکمرانی، چالشی ظریف و پیچیده است. حکمرانی موضوعی است درباره نحوه تعامل دولت‌ها و سایر سازمان‌های اجتماعی با یکدیگر، نحوه ارتباط این‌ها با شهروندان و نحوه اتخاذ تصمیمات در جهانی پیچیده. حکمرانی در سطوح مختلفی نظیر فراملی، ملی، سازمانی و جوامع محلی مورد استفاده قرار می‌گیرد. چهار بخش مهم و اساسی جامعه که می‌توانند هر یک به نوبه خود در انجام امور انجام وظیفه نمایند عبارت‌اند از: کسب و کار، مؤسسات جامعه مدنی، دولت و رسانه که این‌ها در حوزه حکمرانی مورد بررسی هستند» (محمودی و آرش پور، ۱۳۹۷، ۲۱۷).

نظریه حکمرانی مطلوب که با شاخص‌هایی همچون مشارکت، شفافیت، پاسخگویی اثربخشی و کارایی و حاکمیت قانون تعریف می‌شود، الگویی برای توسعه پایدار انسانی با ساز و کار تعامل عملی بین سه بخش عمده جامعه: دولت، بخش خصوصی و جامعه مدنی است. این الگو به دنبال توانمندسازی نهادهای مدنی و بخش خصوصی و تأکید به نقش حداقلی دولت می‌باشد. در این راستا بر رفتار تعاملی این سه بخش تأکید می‌شود و معتقد است دولت به جای تصدی‌گری باید نقش هماهنگ کننده و تنظیم‌گر خود را تقویت نماید (قلی پور، ۱۳۸۲، ۴۵). موضوع حکمرانی خوب به لحاظ آسیب‌پذیری نظام‌های سیاسی و تضعیف اجرایی شدن شاخص‌هایی که مؤید اصل مهم حاکمیت مردمی و حکومت خوب و پاسخگو گردیده، از دهه ۱۹۸۰ به بعد در ادبیات توسعه مطرح شد.

حکمرانی به دلیل عدم اعتماد به مدیریت توسط دولت شکل گرفته است، چراکه جمع زیادی از مردم از توانایی دولت برای رفع مشکل اجتماعی ناامید شده و این امر باعث تجدیدنظر در نظریه‌های سنتی مدیریت دولتی گشته است. بر این مبنا مدیریت دولتی که در گذشته به‌عنوان یک ابزار قوی برای حل مشکلات اجتماعی فرض می‌شد، با بحران هویت مواجه شده است (Haque, 1996). عموماً حکمرانی به تغییرات در نقش ساختار و فرآیند عملیات دولت یا روش‌های حل مشکلات اجتماعی اشاره دارد (Heinrich & Lynn, 2000).

با توجه به نظریات ذکر شده در این پژوهش می‌توان این جمع‌بندی را داشت که حکمرانی مؤثر و مطلوب نهادهای قانونی و ناظر بر بازار سرمایه در حوزه‌های شفافیت، مشارکت، پاسخگویی، مسئولیت، حاکمیت قانون و انعطاف‌پذیری سازمان بورس از ملزومات رشد و شکوفایی پایدار کمی و کیفی بازار سرمایه است. در بررسی ادبیات تجربی به برخی مطالعات انجام شده که به‌طور مستقیم یا غیر مستقیم با موضوع مرتبط می‌باشد به‌اختصار اشاره می‌شود.

## ۱-۱. پیشینه تجربی داخلی

یافته‌های تحقیق پورحسینی حصار و همکاران (۱۴۰۰) که به روش کتابخانه‌ای انجام گرفت نشان داد بین شاخص‌های حکمرانی خوب و سطح ارتکاب جرائم رابطه وجود دارد.

نورانی آزاد و همکاران (۱۴۰۰) پژوهشی با عنوان شیوه حکمرانی بر اجتناب مالیاتی شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران با روش توصیفی و با حجم نمونه ۱۰۰ بنگاه تولیدی انجام دادند. نتایج تأثیر شیوه حکمرانی مؤید آن است که سرمایه‌گذاران نهادی به دلیل نفع مالی حاصل از سرمایه‌گذاری و دستیابی به قدرت بازاری، انگیزه نظارت بالاتر بر فعالیت مدیران برای کاهش هزینه‌های نمایندگی خواهند داشت.

پورحسن و یعقوبی (۱۴۰۰) در پژوهش خود با عنوان ارزیابی وضعیت مؤلفه‌های ساختاری حکمرانی خوب در آموزش عالی که با روش توصیفی-پیمایشی انجام گرفت نشان دادند که مؤلفه‌های ساختاری حکمرانی خوب (شامل شفافیت، پاسخگویی، رهبری و مدیریت، کارایی و اثربخشی، مسئولیت‌پذیری، کنترل و نظارت و اهداف و مأموریت) در دانشگاه سیستان و بلوچستان از وضعیت مطلوبی برخوردار نمی‌باشد.

میر و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهش خود با عنوان تأثیر حکمرانی خوب بر رقابت‌پذیری در بورس اوراق بهادار تهران که با روش کتابخانه‌ای انجام گرفت نشان داد که حکمرانی خوب می‌تواند بر رقابت‌پذیری، تأثیر مثبت و معنی‌داری داشته باشد.

رحیمی پور و همکاران (۱۳۹۹) پژوهشی را با عنوان اثر اندازه دولت بر بازدهی و قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران با روش کتابخانه‌ای انجام دادند. نتایج بیانگر آن است که هر چه اندازه دولت در ایران بیشتر باشد، بازدهی سهام نیز افزایش می‌یابد.

نتایج تحقیق پورحسن و همکاران (۱۳۹۹) که با روش فرا ترکیب انجام گرفت بیانگر آن است که بالا بردن آگاهی‌های عمومی و هماهنگی بین ذینفعان دارای بیشترین ضریب تأثیر در بین ابعاد حکمرانی خوب هستند.

تاج‌بخش و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهش خود تحت عنوان حکمرانی پاندمی کرونا در ایران که با روش تحلیل داده بنیاد انجام گرفت نشان دادند که نگاه ژرف‌انگر به موضوع کرونا و بحران‌های مربوط به آن نشانگر این است که بیشتر مشکلات این حوزه ناشی از سیاست‌گذاری غیراصولی، شتاب‌زده، سوء مدیریت و جامعه‌پذیری ناقص است که با بسط حکمرانی خوب می‌توان سهم بسزایی در پیشگیری و کاهش

این بیماری داشت.

میر سپاسی و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهش خود با عنوان ارائه مدل حکمرانی در آموزش عالی که با روش تحلیل مضمون انجام گرفت نشان داد که مدل نهایی حکمرانی آموزش عالی شامل شش عامل کارایی سیاسی-اجتماعی؛ کارایی اقتصادی؛ کارایی اداری؛ اثربخشی سیاسی-اجتماعی؛ اثربخشی اقتصادی و اثربخشی اداری است.

مرادی و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهش خود به روش توصیفی و با عنوان تأثیر شاخص‌های حکمرانی خوب بر کنترل فساد نشان داد که حکمرانی خوب از شش شاخص کنترل فساد، کارایی و اثربخشی دولت، ثبات سیاسی، کیفیت قوانین و مقررات، حاکمیت قانون و حق اظهارنظر و پاسخگویی تشکیل شده است.

درخشان و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهش خود با عنوان آسیب‌شناسی مؤلفه‌های حکمرانی خوب (پاسخگویی و عدالت و انصاف) در سازمان جهاد کشاورزی استان مرکزی که با روش توصیفی-پیمایشی انجام گرفت نشان داد که در مؤلفه‌های ذکر شده بین وضع موجود و وضع مطلوب فاصله وجود دارد.

## ۲-۱. پیشینه تجربی خارجی

بادی و امبی<sup>۱</sup> (۲۰۱۹) با بررسی ۲۳ کشور نشان دادند که شاخص‌های حق اظهار و پاسخگویی، شاخص ثبات سیاسی، شاخص اثربخشی دولت برای تأمین نیازهای جامعه، شاخص کیفیت قوانین و مقررات و... تأثیر قابل توجهی بر عملکرد بازار سهام در کشورهای مورد مطالعه داشته است.

عزیز<sup>۲</sup> (۲۰۱۸) با بررسی ۱۶ کشور عربی نشان داد که متغیرهای کیفیت نهادی از آزادی اقتصادی، سهولت انجام تجارت و راهنمای ریسک بین‌المللی کشورها تأثیر مثبت و معناداری در جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر اقتصادهای عربی دارند.

هیوانگ و هو<sup>۳</sup> (۲۰۱۸) در پژوهش خود با عنوان حکمرانی، رقابت‌پذیری و رشد اقتصادی که با روش کتابخانه‌ای انجام گرفت نشان دادند که بین حکمرانی دولت، به‌ویژه کارآمدی دولت و قانون و رشد اقتصادی و رقابت‌پذیری، رابطه معناداری وجود دارد.

کوبی و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۸) با استفاده از داده‌های ۴۴ کشور نشان دادند که

1. Boadi & Amerbe

2. Aziz

3. Huang & Ho

4. Kwabi et al.



قوانین سخت گیرانه خرید و فروش سهام در تعامل با کیفیت نهادی و اختصاص سهام خارجی به منظور کاهش هزینه‌های سرمایه در سطح کشور در ارتباط هستند. یافته‌های تحقیق آناهاب<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) بیانگر شفافیت، همسوسازی منافع ذینفعان، استفاده از پیشنهادات حداکثری در تصمیم‌گیری‌ها و برنامه‌ریزی‌ها، تدوین قوانین و دستورالعمل‌های مناسب و غیره در مدل حکمرانی بورس هند وجود دارند.

دولت کانادا به منظور توسعه بازار سرمایه و حکمرانی بهتر این بازار چهار طرح زیربنایی زیر را در این کشور به اجرا گذاشت: افزایش کارایی نظارتی، تقویت یکپارچگی بازار، ایجاد فرصت بیشتر برای مشاغل و سرمایه‌گذاران و بهبود اطلاعات سرمایه‌گذاران (ministry of finances, Canada, 2017).

مدیریت عالی بازار سرمایه در ایالات متحده آمریکا توسط دو نهاد کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) و کمیسیون معاملات آتی کالا (CFTC) و همچنین سازمان‌های خودانتظام نظیر سازمان تنظیم مقررات صنعت مالی (FINRA)، هیئت مدیره اوراق بهادار شهرداری (MSRB) و انجمن ملی آتی (NFA) صورت می‌گیرد. دولت آمریکا به منظور حکمرانی و تقویت بازار سرمایه برنامه‌هایی را به اجرا گذاشته است نظیر ارتقای دسترسی به سرمایه برای انواع شرکت‌ها، از جمله شرکت‌های کوچک و در حال رشد؛ تقویت بازارهای ثانویه قوی سهام و بدهی، تنظیم مناسب مقررات مربوط به محصولات اوراق بهادار برای تشویق وام و ریسک انتقال؛ تنظیم مجدد مقررات مشتقات برای ارتقا کارایی بازار و ریسک مؤثر تخفیف؛ اطمینان از مدیریت صحیح ریسک برای شرکت‌ها و سایر تأسیسات بازار مالی به دلیل نقش حیاتی آن‌ها در سیستم مالی و مدرن‌سازی ساختار و فرایندهای نظارتی بازار سرمایه ایالات متحده (Department of the treasury, 2018).

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری از پیشینه‌های داخلی و خارجی ذکر شده در مقاله حاضر حکایت از فقدان پژوهشی مستقل و مستقیم مرتبط با اهداف، روش و ساختار این تحقیق دارد.

## ۲. روش‌شناسی پژوهش

هدف عمده‌ی روش کیفی که روش اصلی پژوهش حاضر است، ارائه «توصیف ضخیم» از واقعیت مورد بررسی است؛ اما دستیابی به توصیف ضخیم نیازمند فنون و ابزارهایی است که به کمک آن بتوان داده‌های گردآوری شده را سازمان‌دهی و

تنظیم کرد و به ارائه نظریه مبتنی بر واقعیت و داده‌ها دست یافت. بر این مبنا روش مطالعه این پژوهش کیفی بوده و با رویکرد نظریه‌ی زمینه‌ای یا نظریه داده بنیاد درصدد است به واکاوی مدیریت بازار بورس و اوراق بهادار در ایران بپردازد. نظریه‌ی زمینه‌ای به مثابه یکی از شیوه‌های اجرای تحقیق کیفی، نوعی طرح تحقیق کیفی به شمار می‌آید. نظریه‌ی زمینه‌ای همانند رویکرد پدیدارشناسی، بر معانی‌ای که یک تجربه برای شماری از افراد دارد تأکید می‌کند، اما قصد آن فراتر رفتن از این توصیف و ساخت یا کشف یک نظریه - یک شمای تحلیلی انتزاعی از یک فرایند یا کنش و تعامل - می‌باشد

با استفاده از نمونه‌گیری هدفمند پس از مصاحبه با ۲۳ نفر از فعالان و کنشگران بازار سرمایه که بیش از یک سال در بورس حضور دارند به اشباع نظری رسید. علت انتخاب نمونه‌ها به دلیل درگیر بودن آن‌ها چه به لحاظ نظری و چه به لحاظ تجربی و کاری با بازار سرمایه است. در پژوهش حاضر جهت گردآوری داده‌ها از مصاحبه عمیق استفاده شد. فرآیند مصاحبه در این پژوهش با محوریت سؤال‌هایی همچون مشخصات و ویژگی‌های فردی نظیر سن، تحصیلات و... آغاز شد و سپس سؤال‌های محوری در مورد بازار سرمایه پرسیده شد. پس از پیاده‌سازی مصاحبه‌ها، داده‌ها طبقه‌بندی و منظم شدند. داده‌های مصاحبه‌ای و متنی که برای تولید نظریه زمینه‌ای از آنها استفاده می‌شود کدبندی شدند. مرحله اول در تجزیه و تحلیل داده‌ها کدگذاری باز است که در آن عبارتهای کلیدی مصاحبه‌ها توسط پژوهشگران کدگذاری شدند در مرحله دوم که کدگذاری محوری است کدهایی که از نظر ماهیت و معنا مشابه بودند در یک طبقه جای گرفتند و در نهایت در مرحله‌ی کدگذاری گزینشی ارتباط بین طبقات در مرحله کدگذاری باز و محوری منجر به تشکیل طبقه‌ی اصلی شد.

پژوهشگر جهت اعتباریابی علمی یافته‌های پژوهشی، از الگوی اعتباریابی گوبا و لینکلن<sup>۱</sup> (۱۹۹۴) استفاده می‌کنند که طی آن ۴ موضوع اساسی مد نظر قرار می‌گیرد: تأیید پذیری، اطمینان پذیری، باور پذیری، انتقال پذیری.

در پژوهش حاضر از مجموع ۲۳ نفر مصاحبه شونده، ۱۷ نفر از شرکت کنندگان مطالعه مرد و ۶ نفر زن بودند، کم سن‌ترین فرد مشارکت کننده ۲۳ سال و مسن‌ترین فرد در مصاحبه ۵۰ سال دارد. از نظر میزان تحصیلات ۱۱ نفر از آنها

دارای تحصیلات ارشد و بالاتر، ۸ نفر دارای تحصیلات کاردانی و کارشناسی و ۴ نفر آنها دیپلم هستند. ۱۱ نفر از این شرکت کنندگان بین ۱ تا ۳ سال و ۱۳ نفر بیش از ۳ سال در بازار بورس حضور دارند. از بین شرکت کنندگان ۴ نفر شاغل در کارگزاری، ۱۶ نفر سرمایه‌گذار حقیقی و ۳ نفر سرمایه‌گذار حقوقی بودند.

### ۳. یافته‌های پژوهش

در کدگذاری باز، مقوله‌ها و مضامین اصلی پیرامون پدیده مورد مطالعه شناسایی می‌شوند. در کدگذاری محوری، مقوله‌ها به‌طور نظام‌مند بهبودیافته و با زیر مقوله‌ها پیوند داده می‌شوند. در نهایت از طریق، کدگذاری گزینشی، الگوی پارادایمی پژوهش ارائه می‌شود در جهت پاسخگویی به پرسش اصلی پژوهش مبنی بر اینکه مؤلفه‌های مدیریت بازار بورس و اوراق بهادار کدام‌اند؟ یافته‌های مستخرج از مصاحبه‌ها در قالب شش عنصر کلیدی (شرایط علی، شرایط زمینه‌ای، شرایط مداخله‌گر، مقوله اصلی، راهبردها و پیامدهای حکمرانی) دسته‌بندی شده‌اند که به شرح ذیل می‌باشند:

#### ۳-۱. شرایط علی

شرایط سبب‌ساز یا علی به آن دسته از رویدادها و وقایعی اطلاق می‌شود که عامل به وجود آورنده حکمرانی بازار سرمایه است. در این مقاله شرایط علی را می‌توان اقتصاد بانک محور و محوری نبودن بازار سرمایه، عادی انگاری افت شاخص، عدم انسجام در بین دستگاه‌های متولی بازار سرمایه و خلأها و نارسایی‌های قانونی دانست.

#### ۳-۲. اقتصاد بانک محور و محوری نبودن بازار سرمایه

نظام مالی در کشورها بر یکی از دو محور بازار پول و سرمایه قرار دارد. در کشورهای توسعه‌یافته، بازار سرمایه در کانون ساختار مالی قرار دارد و نظام مالی مبتنی بر اوراق بهادار در این کشورها غالب می‌باشد. در مقابل در بیشتر کشورهای در حال توسعه بازار پول، محور تأمین مالی است. در چنین نظام‌هایی بانک‌ها همچون سازمان‌هایی فراگیر عمل می‌کنند و شرکت‌ها برای تأمین نیازهای خود تا حد زیادی به نظام بانکی وابسته‌اند. در ایران نیز مانند اغلب کشورهای در حال توسعه بازار پول محور نظام مالی است و متأسفانه بورس اوراق بهادار در کشور ما (به‌عنوان تنها نهاد بازار سرمایه در ایران)، با وجود اینکه از یک پیشینه ۴۵ ساله برخوردار است، هنوز جایگاه اصلی خود را در اقتصاد ایران پیدا نکرده است (عنایت، ۱۳۹۰، ۱۳۹).

تعامل سازنده بازار پول و بازار سرمایه نشانگر توسعه‌یافتگی این دو نظام می‌باشد که لازم و ملزوم یکدیگرند به نحوی که کشورهایی که در آنها بازارهای سهام به خوبی توسعه یافته است، سایر واسطه‌های مالی نیز توسعه یافتگی بالایی دارند و این بیانگر نقش تأثیرگذار بازار سرمایه در تأمین مالی اقتصاد است. بانک محور یا بازار سرمایه محور بودن نظام تأمین مالی منتج از شرایط اقتصادی جامعه است و به‌نوعی معلول شیوه‌ها و ابزارهای تأمین مالی است. به‌طور معمول در هر اقتصادی، نخست بانک محور بودن ملاک قرار گرفته؛ اما با پیشرفت ابزارهای مالی، سهم بازار سرمایه نیز از میزان تأمین مالی به‌خصوص در بنگاه‌های بزرگ افزایش یافته است. بر این مبنا نظام تأمین مالی کارا و اثربخش در کشور می‌تواند زمینه لازم برای تولید و سرمایه‌گذاری را فراهم آورد و یکی از چالش‌های اقتصاد کشور عدم توسعه یافتگی نظام تأمین مالی و وابستگی بیش از حد به نظام بانکی است و گذار از اقتصاد بانک محور به اقتصاد بازار محور ضروری است.

«نه تنها باید نقش بازار سرمایه در تأمین مالی بنگاه‌های بزرگ اقتصادی پر رنگ تر بشه بلکه به‌منظور جذب بیشتر منابع مالی خرد باید افزایش شفافیت در بازار سرمایه صورت بگیره، بازار سرمایه نسبت به نظام بانکی هنوز نتوانسته آن‌طور که باید در تأمین مالی بخش اقتصاد موفق عمل کند البته اصلاح ساختار تأمین مالی اقتصاد از الزامات تغییر در رویکرد سیاست‌گذار مالی دولت است» (مصاحبه شونده شماره ۷).

### ۳-۳. عادی‌انگاری افت شاخص بورس

تغییرات قیمت سهام به دو صورت سقوط و جهش قیمت سهام رخ می‌دهد و با توجه به اهمیتی که سرمایه‌گذاران برای بازده سهام خود قائل هستند، پدیده سقوط قیمت سهام که منجر به کاهش شدید بازده می‌شود در مقایسه با جهش بیشتر مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است (عطاآبادی و همکاران، ۱۳۹۸، ۹).

ریزش قیمت سهام به‌عنوان پدیده‌ای که در آن تجدیدنظری دفعی، ناگهانی و منفی در انتظارات سهامداران و سرمایه‌گذاران در مورد سهام یک شرکت یا بنگاه اقتصادی رخ می‌دهد بسیار حائز اهمیت می‌باشد چراکه پدیده ریزش قیمت سهام منجر به کاهش شدید بازده می‌شود. تعریف سقوط قیمت سهام دارای سه ویژگی مشخص است:

۱. سقوط قیمت سهام یک تغییر بااهمیت و غیر معمول در قیمت سهام است که

بدون وقوع یک حادثه مهم اقتصادی رخ می‌دهد.

۲. این تغییرات بااهمیت به‌صورت منفی هستند.

۳. سقوط قیمت سهام یک پدیده واگیردار در سطح بازار است. بدین معنی که کاهش قیمت سهام تنها به یک سهام خاص منحصر نمی‌شود، بلکه تمام انواع سهام موجود در بازار را شامل می‌شود (chen, 2003, 211).

بر اساس تئوری‌های اقتصادی هر رشدی با اصلاح و ریزش مواجه می‌شود و بورس اوراق بهادار هم از این قاعده پیروی می‌نماید و افزایش پیاپی نماگر بازار سهام در کنار رشد قیمت سهام‌ها در مقطعی از زمان نیاز به استراحت دارد. بر این مبنا ریزش بازار بورس برای برخی از تحلیل‌گران اقتصادی و اجتماعی امری عادی و قابل تصور می‌باشد. رشد بازار سرمایه در نیمه نخست سال ۱۳۹۹ غیرطبیعی و غیر واقعی و تحت تأثیر سرکوب مالی در سایر بخش‌ها بوده که منجر به انتقال منابع به سمت بازار بورس شد. در این میان، بسیاری از سرمایه‌گذاران خرد که در زمان روند صعودی شاخص وارد بازار شدند به دلایل مختلفی مانند عدم تنوع کافی در سبد سهام خود، زبانی به‌مراتب شدیدتر را متحمل شدند.

«صعود و نزول شاخص بورس تابع عوامل مختلفی از جمله عرضه محدود و تقاضای بالا است. این افت و خیزها در بورس تقریباً طبیعی و متأثر از شرایط تحولات کلان اقتصادی است» (مصاحبه شونده شماره ۳).

#### ۳-۴. عدم انسجام در بین دستگاه‌های متولی بازار سرمایه

تقلیل بازار سرمایه به صرفاً موضوع اقتصادی و واگذار کردن آن به وزارت اقتصاد و سازمان بورس به‌عنوان متولیان اصلی آن اشتباه استراتژیک به شمار می‌رود. متولیان فعال در این حوزه نظیر صندوق تثبیت بازار سرمایه، صندوق توسعه و صندوق تأمین سرمایه‌ها نقش و جایگاه ویژه‌ای در حمایت از بازار سرمایه دارند. همچنین مسائلی نظیر عدم وجود قانونی جامع در زمینه حمایت از سرمایه‌گذار باعث عدم سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه می‌شود که با انسجام، وحدت، همکاری و همیاری قوای مقننه، مجریه و قضائیه می‌توان در اعتلای بورس گام‌های استوار برداشت.

«نباید این موضوع را نادیده گرفت که بازار سرمایه تنها باید یک متولی داشته باشد و دخالت سایر بخش‌ها در بازار سرمایه آسیب‌زاست بلکه باید بین دستگاه‌های متولی بازار سرمایه هم‌افزایی و همکاری وجود داشته باشد و در این زمینه دستگاه‌ها نباید به‌صورت جزیره‌ای عمل کنند» (مصاحبه شونده شماره ۱۱).

### ۳-۵. خلأها و نارسایی‌های قانونی

یکی از جنبه‌های تأثیرگذار در موضوع سرمایه‌گذاری، نظام حقوقی حاکم بر کشورها و قوانین و مقررات مربوط به سرمایه‌گذاری است. در کشور ما در موضوع سرمایه‌گذاری از عدم وجود قوانین و مقرراتی جامع رنج می‌برد و نیاز است که در زمینه سرمایه‌گذاری قوانینی جامع تصویب گردد و برخی از قوانین فعلی نیز که دارای نارسایی‌های اساسی هستند باهدف حمایت از سرمایه‌گذار اصلاح گردند (سایت پژوهشکده تحقیقات راهبردی<sup>۱</sup>، ۱۳۹۹).

برخی از عوامل تأثیرگذار حقوقی قانونی بر سرمایه‌گذاری در کشور موضوعاتی فراگیر هستند و اصلاح آنان نیز زمان‌بر است. مواردی مانند عدم ثبات قوانین، عدم ثبات در شاخص‌های مربوط به اقتصاد کلان، تورم قوانین، فساد اداری اقتصادی و... از این جمله‌اند. ریشه برخی از مشکلات موجود در موضوع سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ناشی از خلأها و نارسایی‌های قانونی است و ماهیتی حقوقی دارد. «متأسفانه به دلیل نارسایی قوانین و عدم کار کارشناسی کافی، قوانین ناقص موجود نیاز مربوطه بازار سرمایه را رفع نمی‌نماید و منجر به کوچ سرمایه از این بازار می‌شود» (مصاحبه شونده شماره ۱۷).

### ۳-۶. شرایط زمینه‌ای

شرایط زمینه‌ای مجموعه خاصی از شرایطاند که در یک زمان و مکان خاص جمع می‌آیند تا بستر لازم برای شکل‌گیری پدیده را فراهم کنند (struss & corbin, 2012, 154)؛ به عبارت دیگر شرایط زمینه‌ای، زمینه و بستر را برای حکمرانی بازار سرمایه فراهم می‌کنند. این شرایط در پژوهش حاضر عبارت‌اند از: فقدان حمایت نهادی و فقدان فرهنگ سهامداری.

### ۳-۷. فقدان حمایت نهادی

برخی از اندیشمندان حمایت نهادی را در میزان تسهیل روند اکتساب منابع کلیدی در سطح جامعه نظیر حمایت مالی، کمک فنی و آموزش نیروی انسانی از سوی نهادهای دولتی تعریف می‌نمایند. اگر چه سازمان بورس نهادی مستقل است اما به‌عنوان متولی و ناظر بازار سرمایه باید از تمامی ظرفیت‌های قانونی تحت اختیار

1. <https://csr.ir/fa/news/1060>

جهت صیانت از دارایی و سرمایه مردم استفاده کند. بر این مبنا برنامه‌ریزی‌ها و سیاست‌گذاری‌های دولتمردان برای تسهیل‌گری و زمینه‌سازی رونق بیشتر بازار سرمایه و نقش‌آفرینی آن در اقتصاد با تأکید بر کارایی، شفافیت و سلامت بر کسی پوشیده نیست. به عبارتی رشد و پویایی بیشتر این بازار متکی بر قوانین و مقررات دقیق و جامع‌تر و نظارت‌ها در سطوح خرد و کلان می‌باشد.

اغلب دولت‌ها تعیین‌کننده اقتصاد یک کشور به صورت بانک‌محور یا سرمایه‌محور هستند. در یک اقتصاد بانک‌محور، پس‌اندازهای مردم به بانک‌ها وارد می‌شود و بانک‌ها نحوه تخصیص منابع را مشخص می‌کنند در حالی که در نقطه مقابل یعنی اقتصاد سرمایه‌محور، مردم به جای سپرده‌گذاری در بانک‌ها مبالغ خود را به بازار سرمایه و بورس می‌آورند و خود، صنایع کارآمد را انتخاب نموده و منابع را به این صنایع تخصیص می‌دهند.

«با توجه به سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی و ضرورت حرکت اقتصاد از بانک‌محوری به سرمایه‌محوری، دولت باید با مجموعه مداخلاتی نظیر واگذاری سهام شرکت‌های دولتی در بورس و جلوگیری از ایجاد حباب در بورس به اعتلای آن کمک نماید» (مصاحبه شونده شماره ۲۱).

### ۳-۸. فقدان فرهنگ سهامداری

از فرهنگ تعاریف متعددی ارائه شده است که متجاوز از ۱۶۰ تعریف می‌باشد. یکی از اولین تعاریف نسبتاً جامع از فرهنگ در سال ۱۸۷۱ توسط تایلور<sup>۱</sup>؛ مردم‌شناس انگلیسی ارائه شده است. از منظر وی فرهنگ عبارت است از مجموعه پیچیده‌ای از علوم، دانش‌ها، هنرها، افکار، اعتقادات، باورها، هنجارها، قوانین و مقررات، آداب، رسوم و به‌طور خلاصه کلیه آموخته‌ها و عاداتی که یک انسان به‌عنوان عضو جامعه اخذ می‌کند. فرهنگ سرمایه‌گذاری نظیر چگونگی مصرف، پس‌انداز و برنامه‌ریزی هزینه و درآمد تا مسائل پیچیده‌تر سرمایه‌گذاری را در برمی‌گیرد و این فرهنگ با توجه به زمینه‌ها و ابعاد فرهنگی پدید می‌آید و تا بسترهای فرهنگی لازم برای انجام و فعالیت مالی موجود نباشد، موفقیت آن قطعی نخواهد بود. به عبارتی غفلت از موضوع آگاه‌سازی در زمینه سرمایه‌گذاری منجر به عدم دریافت رهاوردهای مطلوب برای اقتصاد کشور خواهد شد. بر این مبنا توسعه فرهنگ سرمایه‌گذاری و افزایش دانش مالی عموم جامعه باید سرلوحه فعالیت‌های اصلی سازمان‌های متولی بورس به

1. Taylor

شمار آید.

«اهمیت آموزش و فرهنگ‌سازی برای بازار سرمایه مهم‌ترین رکن در نظر گرفته می‌شود. بسترسازی مناسب فرهنگی توسط رسانه‌ها و صدا و سیما در جهت ارتقای آگاهی‌های مردم، نقش مهمی دارد» (مصاحبه شونده شماره ۱۵).

### ۳-۹. شرایط مداخله‌گر

شرایط مداخله‌گر عبارت است از مواردی که شرایط علی را تخفیف و یا تشدید و یا به نحوی تغییر می‌دهند. از این رو، می‌توان از عوامل تبلیغات رسانه‌ای، تحولات سیاسی و حباب قیمتی به‌عنوان شرایط مداخله‌گر که در مورد مطالعه تأثیر می‌گذارند نام برد.

### ۳-۱۰. تبلیغات رسانه‌ای

تبلیغات رسانه‌ای در دنیای امروز در مورد نیازهای مخاطبان اطلاع‌رسانی نمی‌کنند، بلکه آنها نیاز را در مخاطبان پدید می‌آورند؛ خوشبختی را برای مخاطبان تعریف و معنای جدیدی از زندگی برای آنها عرضه می‌کنند، تفسیری از دنیای اطراف عرضه می‌کنند که بتوانند با دست‌کاری آگاهی و شعور مخاطب او را به انجام دادن عملی تحریک کنند. فناوری کامل و تمام‌عیار آن است که در فرد ایجاد توهم کند. این کار با کمک روانشناسی و جامعه‌شناسی صورت می‌گیرد؛ افراد در مواجهه با فناوری، بر اساس محاسبات و تفکر برخاسته از عقاید، تصمیم‌گیری نمی‌کنند بلکه فناوری آنها را تحریک می‌کند که کنشی صورت دهند (منصوری، ۱۳۹۱، ۵۴).

تبلیغات رسانه‌ای، یکی از ابزارهای مهم جهت تحت تأثیر گذاشتن رفتار و نگرش‌های مردم جهت سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه است. در بین رسانه‌های همگانی تلویزیون به دلیل سهولت دسترسی و آسان بودن تن سپردن به آن از نقش بی‌بدیلی برای معرفی و سرمایه‌گذاری در بورس و جاذبه‌های اقناعی بر عهده داشته است.

«از اواخر اسفند ۱۳۹۸ تا اواسط مرداد ۱۳۹۹ تبلیغات گسترده صدا و سیما و تشویق و حمایت دولت، خیلیا با گرفتن کد بورسی و با سرمایه‌های خرد و درشت خودشون به بورس هجوم آوردند؛ من به شخصه با اعتماد به حرف مسئولین و تبلیغات گسترده، اندک پس‌انداز سال‌ها کار و تلاش خود را از بانک خارج کردم که از این کاروان عقب‌نمانم» (مصاحبه شونده شماره ۱۲).



### ۱۱-۳. تحولات و اظهارنظرهای سیاسی

بازارهای مالی و به‌ویژه بورس بیشترین تأثیرپذیری را از تنش‌ها و تحولات سیاسی مهم داخلی و بین‌المللی دارند. میزان تأثیرگذاری تحولات سیاسی در کشورهای در حال توسعه‌ای نظیر ایران بر بورس قابل انتظار است و بی‌ثباتی یا ثبات سیاسی حاکم بر فضای کلان اقتصادی و بورس نقشی اثرگذار بر شیوه اندیشیدن و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را دارد. نوع مدیریت مسائل سیاسی و اقتصادی داخلی و بین‌المللی بیش از اطلاعات حسابداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری معامله‌گران بورس اوراق بهادار تهران مؤثر است (تهرانی و خشنود، ۱۳۸۴، ۲۰۷).

«انتخابات ریاست جمهوری آمریکا و ابهام در تغییر دولت ترامپ و همچنین اظهارنظرهای سیاسی مقامات کشور و درگیری‌های جناحی بین دولت و مجلس، باعث شده این وسط سرمایه‌های مردم ذوب بشه و مردم قربانی شوند» (مصاحبه شونده شماره ۱۶).

### ۱۲-۳. حساب قیمتی

شکل‌گیری حساب‌های قیمتی به ویژگی از کنش معامله‌گران توجه دارد که در آن سرمایه‌گذار به جای توجه به داده‌های بنیادی یک سهم بر اساس روند گذشته قیمتی، چشم‌انداز آتی از بازار را شکل می‌دهد. چنین رفتار و انتظاراتی بیش از آنکه فردی باشد، مبتنی بر کنش‌های جمعی و گله‌ای و شکل‌گیری اطمینان خود برآورنده از یک روند ادامه‌دار افزایش قیمت است.

در بازارهای مالی چهار نوع حساب را می‌توان شناسایی نمود:

۱. حساب‌های عقلایی: که در آن سرمایه‌گذار با اینکه از بالاتر بودن ارزش بنیادین قیمت بازار سهام آگاهی کامل دارد ولی بازهم در بازار باقی می‌ماند؛ چون بر این باور است که به احتمال زیاد حساب باز هم رشد خواهد کرد.
۲. حساب‌های ذاتی: که ناشی از عوامل بنیادین است به طوری که با رشد و بهبود عوامل بنیادین و انتشار اخبار مربوط به آن، حساب نیز رشد می‌کند.
۳. حساب ناشی از رفتار: که ناشی از عوامل روان‌شناختی ایجاد می‌شوند؛ یک حالت سرمستی و شادی که افراد را در برمی‌گیرد و افکار عمومی را شکل می‌دهد.
۴. حساب اطلاعاتی: اگر قیمت منعکس‌کننده تمام اطلاعات نباشد (عدم تجمیع اطلاعات) در این صورت قیمت‌ها از ارزش بنیادین فاصله گرفته و یک حساب

اطلاعاتی ایجاد می‌شود (فلاح شمس و زارع، ۱۳۹۲، ۷۸ به نقل از مک کوین و همکاران، ۱۹۹۴).

بورس ایران از لحاظ نموداری و همچنین رفتار معامله‌گران با شرایط حساب قیمتی روبرو است. نمودار شاخص کل و همچنین نمودار بسیاری از سهام‌ها به‌ویژه در پنج ماه اول سال ۱۳۹۹ رشد صعودی را تجربه نمود به طوری که شاخص کل از ۵۰۰ هزار واحد به بیش از دو میلیون واحد رسید و رشد ۴۰۰ درصدی را سپری نمود و بعد از رشد این چینی پیش‌بینی ترکیدن حساب و سقوط آزاد برای بورس حتمی و گریزناپذیر بود.

«بسیاری را می‌شناسم که با کمترین آشنایی با سهام و سهام‌داری به این بازار وارد شدند صرفاً به این دلیل که در زمان کوتاهی سود قابل توجهی کسب کنند و پیش‌بینی آنها این بود که می‌توانند سهام خود را با قیمت بالاتر به سهامدار دیگر که تمایل به خرید این سهام دارند بفروشند» (مصاحبه شونده شماره ۴).

### ۱۳-۳. راهبردها

استراس و کوربین هدف راهبردهای مورد نظر در نظریه زمینه‌ای را اداره کردن، نحوه برخورد و حساسیت نشان دادن نسبت به پدیده می‌دانند. در مطالعه حاضر راهبردهای رفتار توده‌وار و تصمیمات سازمانی پیشنهاد می‌شود.

### ۱۴-۳. رفتار توده‌وار

رفتار توده‌وار عبارت است از پذیرش ریسک فراوان بدون داشتن اطلاعات کافی در خصوص شکل‌گیری رفتارهای گله‌ای که از آن به رفتارهای توده‌وار تعبیر می‌شود، چگونگی اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری از میان گزینه‌های مختلف توسط سرمایه‌گذاران را تا حدودی توجیه می‌کند. رفتار توده‌وار حاکی از تمایل انسان به رفتار کردن شبیه دیگران است. به بیانی دیگر رفتار توده‌وار عبارت است از آن دسته رفتارهای سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه که منجر به نادیده گرفتن پیش‌بینی‌ها و عقاید خود در ارتباط با قیمت سهام و اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری تنها بر پایه رفتار کلی بازار است (سعیدی و فرهانیان، ۱۳۹۰، ۱۸۵). تئوری مالی رفتاری فرض را بر این می‌گذارد که سرمایه‌گذاران با کنار گذاشتن مفروضات اصلی پارادایم سنتی، پیشینه‌سازی مطلوبیت مورد انتظار و عقلانیت کامل و با ریسک‌گریزی، واکنش‌های احساسی و هیجانی از خود در بازار بروز می‌دهند. در بازار با کارایی اطلاعات بالا،

رفتار توده‌واری کمتر از بازار نوظهور است.  
«رفتارهای هیجانی و شتاب‌زده از نو سهامداران که ناشی از ترس ضرر و زیان می‌باشد می‌توان به افت بازار بورس شدت دهد» (مصاحبه شونده شماره ۲۲).

### ۳-۱۵. تصمیمات سازمانی

بازار سرمایه کشور تحت تأثیر سه عامل مهم قرار دارد: دسته اول خارج از بازار سرمایه حادث می‌شود اما به‌عنوان متغیرهای کلان اقتصادی تأثیر مستقیم بر بازار دارد؛ متغیرهایی همچون تورم، تغییرات نرخ ارز، نرخ بهره بانکی و غیره متغیرهای برون‌زایی هستند که کنترل آنها نیز در بازار سرمایه امکان‌پذیر نیست. عامل دوم قوانین، رویه‌ها و متغیرهایی می‌باشند که قابل کنترل هستند و دسته سوم متغیرهای درونی بازار سرمایه نظیر قوانین، مقررات، عملکرد ارکان و نهادهای مالی که از عوامل مؤثر درونی بازار سرمایه هستند (عطاآبادی و همکاران، ۱۳۹۹، ۱۲۱). تصمیمات سازمانی و عدم ثبات در برخی تصمیمات نظیر کاهش اعتبارات کارگزاری‌ها، نصاب سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت، آزادسازی سهام عدالت در نهادهای دولتی و شاخص ساز و عرضه غیر اصولی آن در بازار، مجاز و متوقف نمودن معاملات سهام مختلف در طول ساعات بازار، تأییدها و تکذیب‌های پیاپی برای عرضه صندوق‌های قابل معامله دولتی باعث سردرگمی و بی‌اعتمادی مردم و افزایش فشار فروش شد. دستیابی به اهداف کمی در بازار سرمایه متأثر از عوامل درون‌زا و برون‌زا است. لذا دستیابی به بعضی از برنامه‌ها، مستلزم همکاری بخش‌های دولتی و غیردولتی مرتبط با سازمان بورس و اوراق بهادار می‌باشد.

«برخی تصمیمات غیر کارشناسی شده، غیر منتظره و خلق‌الساعه مسئولان کشوری و سازمان بورس که نمی‌دو نم میخاد صف ساز باشه یا رونق ساز باعث میشه ضرر و زیان سهامداران به‌ویژه تازه‌واردان بیشتر بشه» (مصاحبه شونده شماره ۳).

### ۳-۱۶. پیامدها

کنش و واکنش‌هایی که برای مقابله با مدیریت کردن پدیده صورت می‌گیرد، پیامدهایی را در پی خواهد داشت. در پژوهش حاضر حکمرانی موجود پیامدهای سه‌گانه‌ای را به همراه خواهد آورد که عبارت‌اند از: مخاطره افتادن امنیت ملی، بی‌اعتمادی اجتماعی و احساس ناامنی مالی.

### ۱۷-۳. به مخاطره افتادن امنیت ملی

واژه امنیت، از مفاهیم بسیار مهم و رایج در حیات انسان‌ها است که علیرغم گذر زمان، نه تنها از اهمیت آن کاسته نشده است؛ بلکه هر روز بر اهمیت آن افزوده شده است. احساس امنیت فرآیند روانی و اجتماعی است که صرفاً بر افراد تحمیل نمی‌شود بلکه اکثر افراد جامعه بر اساس نیازها، علایق، خواسته‌ها و توانمندی‌های شخصیتی و روانی خود در ایجاد و از بین بردن آن نقش اساسی دارند (بیات، ۱۳۸۸، ۳۲).

مهم‌ترین صاحب‌نظرانی که به متغیر امنیت توجه داشته‌اند، باری بوزان و آل ویور<sup>۱</sup> می‌باشند. بوزان نقطه آغازین امنیت را ذهنی و مبتنی بر تصمیم‌باز یگران معرفی می‌کند. او بیان می‌دارد که مسئله امنیت در اجتماع شناخته می‌شود، زیرا بازیگران می‌توانند به آن رجوع کنند و برخی پدیده‌ها را به‌عنوان تهدید نگاه دارند به سخن واضح‌تر میزان و ضریب وجود امنیت یا ناامنی وابسته به نوع و سطح برداشت افراد و مرتبط با تحلیل‌ها و بررسی‌های امنیتی آن‌ها می‌باشد. باری بوزان در سخنی از جان لاک نقل می‌کند که هدف اصلی انسان‌ها از این که خود را در اختیار دولت قرار می‌دهند، حفظ دارایی آن‌هاست. منظور از دارایی در اینجا حیات، امنیت جانی، آزادی، امنیت سیاسی و فکری و امنیت مالی است (تاج‌بخش، ۱۴۰۰، ۳۵).

برقراری و ایجاد امنیت و آرامش سرمایه‌گذاری در بورس از مهم‌ترین و عمده‌ترین وظایف و اهداف دولت است که با استفاده از همه عوامل اجرایی و توانمندی‌ها باید در پی بود، امروزه مفهوم امنیت تنها محدود به مسائل نظامی نبوده و در تمام ابعاد زندگی انسان مصداق و معنی پیدا می‌کند از آن جمله عواقب و مشکلات بازار سرمایه و مخاطرات امنیتی ناشی از آن است که درجه بالایی از توجهات ملی را به خود جلب نموده است.

«بعد از افت شاخص بورس، بارها مردم زیان‌دیده در جلوی مجلس، دولت و سازمان بورس تجمع کردند و بعضاً شعارهای ساختارشکنانه و بر علیه مسئولان عالی‌رتبه نظام سر دادند. استمرار این کارها می‌تونه هرج و مرج ایجاد کنه و امنیت جامعه را به خطر بندازه» (مصاحبه شونده شماره ۲۳).

### ۱۸-۳. بی‌اعتمادی اجتماعی

واژه اعتماد عبارت است از تمایل شخص به قبول ریسک دریک موقعیت اجتماعی که

این تمایل بر حس اطمینان به این نکته ظریف است که دیگران به گونه‌ای که انتظار می‌رود عمل نموده و شیوه‌ای حمایت‌کننده در پیش خواهند گرفت. به تعبیر فوکویاما اعتماد انتظاری است که در یک اجتماع منظم، صادق و دارای رفتار تعاونی خود را نشان می‌دهد (شارع پور، ۱۳۸۵، ۴۳). بی‌اعتمادی سرمایه اجتماعی را دچار فرسایش می‌کند و موجب انزواء، تجزیه، شکست انجمن‌ها و نابودی شبکه‌های بین شخصی می‌شود و مسیرهای ارتباطات را مسدود نموده و جدایی اعضای جامعه از یکدیگر را سبب می‌شود. (زتوکا<sup>۱</sup>، ۱۳۸۶، ۱۸۷). مطابق بر نظر پاتنام<sup>۲</sup> (۲۰۱۲) اعتماد اجتماعی متأثر از دو منبع مرتبط یعنی هنجارهای معامله متقابل و شبکه‌های مشارکت مدنی می‌باشد. از منظر وی اعتماد، همکاری را تسهیل نموده و هر چه سطح اعتماد در جامعه افزایش یابد، احتمال همکاری نیز بیشتر خواهد بود. بر این مبنا نهاد بورس واسطه اعتماد می‌باشد و اگر استنباط سرمایه‌گذاران این باشد که نهادهای متولی و ناظر بر بازار سرمایه بر طبق اموری نظیر وفای به عهد، عملکرد منصفانه و تلاش در کاهش تبعیض‌ها خوب عمل نمایند در این صورت سرمایه‌گذاران به نهادهای متولی بازار اعتماد خواهند نمود و برعکس مشاهده عملکرد نامطلوب این نهادها، کاهش مشروعیت آنها و بی‌اعتمادی و بدبینی به نظام را در پی خواهد داشت.

«به واسطه افت شدید شاخص بورس، بی‌اعتمادی به بازار سرمایه و نهادهای متولی و ناظر اون زیاد شده و نه تنها امید به آینده را در سرمایه‌گذاران کاهش داده، بلکه آینده را نیز به شدت مخاطره آمیز کرده است و همین کاهش معاملات در بازار نشون دهنده هراس از آینده است، ما احساس می‌کنیم از دولت ركب خوردیم» (مصاحبه شونده شماره ۱۸).

### ۳-۱۹. احساس ناامنی مالی

امنیت از نیازهای اساسی و ضروری در سطوح فردی و اجتماعی تلقی می‌شود که پیوند ناگسستنی آن با زندگی غیر قابل انکار است و فقدان یا اختلال در آن پیامدها و بازتاب‌های نگران‌کننده و مخربی به دنبال دارد. دغدغه همیشگی بشر برای تأمین امنیت در مقوله‌ای جدید، با عنوان احساس امنیت اجتماعی ظهور می‌کند. از جمله موضوعاتی که سرمایه‌گذاران در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه به آن

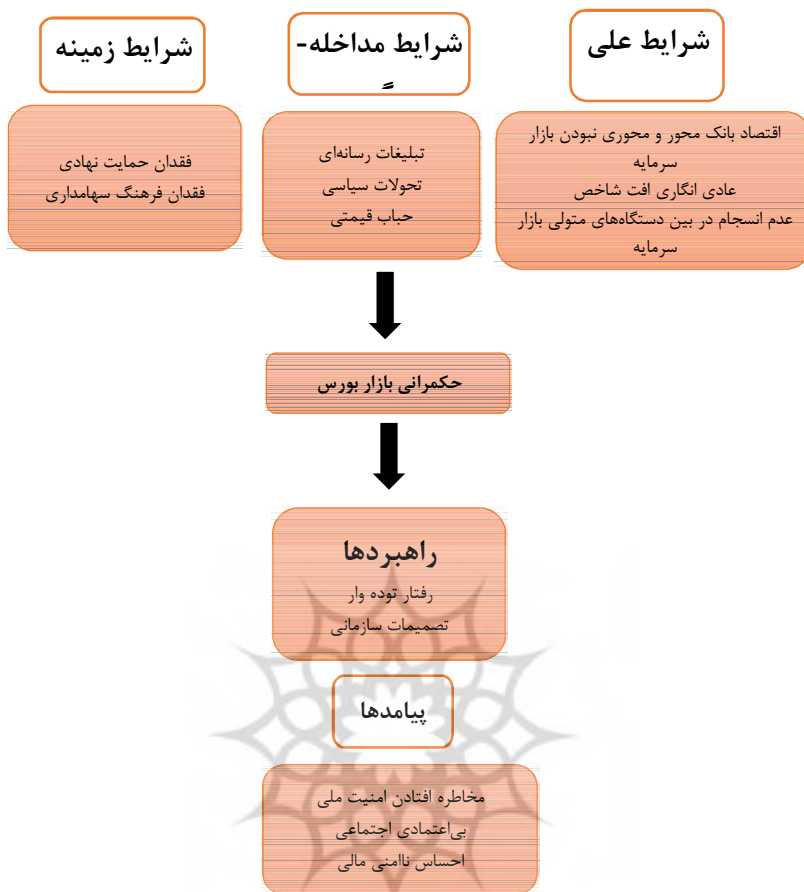
1. Zetuka  
2. Putnam

توجه خاصی دارند، امنیت سرمایه‌گذاری است که این موضوع در مباحث اقتصادی و مالی از جایگاه برجسته‌ای برخوردار می‌باشد. با توجه به اینکه بین توسعه اقتصادی و حجم سرمایه‌گذاری‌های انجام شده ارتباط معنادار می‌باشد، بنابراین به هر میزانی که سهامداران احساس امنیت بیشتری داشته باشند این مسئله باعث تمایل و مشارکت بیشتر در بازار سرمایه می‌شود.

«بازار بورس تو ایران خیلی پر ریسک و پر نوسان است، خیلیا که تو این بازار سال‌ها حضور داشتند به این دلیل که بورس ما از قواعد علمی دنباله‌روی نمیکنه همیشه با این احساس ناامنی مالی و روانی دست و پنجه نرم می‌کنند» (مصاحبه شونده شماره ۱۳).

### ۳-۲۰. مدل پارادایمی حکمرانی بازار بورس و اوراق بهادار

یکی از اهداف پژوهش حاضر رسیدن به یک مدل پارادایمی حکمرانی در بازار بورس و اوراق بهادار بود. در این قسمت با عطف به این موضوع که با استفاده از روش‌های منسجم به مفاهیم و مقولات نهایی رسیده‌ایم، می‌توانیم روابط و نسبت بین مقولات را با یکدیگر در قالب مدل شماره ۱ ارائه کنیم.



مدل (۱): مدل پارادایمی حکمرانی بازار بورس

## نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر با هدف بررسی آسیب‌شناسی حکمرانی بازار سرمایه در ایران انجام شد. با استفاده از روش نمونه‌گیری هدفمند و نظری، ۲۳ نفر از فعالان بازار سرمایه مورد پرسش قرار گرفتند و با روش نظریه زمینه‌ای یا داده بنیاد ابعاد موضوع کالبدشکافی شد. یافته‌های پژوهش نشان داد که اقتصاد بانک محور و محوری نبودن بازار سرمایه، عادی انگاری افت شاخص، عدم انسجام در بین دستگاه‌های متولی بازار سرمایه و خلأها و نارسایی‌های قانونی از جمله شرایط علی ریزش بورس به شمار می‌روند. فقدان حمایت نهادی و فقدان فرهنگ سهامداری به‌عنوان بسترهای این

نزول هستند. تبلیغات رسانه‌ای، تحولات و اظهارنظرهای سیاسی و حباب‌های قیمتی از شرایط مداخله‌گر در این امر محسوب می‌شوند. راهبردهای اصلی مورد استفاده، رفتار اخلاص‌گر و توده‌وار و تصمیمات سازمانی شناسایی شد. مخاطره افتادن امنیت ملی، بی‌اعتمادی اجتماعی و احساس ناامنی مالی از پیامدهای این حکمرانی محسوب می‌شوند. یافته‌های پژوهش حاضر با پژوهش‌های کشاورز (۱۳۹۹)، پورحسن و همکاران (۱۳۹۹)، تاج‌بخش و همکاران (۱۳۹۹)، میرسپاسی و همکاران (۱۳۹۸)، مرادی و همکاران (۱۳۹۶) و درخشان و همکاران (۱۳۹۶) همگرایی دارد.

حکمرانی به‌عنوان یک مقوله مهم در مدیریت سازمان‌ها از جمله سازمان بورس استفاده می‌شود. حکمرانی در بازار سرمایه به ساختارها و فرآیندهای مورد استفاده سازمان‌های متولی بازار سرمایه و در رأس آن سازمان بورس به‌منظور دستیابی به اهداف راهبردی و نظارت بر بازار سرمایه اشاره دارد. به بیانی دیگر، حکمرانی در بازار سرمایه فرآیندی است که سازمان بورس و اوراق بهادار سعی می‌نماید تا استراتژی‌ها، اولویت‌ها و سیاست‌های سازمانی را تعیین نموده و با نظارت و ارزیابی عملکرد بازار به خواسته‌های سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه پاسخ داده شود.

بر این مبنا استفاده از شیوه‌های سنتی در حکمرانی، پاسخگوی حل این مسائل نیست. از این رو، نیاز به ابداع و خلاقیت در شیوه‌های حکمرانی، بیش‌ازپیش احساس شده است. حکمرانی مطلوب برای توسعه بازار سرمایه کشور مبتنی بر مجموعه دستورالعمل‌های حکمرانی خوب که بر پایه پنج اصل اساسی که عبارت‌اند از: پاسخگویی، شفافیت، قابلیت پیش‌بینی، مشارکت مردمی و تحول و پویایی؛ مستلزم همفکری و همراهی قوای مجریه، مقننه و قضائیه است که با تدوین قوانین و مقررات کارا توسط مجلس شورای اسلامی و اجرای آن توسط سازمان بورس و نظارت و پیگیری قضائی توسط قوه قضائیه می‌توان اعتلای بازار سرمایه را شاهد بود چراکه وظایف اصلی نهاد ناظر و قانون‌گذار در حکمرانی مطلوب بازار سرمایه حفاظت و صیانت از منافع سرمایه‌گذاران، به‌خصوص سرمایه‌گذاران خرد، تسهیل تشکیل سرمایه شرکت‌ها و تنظیم بازارهای منصفانه و کارآمد است.

حکمرانی در بازار سرمایه، ضرورتی انکارناپذیر است که بدنه حکمرانی کشور به‌منظور سیاست‌گذاری و مدیریت اقتصادی بر اساس سند چشم‌انداز توسعه اقتصادی کشور، باید ضمن اهتمام به آن بر مطلوبیت، جامعیت و یکپارچگی آن توجه نماید. بر این مبنا و با توجه به یافته‌های پژوهش مشخص شد که برای استقرار حکمرانی مطلوب در بازار سرمایه باید مواردی نظیر تدوین برنامه راهبردی علمی در



سطوح سه‌گانه: بلندمدت، میان‌مدت و کوتاه‌مدت، تدوین قوانین شفاف و الزام‌آور، آموزش مالی مردم و توسعه فرهنگ سهامداری، ایجاد همگرایی و همسویی کنشگران بازار سرمایه، نگاه ویژه به رسانه‌های دیداری و شنیداری، حمایت از جریان آزاد اطلاعات و دور نگه داشتن بورس از مداخلات و اظهارنظرهای سیاسی و غیره مورد تعقیب و اجرای نهادهای قانون‌گذار و ناظر قرار گیرد.

### پیشنهادهای

درک ناصحیح و غفلت از دلایل رکود بازار سرمایه در نیمه اول سال ۱۳۹۹، پیامدهای ناگواری را ایجاد نمود و مسئله این بازار را به یک بحران امنیتی اجتماعی تبدیل نمود. بر این مبنا پیشنهاد می‌شود برای اعتمادسازی و دعوت مجدد مردم به مشارکت در این بازار مواردی همچون کاهش ریسک‌های بازار (سیستمی و غیر سیستمی)، تنوع بخشیدن به ابزارهای مالی نوین نظیر صکوک، اوراق رهنی، اوراق آتی، اوراق مشتقه، گواهی سپرده و اوراق مشارکت، بازنگری در رویه‌های فعلی و نقش‌آفرینی مطلوب‌تر دولت و سازمان بورس مورد توجه قرار گیرد. همچنین بهره‌گیری از ظرفیت رسانه ملی برای افزایش آگاهی‌ها و اطلاع‌رسانی‌های مستمر از برنامه‌ها و فعالیت‌های سازمان بورس و از همه مهم‌تر بسط مؤلفه‌های مهم حکمرانی مطلوب نظیر شفافیت رویه‌ها و اطلاعات و پاسخگویی و حاکمیت قانون و ایجاد همگرایی و همسویی بین کنشگران بازار سرمایه به‌منظور صیانت از آن و بازگشت اعتماد به بازار پیشنهاد می‌شود.

## فهرست منابع

- انتظاریان، ناهید (۱۳۹۳)، تأثیر بازار سرمایه بر بهبود فضای کسب و کار کشور، ماهنامه کار و جامعه، ۱۷۴: ۲۴-۳۶.
- بیات، بهرام (۱۳۸۸)، بررسی عوامل مؤثر بر احساس امنیت شهروندان تهرانی (با تأکید بر رسانه‌های جمعی، عملکرد پلیس و بروز جرائم)، فصلنامه انتظام اجتماعی، (۱) ۵۱: ۱-۳۱.
- پژوهشکده تحقیقات راهبردی (۱۳۹۹)، آسیب شناسی حقوقی نظام سرمایه گذاری داخلی و خارجی در ایران. <https://csr.ir/fa/news/> ۱۰۶۰/۱۰۶۰
- پورحسن، ریحانه؛ سالارزهی، حبیب‌الله؛ روشن، سیدعلیقلی؛ یعقوبی، نورمحمد و دهقانی، مسعود (۱۳۹۹)، ارائه الگویی چهار لایه برای امکان‌سنجی و استقرار اثربخش حکمرانی خوب در آموزش عالی، فصلنامه پژوهش در نظام‌های آموزشی، (۱۴) ۱۶۲: ۵۰-۱۴۳.
- پورحسینی حصار، سید مهدی؛ حصارزاده، رضا؛ عباس زاده، محمدرضا و خلیلی، محسن (۱۴۰۰)، استانداردهای بین‌المللی حسابداری بخش عمومی؛ شاخص‌های حکمرانی خوب و سطح ارتکاب جرائم: شواهدی تجربی از ۳۰ کشور جهان، دانش حسابداری، ۲۱ (۸۵): ۳۰-۵.
- تاج‌بخش، غلامرضا (۱۴۰۰)، تحلیل داده بنیاد احساس ناامنی زنان در پاندمی کرونا، فصلنامه مطالعات زن و خانواده، (۲۰) ۱۸۸: ۹-۱۶۲.
- تاج‌بخش، غلامرضا؛ شیرعلی، اسماعیل و حسینی، محمدرضا (۱۳۹۹)، حکمرانی پاندمی کرونا در ایران، فصلنامه راهبرد، (۲۹) ۴۵: ۴-۶۲.
- تهرانی، رضا و خشنود، مهدی (۱۳۸۴)، شناسایی گروه‌های تأثیرگذار بر تصمیم خرید و فروش سهام سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار. فرهنگ مدیریت، ۱۰: ۲۰۳-۲۱۹.
- حسن نژاد، محمد و شمس، شهاب‌الدین (۱۳۹۵)، بررسی عوامل مؤثر بر میزان مشارکت مردم در بازار سرمایه ایران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۹(۳۴): ۱۰۶-۷۷.

- درخشان، رستم؛ پيله‌وری، نازنین؛ نجف بیگی، رضا و دانش فرد کرم الله (۱۳۹۶)، آسیب‌شناسی مؤلفه‌های حکمرانی خوب، پژوهش‌های اخلاقی، ۲(۸)، ۸۹-۱۰۴.
- رحیمی پور، اکبر؛ میر، هدیه و جلایی، سید عبدالمجید (۱۳۹۹)، تأثیر اندازه دولت بر بازدهی و قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران، نشریه اقتصاد و بانکداری اسلامی، ۹(۳۰): ۲۳-۷.
- زتوکا، پیوتر (۱۳۸۶)، اعتماد: نظریه‌های جامعه‌شناختی، ترجمه: غلامرضا غفاری، تهران، نشر شیرازه.
- سعیدی، علی و فرهانیان، سید محمدجواد (۱۳۹۰)، رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۷(۱۶)، ۱۹۸-۱۷۵.
- شارع پور، محمود (۱۳۸۵)، سرمایه اجتماعی، مفهوم‌سازی، سنجش و دلالت‌های سیاست‌گذاری، ساری، سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی مازندران.
- عطاءآبادی، عبدالمجید؛ فتاحی، محمد و طهماسبی سفیددشتی، سمیه (۱۳۹۹)، ریزش قیمت سهام و راهبردهای کسب و کار، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱۱(۴۹)، ۵-۲۲.
- عنایت، سید ابراهیم (۱۳۹۰)، مشکلات و تنگناهای بازار سرمایه در ایران. پژوهشنامه اقتصادی، ۱(۳): ۱۳۹-۱۶۲.
- فلاح شمس، میر فیض و زارع، عظیم (۱۳۹۲)، بررسی عوامل تأثیرگذار در بروز حباب قیمت در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۶(۷۳): ۲۱-۹۱.
- قلی پور، رحمت‌الله و شریف‌زاده، فتاح (۱۳۸۲)، حکمرانی خوب و نقش دولت، تهران، انتشارات فرهنگ مدیریت.
- کشاورز، لقمان (۱۳۹۹)، تدوین مدل حکمرانی ورزش همگانی ایران، فصلنامه مطالعات راهبردی ورزش و جوانان، ۵۰(۱۹): ۱-۱۸.
- منصوری، علی (۱۳۹۱)، درباره خودمختاری صنعت رسانه و تبلیغات، مطالعات میان‌رشته‌ای در رسانه و فرهنگ، ۱(۲): ۷۲-۴۹.
- میدری و خیرخواهان (۱۳۸۳)، نظریات حکمرانی، تهران: مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی.

میر، هدیه؛ رحیمی پور، اکبر و جلایی، سید عبدالمجید (۱۳۹۹). تأثیر حکمرانی خوب بر رقابت‌پذیری در بورس اوراق بهادار تهران، دو فصلنامه سیاست‌گذاری پیشرفت اقتصادی، ۷(۲)، ۱-۲۴.

میرسپاسی، ناصر؛ داداش کریمی، یحیی و نجف بیگی، رضا (۱۳۹۸)، طراحی مدل حکمرانی آموزش عالی کشور، فصلنامه مدیریت سازمان‌های دولتی، ۷(۳)، ۲۸-۱۲.

نورایی آزاد، سمانه، موغلی، علیرضا و زارعی، ناهید (۱۴۰۰)، تأثیر مارک آپ و شیوه حکمرانی شرکت بر اجتناب مالیاتی شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش‌های اقتصاد صنعتی، ۵(۱۸)، ۵۸-۴۵.

یحیی زاده فر، محمود؛ شمس، شهاب‌الدین و رضازاده، مرتضی (۱۳۸۹)، ارزیابی عملکرد مدیریت پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه مدیریت اجرایی، ۲(۱۰)، ۱۷۸-۱۵۷.

یعقوبی، نور محمد و پورحسن، سمانه (۱۴۰۰)، ارزیابی وضعیت مؤلفه‌های ساختاری حکمرانی خوب در آموزش عالی، فصلنامه حکمرانی و توسعه، ۲(۱): ۱۰۳-۸۹.

Anubhab, S. (2017), "In pursuit of good governance in Indian sport", Journal of world sports law report, 23, pp: 1-4.

Aziz, O. Gh. (2018), Institutional quality and FDI inflows in Arab economies, Finance Research Letters, Elsevier, 25, 111-123.

Bikhchandani S. & S. Sharma (2000), "Herd Behavior in financial market", No 3. IMF staff papers 47.

Boadi, I. Amegbe, H. (2018), The Link between Quality of Governance and Stock Market Performance: International Level Evidence, European Journal of Government and Economics, 6, 78-101.

Chen, J. , Hong, H. , Stein, J. (2003). Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. Journal of Financial Economics, 61, 345-381.

Chen, S. Lee, C. (2005). " Government Size and Economic Growth in Taiwan: A Threshold Regression Approach", Journal of Policy Modeling. No 27, PP 42-68.

Haque, M. S. (1996). "The Intellectual Crisis in Public Administration in the Current of Privatization". Administration & Society 27(4), pp: 510-536.

Heinrich, C., & Lynn, J. (2000), "Governance and Performance: New Perspective, Washington D. C.". Georgetown University Press, PP: 68-108.

- Huang, C.J., & Ho, Y.H. (2018), Governance and economic growth in Asia, *North American Journal of Economics and Finance*, 39, 260-272.
- Ministry of finances, Canada. (2017). *Creating a Canadian advantages in global capital markets. Annual report.*
- Ministry of the treasury (2018). *A Financial system that creates economic opportunities. Capital markets. www.treasury.com*
- Strauss, A., & Corbin, J. (2012). *Grounded theory methodology: An overview. In N. K. Denzin & Y. S. Lincoln (Eds.), Handbook of qualitative research (pp. 273–285). Sage Publications, Inc.*



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی