



فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار

دوره پانزده، شماره پنجاه و نه، تابستان ۱۴۰۳

نوع مقاله: علمی پژوهشی

صفحات: ۲۱۰-۲۳۲

ارائه مدلی برای شناسایی عوامل موثر بر بی‌ثباتی بورس اوراق بهادار تهران مبتنی بر

رویکرد داده بنیاد

حسین هاشم‌نژاد^۱

تاریخ دریافت مقاله: ۱۴۰۲/۰۱/۲۱ تاریخ پذیرش مقاله: ۱۴۰۲/۰۹/۱۶ خدیجه ابراهیمی کهریزسنگی^۲

مهدی صفری گرایلی^۳

چکیده

بررسی بی‌ثباتی بازارهای مالی از جمله بورس اوراق بهادار یکی از موضوعات مهم در ادبیات مالی بین‌المللی است و بخش عمده‌ای از پژوهش‌های تجربی را به خود اختصاص می‌دهد. از این رو هدف اصلی این پژوهش شناسایی مولفه‌های اصلی و فرعی موثر بر بی‌ثباتی بورس اوراق بهادار تهران و ارائه مدل مفهومی مربوطه بر اساس تحلیل داده بنیاد می‌باشد. روش شناسی این پژوهش از نظر هدف جزء پژوهش‌های اکتشافی و از نظر روش اجرای کار کیفی است. جامعه آماری این پژوهش شامل خبرگان مالی بوده، که با استفاده از روش نمونه‌گیری گلوله برفی تعداد ۱۴ نفر به مرور انتخاب شدند. سپس با انجام مصاحبه، داده‌های مربوطه گردآوری و بعد از کدگذاری، مدل پژوهش بر اساس چارچوب تئوریک شامل ۱۲ زیر مولفه فرعی در قالب ۴ مولفه اصلی است: (۱) ویژگی‌های بورس اوراق بهادار تهران (۲) عوامل اقتصادی (۳) عوامل سیاسی (۴) تاثیر دولت طراحی گردید. و راه‌کارهای مربوط به مدیریت عوامل فوق نیز ارائه شده است.

کلمات کلیدی

بی‌ثباتی، مالی رفتاری، نظریه داده بنیاد

۱- دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد نجف آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، نجف آباد، ایران. hashemnezhadhossein.1358@gmail.com

۲- استادیار، گروه حسابداری، واحد نجف آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، نجف آباد، ایران (نویسنده مسئول). Ebrahimi641@yahoo.com

۳- دانشیار، گروه حسابداری، واحد بندر گز، دانشگاه آزاد اسلامی، بندر گز، ایران. mehdi.safari@yahoo.com

با توجه به تغییرات شرایط محیطی، سازمان‌ها باید تغییر کرده و این تغییرات نیاز به منابع مالی دارند، یکی از راه‌های بسیار مهم تامین مالی شرکت‌ها، از طریق بازار سرمایه است. بورس اوراق بهادار مانند پلی میان تامین‌کنندگان و متقاضیان منابع مالی است و دارای مزایایی مانند سهولت سرمایه‌گذاری، عدم محدودیت در میزان سرمایه‌گذاری، نقدشوندگی بالا، برخورداری از معافیت مالیاتی و... را دارد. در بیشتر کشورها، بازار سرمایه بازار سالانه مبالغ بسیاری از سرمایه‌های مازاد را به بخش‌های تولیدی هدایت می‌کند. بنابراین، بورس اوراق بهادار بعنوان هسته اصلی نظام سرمایه‌داری می‌باشد. (توی و مومگلی^۱ ۲۰۲۰). نظر به مشکلات روزافزون در اقتصاد کشور و کسب و کارها و... دست یابی به ثبات بازارها در آینده بسیار مهم و حیاتی است. باید توجه داشت که اقتصادی ایران، در حال گذار از روش‌های سنتی کسب و کار به شیوه‌های جدید و مدرن، افزایش طیف گسترده‌ای از سرمایه‌گذاران، کاهش نقش دولت در اقتصاد و... می‌باشد. و تصمیم‌گیران عرصه‌های مختلف اقتصادی کشور و با توجه به تغییر و تحولات سریع جهانی به عوامل مهم و تاثیرگذار بر بازار سرمایه نیاز دارند. این موضوع، مستلزم شناسایی دقیق عوامل موثر بر بازار سرمایه و به ویژه بی‌ثباتی آن و تحلیل عوامل مذکور به منظور درک اثر روابط متقابل بین آنها و در نهایت، شناسایی عوامل و مولفه‌های کلیدی است. بقای بازار سرمایه و کارآمدی آن در اقتصاد کشور، به شناخت محیط پیرامونی و شناسایی عوامل، مولفه‌ها و شاخص‌های مؤثر بر آن، به منظور برنامه‌ریزی و تدوین راهبردهای لازم است. این پژوهش می‌تواند ضمن کنکاش دیدگاه‌های متخصصین و خبرگان مربوطه، بینش‌های آگاهی بخشی در خصوص عوامل مؤثر بر بی‌ثباتی بورس اوراق بهادار در ایران فراهم کرده و در نهایت، با شناسایی عوامل، مدل مربوطه را ارائه نماید. نتایج این پژوهش می‌تواند به عنوان مبنایی برای شناسایی عوامل مؤثر بر بی‌ثباتی بورس اوراق بهادار و سیاست‌گذاری بهینه در این حوزه استفاده شود.

از این رو، هدف این مطالعه شناسایی مولفه‌های اصلی و فرعی مؤثر بر بی‌ثباتی بورس اوراق بهادار تهران و ارائه مدل مفهومی عوامل مؤثر بر بی‌ثباتی بورس اوراق بهادار تهران است که مسلماً این عوامل را می‌توان در روایت‌های فردی اعضای هیات علمی دانشگاه که دارای تجربه کاری در بازار سرمایه بوده و بصورت عملی با واقعیت‌های مؤثر بر بی‌ثباتی بورس اوراق بهادار در ارتباط بوده‌اند، جست و جو کرد. این مطالعه در نظر دارد تا با استفاده از روش کیفی داده بنیاد و گردآوری داده‌ها از طریق مصاحبه‌های عمیق با خبرگان مالی، مولفه‌های مؤثر بر بی‌ثباتی بورس اوراق بهادار را شناسایی و مدل مفهومی مربوطه را ارائه نماید.

ارائه مدلی برای شناسایی عوامل موثر بر بی‌ثباتی.../هاشم نژاد، ابراهیمی و صفری گرایلی

مبانی نظری

هر تغییری که شرایط و فضای اقتصاد را از مسیر رقابتی دور کند، بی‌ثباتی اقتصادی نامیده می‌شود. بی‌ثباتی اقتصادی دارای یک مفهوم خاص (شامل نوسان در متغیرهای اقتصادی) و یک مفهوم عام (که در بردارنده تمام شوک‌های اقتصادی) بوده و این واژه شامل سطوح عدم تعادل و میزان نوسانات و بی‌ثباتی‌های موجود در متغیرهای اقتصادی می‌باشد (کمبجانی و ابراهیمی، ۱۳۹۲).

اعتقاد بر این است که در بازار سرمایه قیمت‌ها بواسطه متغیرهای کلان اقتصادی مشخص می‌شوند. با این دیدگاه و نظر به دو مدل قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و آربیتراژی^۳ و تاثیر دولت بر ثبات اقتصادی، سیاست‌های انبساطی و انقباضی دولت در به همراه عواملی مانند حجم نقدینگی، تورم، قیمت بازار آزاد ارز، درآمدهای دولت از نفت، نرخ سود بانکی و شاخص‌های بازار سرمایه در کوتاه‌مدت و بلندمدت تحت تاثیر قرار می‌گیرد (زمردیان و همکاران، ۱۳۹۴).

بر اساس پژوهش‌های داخلی و خارجی انجام شده و همچنین مرور ادبیات موضوع پژوهش، عوامل متعددی بر بی‌ثباتی بازار سرمایه تاثیر دارند که در ادامه به بررسی آن‌ها می‌پردازیم.

عوامل اقتصادی: ساختار اقتصادی کشورها رابطه تنگاتنگی با بازارهای سرمایه آن کشور دارد و وضعیت بورس هر کشور، نشان دهنده وضعیت اقتصادی آن کشور است (باتلر و مالایکا^۴، ۱۹۹۲). یکی از مواردی که در مورد بازار سرمایه مطرح می‌گردد، نحوه تأثیرپذیری متقابل این بازار با دیگر ارکان اقتصادی است. بنابراین، حرکت قیمت سهام، نشان دهنده عملکرد بازار سرمایه می‌باشد (محمی الدین و مباشر^۵، ۲۰۱۳). نظر به اینکه بازار سرمایه انعکاس تمانم‌مای اقتصاد کشورها می‌باشد و به طور مستقیم تحت تاثیر عوامل اقتصادی قرار می‌گیرد، بنابراین قیمت اوراق بهادار نیز تحت تاثیر این عوامل قرار دارند (اسچوکنک و همکاران^۶، ۲۰۰۹). مهمترین عوامل اقتصادی تاثیرگذار بر بازار سرمایه شامل تورم، قیمت نفت و طلا می‌باشد. براساس تئوری پولی تورم، افزایش پی‌درپی حجم پول نقد با نرخ‌های بیشتر از حاصل ضرب نرخ رشد درآمد واقعی و کشش درآمدی تقاضای پول، باعث تورم می‌شود. و چنانچه افزایش نقدینگی همگام با افزایش تولید ناخالص داخلی نباشد، منجر به تورم شده و شاخص‌های بازار سهام، را تحت تاثیر قرار خواهد داد (سابایا و شاه^۷، ۲۰۱۱).

قیمت نفت: یکی از عوامل مهم و اثرگذار بر اقتصاد ایران، میزان درآمدهای نفتی است. افزایش قیمت نفت، باعث افزایش تولید ناخالص ملی می‌گردد. با توجه به اینکه مصرف کننده عمده و نهایی فرآورده‌های نفتی، کشورهای در حال توسعه هستند، لذا قیمت تمام شده محصولات تولید شده این

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / دوره ۱۵ / شماره ۵۹ / تابستان ۱۴۰۳

کشورها با افزایش قیمت نفت افزایش می‌یابد. در این حالت، بین افزایش درآمد نفتی با افزایش شاخص‌های بورس اوراق بهادار یک رابطه معکوس وجود دارد (شهبازی و همکاران، ۱۳۹۲).

قیمت طلا: طبق تئوری پرتفوی، نرخ طلا بر شاخص سهام اثر دارد. سرمایه‌گذاران در جستجوی ترکیب بهینه برای سبد سرمایه‌گذاری خود می‌باشند و بدین صورت بیشترین بازدهی را کسب می‌نمایند. بطور سنتی خانوارهای ایرانی سکه، طلا، انواع ارز، سهام و املاک را در سبد سرمایه‌گذاری خود نگهداری می‌نمایند (کریم زاده، ۱۳۸۵).

سرکوب مالی در اقتصاد: چنانچه دولت بصورت دستوری نرخ بهره پایین‌تر از نرخ تورم را برای نظام بانکی کشور در نظر بگیرد، منجر به سرکوب مالی در اقتصاد می‌گردد (کریمی قهپی، ۱۳۶۵). عوامل اثرگذار بر سرکوب مالی در ایران شامل عدم پاسخ‌گویی، اقتصاد وابسته به نفت، بازار پول و سرمایه توسعه نیافته، رانت، فساد اقتصادی، انضباط مالی است (میر، ۱۳۷۸).

مشکلات ساختاری در اقتصاد کشور: بانک مرکزی وظیفه حفظ ثبات و سلامت شبکه بانکی کشور را برعهده دارد و برای این مهم از نظارت بر عملیات بانکی استفاده می‌کند. علاوه بر آن بانک مرکزی هم وظیفه نظارت بر عملکرد بانک‌ها و هم وظیفه تصحیح فعالیت آن‌ها را جهت حفظ سلامت و ثبات بانکی برعهده دارد (بویالیان و رویزوردو^۸، ۲۰۱۴). با نظارت بانکی ریسک سیستماتیک کاهش یافته و شفافیت و اثربخشی بانک‌ها در راستای حفظ منافع سپرده‌گذاران افزایش می‌یابد (کاسیاک^۹، ۲۰۰۰).

عوامل سیاسی: یکی از ویژگی‌های بازار سرمایه هر کشور تأثیرپذیری از اخبار سیاسی بوده و در برخی اوقات این تأثیرها بسیار پیچیده و چند وجهی است. ریسک‌های سیاسی باعث کاهش سرمایه‌گذاری‌ها می‌گردد (ژو و همکاران^{۱۰}، ۲۰۲۱). در برخی از دوره‌ها وقایع سیاسی، تصمیم سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه را تحت تأثیر قرار داده و این موضوع باعث التهاب در بازار سهام می‌شود (کلارک و هالبرگ^{۱۱}، ۲۰۰۰).

تأثیر دولت بر بازار سرمایه: سیاست‌های مالی دولت عملکرد دولت در رابطه با بازار سرمایه، سیاست‌های پولی دولت و مدیریت نرخ ارز و بازار سرمایه را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

سیاست‌های مالی دولت: سیاست‌های مالی دولت شامل متغیرهای بودجه و مخارج مالی دولت و توانایی دولت در بازپرداخت بدهی‌ها (پایداری مالی^{۱۲}) است. بسیاری از سیاست‌گذاری‌ها توسط دولت به زیان بازار سرمایه بوده و همین موضوع باعث عقب‌ماندگی توسعه این بازار شده است. با توجه با تجربه بحران‌های بازار سرمایه، سیاست پولی نقش مهمی را در ایجاد آن داشته و نظر به نقش بازار سهام در

ارائه مدلی برای شناسایی عوامل موثر بر بی‌ثباتی.../هاشم نژاد، ابراهیمی و صفری گرایلی

تامین مالی و همین‌طور به علت نقدشوندگی بالای این بازار، تاثیرپذیری سریع‌تری نسبت به بازار کالا و خدمات از سیاست‌های پولی دولت خواهد داشت (اسونسون^{۱۳}، ۲۰۱۷). نرخ تورم نیز از کانال‌های مختلف بر قیمت سهام اثر داشته و بر اساس فرمول ارزش فعلی، با افزایش تورم، نرخ بازده انتظاری سرمایه‌گذاران افزایش و باعث کاهش قیمت سهام می‌گردد. از طرف دیگر، بازار سهام یکی از کانال‌های مهم انتقال سیاست پولی است بطوری‌که تغییرات قیمت سهام از طریق تغییر در ترازنامه خانوار و شرکت‌ها، بر تقاضای کل و سطح قیمت‌ها تاثیر می‌گذارد (ابووفیا و چمبرز^{۱۴}، ۲۰۱۵).

نرخ ارز: نرخ ارز نقش مهمی در شکل‌دهی سیاست پولی دارد و سیاست پولی اثر مستقیم بر نرخ ارز دارد. بر اساس رهیافت پولی تراز پرداخت‌ها^{۱۵}، هرگونه عدم تعادل در بازار پول منجر به تغییر نرخ ارز شده و سیاست پولی با تغییر حجم پول و نرخ بهره بر نرخ ارز اثر می‌گذارد (اپل یارد و فیلد^{۱۶}، ۲۰۱۷). در کوتاه مدت یکی از عوامل کلیدی تاثیرگذار بر انتظارات تورمی و تورم در اقتصاد ایران، نرخ ارز است و در میان مدت تاثیر بسیار زیادی بر فعالیت‌های اقتصادی دارد.

نظارت بر بازار سرمایه: نظارت بر بازار سرمایه به واسطه چارچوب نظارتی و قانون‌گذاری مستحکم و کیفیت نهادهای نظارتی و اجرایی مرتبط، باعث تقویت ثبات در بازار سرمایه می‌گردد. روزا-شوارز^{۱۷} (۲۰۱۴) دو رکن تقویت‌کننده ثبات بازار سرمایه را چنین تعریف می‌کند:

۱- قانون‌گذاری و چارچوب نظارتی: نظارت صحیح در بازار سرمایه ریسک سیستمی را تقلیل داده، و باعث بهبود رقابت و حمایت از حقوق از سهام‌داران می‌گردد.

۲- کیفیت نهادهای نظارتی و اجرایی در بازار سرمایه: شفافیت، کارائی بازار و حمایت از منافع سهام‌داران، با افزایش کیفیت نهادهای نظارتی و اجرایی افزایش یافته و منجر به اعتماد سرمایه‌گذاران می‌شود.

ویژگی‌های ساختاری و عملکردی سازمان بورس اوراق بهادار: ویژگی ساختاری بورس اوراق بهادار مربوط به عملکرد بازارگردان‌ها، نوسانگیرها، اوراق مشتقه، توسعه نیافتگی بورس و ساختار سازمانی آن است. یکی از مهم‌ترین فعالیت‌های بازار سرمایه مربوط به کارکرد بازارگردان‌ها در بازار است که باعث افزایش کارایی بازار و کاهش عدم تعادل‌های بازار می‌شوند. انواع روش‌های بازارگردانی شامل سیستم بازارگردانی متمرکز در بازارهای مبتنی بر سفارش به شکل تالار، سیستم بازارگردانی مبتنی بر مظنه در بازار الکترونیک، سیستم بازارگردانی غیرمتمرکز در بازارهای مبتنی بر سفارش الکترونیکی است (شن و استار^{۱۸}، ۲۰۰۲).

برای پیشگیری از زیان بازیگران اقتصادی در بازار سرمایه از انواع مشتقات مالی استفاده می‌شود.

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / دوره ۱۵ / شماره ۵۹ / تابستان ۱۴۰۳

پیش‌بینی روند بازار سرمایه، به علت تلاطم^{۱۹} ذاتی روند قیمت‌ها در بازار و با توجه به شرایط محیطی، بسیار پیچیده خواهد بود و این ریسک‌های بالقوه در مورد آینده، زیان‌هنگفتی را به سرمایه‌گذاران تحمیل کرده و باعث خروج آن‌ها از بازار می‌گردد. به منظور پاسخ‌گویی به این مسئله، انواع مشتقات مالی طراحی شده است (جنابی و دهمرده قلعه نو، ۱۳۹۸).

رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران: نظریه مالی رفتاری چالش‌های زیادی در رابطه با تئوری‌های مالی کلاسیک و کارایی بازار دارد. وقتی که سهام‌داران به جای تصمیم‌گیری عقلانی و منطقی خود، از سهام‌داران دیگر تبعیت می‌نمایند و تصمیم خود را به استناد تصمیم سرمایه‌گذاران دیگر تغییر می‌دهند، رفتار توده‌ای ایجاد می‌شود. مالی رفتاری در برگیرنده دو مقوله مهم شامل محدودیت در آربیتراژ^{۲۰} و روانشناسی شناختی^{۲۱} است. محدودیت در آربیتراژ به این نکته اشاره دارد که تحت چه شرایطی نیروهای آربیتراژ در بازار مؤثر و در چه مواقعی غیر مؤثر می‌باشند. روانشناسی شناختی بیان می‌کند که چگونه فرآیندهای تصمیم‌گیری انسانی با توجه به محدودیت‌های شناختی تحت تأثیر قرار می‌گیرد (تلنگی، ۱۳۸۳). رفتار توده‌ای در بازار سرمایه، از تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران حقیقی نشئت می‌گیرد، نه از معاملات سرمایه‌گذاران نهادی که تخصص و تجربه لازم در این حوزه را دارند (کای‌های و لی^{۲۲}، ۲۰۱۷).

پیشینه پژوهش

بررسی پژوهش‌های پیشین، بیانگر توجه انجمن‌ها و مراجع حرفه‌ای به بازار سرمایه بوده و پژوهش‌های انجام شده به شرح زیر است:

ژوو و همکاران (۲۰۲۱) عوامل مؤثر بر روند تغییر شاخص بازار سرمایه را با توجه به تاثیر بازارهای موازی در بازار سرمایه چین را بررسی نموده و به این نتیجه رسیدند که قدرت پیش‌بینی غالب بازار سهام را در روند کشف قیمت و اثرات نوسان نامتقارن و مداوم را تأیید نمود.

کافرا و ویدال توماس^{۲۳} (۲۰۲۱) رفتار شاخص بی‌ثباتی رمز ارزهای پایه و بازارهای سرمایه را طی همه‌گیر شدن کووید ۱۹ از طریق رویکرد انسجام موجک و مدل خود تنظیم سوئیچینگ مارکوف مورد بررسی قرار داده و نتایج نشان دهنده یک بی‌ثباتی مالی در دوران این بیماری است.

اهومن^{۲۴} (۲۰۲۰) با استفاده از روش بردار اتورگرسیو، نوسانات بین قیمت نفت و قیمت سهام چهار بانک آمریکایی را که بیشتر با صنعت نفت کار می‌کنند را بررسی و نتایج حاکی از تغییرات بی‌ثبات‌کننده قیمت نفت بر قیمت سهام بانک‌ها بوده است.

هان^{۲۵} (۲۰۲۰) در پژوهشی شاخص CSI-300 و سهام تشکیل دهنده آن را با معیار انحراف مطلق

ارائه مدلی برای شناسایی عوامل موثر بر بی‌ثباتی.../هاشم نژاد، ابراهیمی و صفری گرایلی

مقطعی مورد بررسی قرار داده و نتیجه گرفت که نمونه انتخاب شده در تاریخ‌های رشد، تحت تأثیر رفتار توده‌ای نیست؛ ولی زمان ریزش بازار، رفتار توده‌ای آن مشخص است.

فاسانیا و آکینده^{۲۶} (۲۰۱۹) عوامل موثر بر سرریز نوسان در بازار سهام نیجریه را مورد ارزیابی قرار داده و نتایج تحقیق نشان می‌دهد که سیاست‌های منطقه، تورم و عوامل مربوط به داخل شرکت‌ها مهمترین عوامل موثر در نوسان و بی‌ثباتی بورس است.

کامینسکا و اسکالر^{۲۷} (۲۰۱۸) در کشور آمریکا، انگلستان و اتحادیه اروپا ارتباط بین پیش‌بینی‌های افق کوتاه تغییرات سهام و عدم اطمینان نرخ‌های سیاست پولی را ارزیابی نموده و به این نتیجه دست یافت که شاخص‌های ساخته شده برای نا اطمینانی نرخ‌های سیاست پولی دارای یک قدرت پیش‌بینی کننده معنی‌دار و مثبت بر تغییرات بازده سهام هستند.

فوش و سیگونویوس^{۲۸} (۲۰۱۸) تأثیر سیاست‌های پولی غیرپیش‌بینی شده بانک مرکزی اروپا بر بازده اضافی سهام در آلمان را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که تغییرات کلی بازده اضافی سهام در آلمان عمدتاً به خاطر تجدید نظر در انتظارات مربوط به سود سهام است و واکنش بازار سهام به شوک‌های سیاست پولی وابسته به وضعیت نرخ بهره واقعی است. در دوره‌های که نرخ بهره واقعی منفی می‌باشد یک سیاست پولی انقباضی غیرمنتظره منجر به کاهش بازده اضافی سهام می‌گردد. کانال‌های پشتیبانی کننده این واکنش، اخبار مربوط به بازده اضافی انتظاری بالا و سود سهام پایین‌تر می‌باشند.

سیوهاییو و همکاران^{۲۹} (۲۰۱۷) با استفاده از روش panel-var، در ۱۲ کشور آفریقایی نشان دادند که تغییرات نرخ بهره در کوتاه مدت اثر مثبت بر بازار سرمایه داشته و عکس آن صادق نمی‌باشد.

ژانگ و همکاران^{۳۰} (۲۰۱۷) با استفاده از مدل VAR غیر خطی در بازار چین، تأثیر شکل‌های مختلف شوک سیاست پولی را با استفاده از ابزارهای سیاستی مختلف مورد بررسی قرار دادند. نتایج آن‌ها بیان‌گر این است که شوک سیاست پولی در چین اثر معنادار و نامتقارن بر عملکرد بازار سرمایه داشته و همچنین سیاست پولی باعث افزایش نوسانات در بازار سرمایه می‌شود. آن‌ها برای بیان وضعیت سیاست پولی از چهار ابزار سیاست پولینرخ ذخیره، نرخ بهره، نرخ ارز و حجم پول استفاده نموده‌اند.

اصغریان و همکاران^{۳۱} (۲۰۱۵)، به بررسی داده‌های فصلی آمریکا در دوره - زمانی ۲۰۱۴ - ۱۹۸۶ با مدل گارچ پرداخته و به این نتیجه دست یافتند که نا اطمینانی متغیرهای کلان اقتصادی تأثیر معنی‌دار بر بی‌ثباتی بازار سرمایه دارد و میزان تأثیر در طی زمان رو به افزایش است.

منسی و همکاران^{۳۲} (۲۰۱۳) بازده و انتقال تلاطم بین شاخص بازار سهام S&P و شاخص قیمتی

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / دوره ۱۵ / شماره ۵۹ / تابستان ۱۴۰۳

کالا، را از طریق مدل VAR-GARCH بررسی نمودند و نتایج بدست آمده حاکی از که سرریز شدن و تلاطم یک طرفه از شاخص بازار سهام S&P به بازار طلا و نفت WTI و سرریز تلاطم دو طرفه بین دو بازار طلا و نفت WTI است.

نیکومرام و همکاران (۱۳۹۴)، با بکارگیری مدل تحلیل برداری خود رگرسیونی و مدل گارچ سرایت‌پذیری تلاطم در بازار سهام ایران را طی دوره ۱۳۸۲-۱۳۹۲ مورد بررسی قرار دادند. و نتایج آن‌ها تأیید اثر سرایت‌پذیری بازار سهام از بازارهای موازی ارز طلا و نفت را نشان می‌دهد.

پرسش‌های پژوهش

پس از مطالعه مبانی نظری و پیشینه، پژوهش حاضر در پی پاسخ دادن به پرسش‌های زیر است:

پرسش اصلی: مدل مفهومی عوامل موثر بر بی‌ثباتی بورس اوراق بهادار تهران با توجه به شرایط محیطی ایران چگونه خواهد بود؟

پرسش فرعی اول: مولفه‌های موثر بر بی‌ثباتی بورس اوراق بهادار تهران با توجه به شرایط محیطی ایران کدامند؟

پرسش فرعی دوم: گزاره‌های (مولفه‌های فرعی) موثر بر بی‌ثباتی بورس اوراق بهادار تهران با توجه به شرایط محیطی ایران کدامند؟

روش‌شناسی پژوهش

در این مطالعه به منظور شناسایی عوامل موثر بر بی‌ثباتی بورس اوراق بهادار تهران از روش نظریه زمینه‌ای استفاده می‌شود. مفهوم "نظریه زمینه‌ای" از کتاب "کشف نظریه مبنایی: استراتژی‌هایی برای تحقیق کیفی" نوشته گلاسر و استراوس (۱۹۶۷) استفاده گردید. روش داده‌بنیاد مقبولیت بیشتری نسبت به سایر روش‌های کیفی دارد و از این روش زمانی استفاده می‌شود که اطلاعات کاملی در مورد موضوع مورد مطالعه وجود نداشته باشد.

در روش داده‌بنیاد، فرضیه پژوهشی وجود ندارد و گردآوری داده‌ها برای نظریه پردازی از طریق مصاحبه‌های عمیق و مطالعات تئوریک بدست می‌آید و به ولسطه کد گذاری این داده‌ها، نظریه پردازی صورت می‌گیرد. در کد گذاری، مفاهیم مربوطه، به داده‌های استخراج شده تخصیص داده می‌شود، به عبارت دیگر داده‌ها تحلیل و مفهوم سازی شده و به شکل خاصی در کنار هم قرار داده شده و طی این فرآیند، نظریه‌ها بر اساس داده‌ها شکل می‌گیرند (استراوس، کوربین ۳۳، ۱۹۹۰).

بر اساس روش داده بنیاد (گرند تئوری)، گردآوری و تجزیه و تحلیل داده‌ها بصورت هم‌زمان انجام

ارائه مدلی برای شناسایی عوامل موثر بر بی‌ثباتی.../هاشم نژاد، ابراهیمی و صفری گرایلی

می‌شود و داده‌ها بطور مستمر و به روش تحلیل مقایسه‌ای بر اساس روش استراوس و کوربین (۱۹۹۰) تحلیل شده‌اند. در این پژوهش به منظور شناسایی عوامل موثر بر بی‌ثباتی بازار سرمایه به بررسی روایت‌های فردی خبرگان مالی پرداخته و سپس نسبت به پیاده‌سازی مصاحبه‌ها، کدگذاری باز (اولیه)، محوری و گزینشی (انتخابی) اقدام شده است.

کد گذاری اولیه (باز): بر اساس تعریف استراوس و کوربین در سال ۱۹۹۰ کدگذاری باز عبارت است از "بخشی از تحلیل که مشخصاً به نامگذاری و دسته‌بندی پدیده از طریق بررسی دقیق داده‌ها مربوط می‌شود". در این روش از کدگذاری، مفاهیم بدست آمده از مصاحبه‌های عمیق بر مبنای میزان رابطه با موضوعات مشابه طبقه‌بندی می‌گردند. و در نتیجه پس از اتمام این مرحله، طبقات مختلفی از داده‌ها ایجاد می‌شود.

کدگذاری محوری: در این مرحله، رابطه علت و معلولی بین مقوله‌ها و طبقات ایجاد شده بر اساس الگوی پارادایمی انجام می‌شود و به پژوهشگر کمک می‌کند تا فرآیند نظریه‌پردازی را به آسانی انجام دهد. و در واقع در این مرحله طبقات اصلی و فرعی مشخص می‌گردند.

کدگذاری گزینشی (انتخابی): در این مرحله پژوهشگر بصورت نظام‌مند دسته‌بندی‌ها و روابط میان آنها را مورد بررسی و تایید قرار می‌دهد و در صورت نیاز تغییرات لازم را در دسته‌بندی‌های اصلی و فرعی انجام می‌دهد. در واقع کدگذاری گزینشی بر اساس نتایج کدگذاری اولیه و محوری، مرحله اصلی نظریه‌پردازی است.



شکل ۱- مراحل تحلیل داده‌بنیاد (واستل، ۲۰۰۱)

جامعه، نمونه آماری و روش نمونه‌گیری

جامعه آماری شامل کلیه اشخاصی است که در حوزه بازار سرمایه به نوعی خبره‌اند (خبرگان مالی شامل اعضای هیات علمی دانشگاه با حداقل مرتبه استادیار که صاحب نظر و دارای تجربه کاری و حرفه ای در بازار سرمایه هستند). و خبرگان مالی از طریق نمونه‌گیری غیر احتمالی برگزیده شده و برای انتخاب نمونه از شیوه نمونه‌گیری گلوله برفی استفاده می‌گردد. تعداد نمونه انتخاب شده به پارامترهایی مثل سهولت دسترسی به اعضا، زمان و هزینه جمع‌آوری داده‌ها بستگی دارد و رسیدن به توافق نظر میان اعضا که هدف از بکارگیری این روش است با افزایش شمار آنان مشکل‌تر می‌گردد. اگر میان اعضا تجانس وجود داشته باشد، حدود ده تا بیست عضو توصیه می‌گردد (پاول، ۲۰۰۳ در حبیبی و همکاران، ۲۰۱۴). بنابراین در پژوهش براساس اعتقاد استراوس و کوربین (۱۹۹۰)، معیارهای مورد نظر پژوهش‌گران در انتخاب افراد آگاه برای مصاحبه‌ها عبارتند از:

(۱) دارا بودن تجربه حرفه‌ای چه از منظر تحصیلات دانشگاهی و چه از منظر بازار سرمایه

(۲) تسلط به پژوهش‌های کیفی و آشنایی با روند مصاحبه

بر مبنای دو معیار فوق ابتدا لیستی از خبرگان مالی بازار سرمایه مشخص شد، این مهم بر اساس بررسی سایت‌های معتبر علمی و پژوهشی صورت گرفته و سپس طریق نمونه‌گیری و بر اساس اشباع نظری، ۱۴ مصاحبه به عمل آمد. نمونه آماری در مرحله اول، سه صاحب نظر به تشخیص پژوهشگران (نمونه‌گیری قضاوتی) بود که از آنها در سال ۱۴۰۰ مصاحبه اکتشافی انجام و در مرحله بعد برای مصاحبه‌های اصلی، نمونه آماری با معرفی مصاحبه‌شوندگان قبلی به پژوهشگران (روش گلوله برفی) انتخاب گردیدند. در این مرحله نیز تعداد ۱۱ مصاحبه طی سال ۱۴۰۱ انجام که در جدول ۱ مشخصات نمونه ارائه می‌شود.

جدول ۱- مشخصات نمونه

ردیف	سن	فراوانی	مرتبه علمی	فراوانی	سابقه کار-سال	فراوانی
۱	۳۰-۲۰	۱	استادیار	۹	۵-۱	۱
۲	۴۰-۳۱	۲	دانشیار	۴	۱۰-۶	۵
۳	۵۰-۴۱	۸	استاد	۱	۱۵-۱۱	۵
۴	بیش از ۵۰	۳			بیشتر از ۱۵	۳

روش و ابزار گردآوری داده‌ها

داده‌های این مرحله از ۲ طریق زیر گردآوری شده است:

ارائه مدلی برای شناسایی عوامل موثر بر بی‌ثباتی.../هاشم نژاد، ابراهیمی و صفری گرایلی

الف) بررسی متون: ابتدا ۱۳ متن با استفاده از روش کتابخانه‌ای برای مرور ادبیات نظری و تحلیل انتخاب و از T1 تا T13 شماره‌گذاری شد.

ب) مصاحبه: در آغاز فرآیند پژوهش مصاحبه‌ها بدون ساختار انجام شده و این روش در جمع‌آوری نظرات مختلف به پژوهش‌گر کمک می‌نمود، در قدم بعدی و با توجه به ساختار یافتن مفاهیم، مصاحبه‌ها در جهت نیمه ساختار یافته هدایت شد، با انجام این فرآیند چارچوب نظری هدفمندی برای تولید محتوای اثربخش‌تر بدست می‌آید. پژوهش‌گران با اتمام مصاحبه‌های انجام شده، اقدام به کدگذاری نموده تا یافته‌ها و مفهوم‌های مشترک تعیین و در مرحله کدگذاری انتخابی با هم تطبیق داده شوند. مقایسه پی‌درپی یافته‌ها منجر به ایجاد طبقه‌بندی‌ها می‌شود (واستل ۳۵، ۲۰۰۱). پژوهش‌گر در کدگذاری محوری، دیدگاه‌های نوظهور در رابطه با موضوع پژوهش را ثبت می‌نماید و در مرحله کدگذاری انتخابی طبقات اصلی و فرعی تهیه و تدوین می‌گردند. روند انجام مصاحبه‌ها در دو مرحله انجام گردید. در مرحله اول، ۳ مصاحبه انجام شد و از EI01 تا EI03 شماره‌گذاری و در مرحله دوم نیز ۱۱ مصاحبه اصلی با خبرگان مالی انجام و از MI01 تا MI11 شماره‌گذاری گردید. از مصاحبه اول تا مصاحبه ۹ تقریباً مدل شکل گرفت چرا که بعد از هر مصاحبه پژوهش‌گران شروع به تحلیل مصاحبه‌ها بر مبنای کدگذاری باز و محوری می‌کردند. از مصاحبه ۹ تا مصاحبه ۱۴ برای مطمئن شدن از رسیدن به نقطه اشباع مصاحبه‌ها ادامه پیدا کرد و اغلب کدها در مصاحبه‌ها تکرار می‌شدند و بر این مبنای در مصاحبه ۱۴، پایان انجام مصاحبه اعلام شد.

اعتبار تحقیق

در پژوهش‌های مربوط به حوزه داده‌بنیاد، اعتبار تحقیق از دیدگاه‌های متفاوتی مورد بررسی قرار می‌گیرد. بنابراین این مفهوم دارای معانی یکسانی نیست و علت آن این است که در بخش مطالعات کیفی، اظهار نظرهای تخصصی مصاحبه‌شوندگان بصورت کاملاً تخصصی است و در این نوع مصاحبه، ذهنیت مصاحبه‌شوندگان نقش بسیار مهمی دارد. بنابراین پژوهش‌گران برای ارزیابی قابلیت اعتماد و صحت یافته‌ها، از شیوه‌های خاصی استفاده می‌نمایند. در این پژوهش از شیوه چند جانبه‌گری برای بررسی اعتبار تحقیق استفاده می‌شود و برای اجرای آن، دیدگاه‌های مختلف مصاحبه‌شوندگان در ۴ بعد به شرح زیر بررسی و تحلیل می‌گردد.

اعتباریابی یا بازبینی توسط مصاحبه‌شوندگان: در این روش از مصاحبه‌شونده خواسته می‌شود تا نسبت به یافته‌هایی که از مصاحبه خودش استخراج شده است اظهار نظر نماید. برای اجرای این روش

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / دوره ۱۵ / شماره ۵۹ / تابستان ۱۴۰۳

با ۱۰ نفر از بین ۱۴ نفر پس از اتمام مصاحبه، در مورد نتیجه مصاحبه مباحثه گردیده که در همه موارد پژوهش‌گر به درستی از نظرات مصاحبه‌کنندگان بهره‌برداری نموده است.

مرور همتا: در این روش با کمک سایر پژوهش‌گران، یافته‌های پژوهش مجدداً طبقه‌بندی و تجزیه تحلیل می‌گردد.

توضیح شیوه یادداشت برداری و انجام پژوهش: در این حالت برای ارزیابی روند پژوهش و تحلیل کدها، نحوه و فرآیند انجام مصاحبه، توسط ۱۰ نفر از مصاحبه‌شوندگان، مجدداً بررسی می‌گردد.

تهیه گزارش مفصل نتایج: در راستای تهیه گزارش مفصل از نتایج پژوهش، جزئیات موقعیت پژوهش در گزارش بصورت کامل بیان شده و بر این اساس مصاحبه‌ها مستند، یادداشت برداری و ضبط شد و گزارش‌دهی مرتب نتایج، منجر به فراهم شدن داده‌های قابل اعتماد گردید که این موضوع مورد تایید قرار گرفت است.

ارائه نتایج

در این قسمت نتایج بدست آمده از کدگذاری باز، محوری و انتخابی به شرح زیر ارائه می‌گردد. شکل ۲ بیانگر واژه‌های پرتکرار (word frequency) حاصل از مصاحبه‌های این پژوهش که در نرم افزار Nvivo استخراج گردیده، می‌باشد.

نرخ ارز تورم
شرایط اقتصادی
کسری بوجه مشکلات سلختزی شرایط
سیلیسی
نظرت دولت
تثیر دولت نرخ بهره
عوامل روانی

شکل ۲ - ابر واژه مستخرج شده از ۱۴ مصاحبه در نرم افزار Nvivo (منبع: یافته‌های پژوهش‌گر)
همانطور که مشاهده می‌شود در طی کدگذاری مفاهیم که از متن مصاحبه‌های انجام شده به دست آمده است، تعداد ۴ مولفه اصلی مطابق جدول ۲ به شرح زیر قابل ارائه می‌باشند: (۱) ویژگی‌های بورس اوراق بهادار تهران، (۲) عوامل اقتصادی، (۳) عوامل سیاسی، (۴) تاثیر دولت.

(۱) ویژگی‌های بورس اوراق بهادار تهران

از دید اکثریت قریب به اتفاق مصاحبه‌شوندگان، ویژگی‌های بورس اوراق بهادار بعنوان یکی از

ارائه مدلی برای شناسایی عوامل موثر بر بی ثباتی.../هاشم نژاد، ابراهیمی و صفری گرایلی

مهم ترین عوامل در بی ثباتی بازار سرمایه نقش داشته است. ویژگی های بورس اوراق بهادار در قالب ۲ مولفه فرعی زیر استخراج شده است: (۱) نظارت بر بورس اوراق بهادار تهران و (۲) ویژگیهای ساختاری و عملکردی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران.

۲) عوامل اقتصادی

بر اساس اظهار نظر مصاحبه شوندهگان، علاوه بر ویژگی های بورس اوراق بهادار، دومین عامل بی ثباتی بازار را میتوان ناشی از مشکلات اقتصادی و عوامل اقتصادی اعلام کرد. این مساله نیز در قالب ۳ مولفه

جدول ۲- کدهای مفهومی و طبقه بندی ناشی از مصاحبه ها

کدگذاری اصلی			کدگذاری تئوری	
کدگذاری انتخابی	کدگذاری محوری	کدگذاری باز		
مولفه های اصلی	مولفه های فرعی	کدهای مفهومی	طبقه بندی اصلی	
ویژگی های بورس اوراق بهادار تهران	نظارت بر بورس اوراق بهادار تهران	کیفیت نهادهای اجرائی و نظارتی	عوامل موثر بر بی ثباتی بورس اوراق بهادار	
		چارچوب نظارتی و قانون گذاری مستحکم		
	ویژگی های ساختاری و عملکردی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران	عملکرد ضعیف بازارگردان ها		استفاده ابزاری نوسانگیرها از بازار سرمایه برای کسب سود
				اوراق مشتقه - عدم وجود اوراق تبعی
				توسعه نیافتگی بورس- تاثیر عوامل خارج از بورس بر آن
				ساختار سازمانی دولتی بورس و شورای عالی بورس
				تمایل به سفته بازی در بازار
				عدم شفافیت اطلاعات
	متغیرهای کلان اقتصادی	رفتار توده ای سرمایه گذاران		عوامل روانی
				حضور پر رنگ دولت در بازار
نرخ بهره واقعی				
نرخ تورم				
قیمت نفت و درآمد نفت				
قیمت طلا				
عدم پاسخگویی				
اقتصاد وابسته به نفت				
عوامل اقتصادی	سرکوب مالی در اقتصاد	بازارهای پول و سرمایه توسعه نیافته		
		رانت و فساد اقتصادی		
		عدم انضباط مالی		

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / دوره ۱۵ / شماره ۵۹ / تابستان ۱۴۰۳

وجود بانک‌های ناسالم و موسسات مالی اعتباری	مشکلات ساختاری در اقتصاد کشور		
مشکلات ساختار بودجه دولت			
مشکلات ساختار قانون پولی و بانکی کشور			
مشکل اقتدار و اثربخشی نظارت بر بانک‌ها			
عدم وجود سیاست اقتصادی منسجم دولت	شوک‌های سیاسی خارجی	عوامل سیاسی	
شوک سیاسی خارجی - تنش‌های آژانس بین‌المللی			
شوک سیاسی خارجی - تنش‌های بین‌المللی			
تحولات سیاسی در قوه مجریه			
شوک سیاسی داخلی - تاثیر اخبار داخلی بر بورس	شوک‌های سیاسی داخلی		
متغیرهای بودجه	سیاست‌های مالی دولت		
مخارج مالی دولت			
توانایی دولت در بازپرداخت بدهی‌ها			
شوک مالی مثبت دولت (سیاست انبساطی دولت)		عملکرد دولت در رابطه با بازار سرمایه	
شوک مالی منفی دولت (سیاست انقباضی دولت)			
ناکارآمدی دولت در کنترل تهدیدها و پیش‌بینی‌ها			
اظهار غیرمسئولانه برخی از مقام‌ها نسبت به بورس			
نامشخص بودن سیاست دولت در بازار سرمایه	سیاست‌های پولی دولت	تاثیر دولت	
دولتی و شبه دولتی بودن بورس			
افزایش نرخ سود بانکی			
تغییر در ترکیب پایه پولی			
نرخ سپرده قانونی	سیاست‌های پولی دولت		
رشد بدهی بانک‌های تجاری به بانک مرکزی			
شرایط آسان اعتباردهی			
عدم محدودیت بر رشد ترازنامه بانک‌ها			
تاخیر و تانی در سیاست‌های پولی دولت	مدیریت نرخ ارز		
نوسان‌های ارزی			
کنترل نوسان‌های نرخ ارز			
صیانت از ذخائر ارزی			
چند نرخ بودن ارز			

منبع: یافته‌های پژوهش‌گر

ارائه مدلی برای شناسایی عوامل موثر بر بی‌ثباتی.../هاشم نژاد، ابراهیمی و صفری گرابلی

فرعی خلاصه شده است: (۱) متغیرهای کلان اقتصادی، (۲) سرکوب مالی در اقتصاد و (۳) مشکل‌های ساختاری در اقتصاد کشور.

(۳) عوامل سیاسی

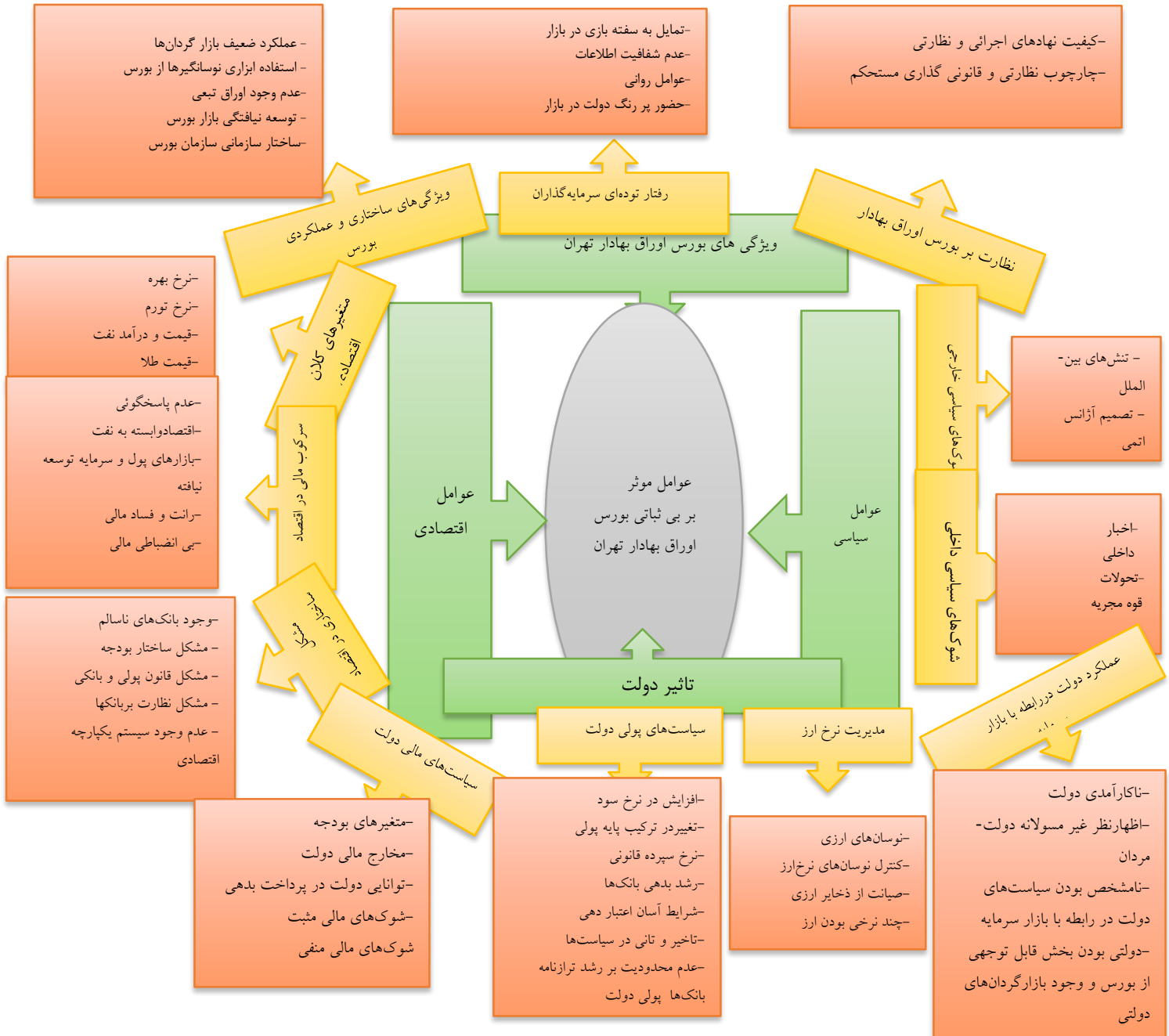
از دیگر عوامل موثر بر بی‌ثباتی بورس اوراق بهادار، عوامل سیاسی می‌باشد که عوامل سیاسی در قالب ۲ مولفه فرعی زیر قابل ارائه می‌باشد: (۱) شوک‌های سیاسی خارجی و (۲) شوک‌های سیاسی داخلی

(۴) تاثیر دولت

با توجه به نظرهای مصاحبه‌شوندگان، تاثیر دولت از عوامل بی‌ثباتی بازار سرمایه محسوب می‌شود که شامل ۳ مولفه فرعی است: (۱) سیاست‌های مالی دولت، (۲) عملکرد دولت در رابطه با بازار سرمایه و (۳) مدیریت نرخ ارز

چارچوب تئوریک

پس از دسته‌بندی و توصیف طبقه‌بندی‌های اصلی و فرعی که براساس کد گذاری اولیه، محوری و گزینشی مصاحبه‌ها بدست آمده است، مدل پژوهش به منظور نظریه پردازی ارائه می‌شود. لذا چارچوب تئوریک و مدل مفهومی عوامل موثر بر بی‌ثباتی بورس اوراق بهادار به ترتیب شکل ۳ ارائه شده است:



شکل ۳ - مدل مفهومی عوامل موثر بر بی ثباتی بورس اوراق بهادار تهران (منبع: یافته های پژوهش گر)

ارائه مدلی برای شناسایی عوامل مؤثر بر بی‌ثباتی.../هاشم نژاد، ابراهیمی و صفری گرایلی

نتیجه‌گیری

همان‌گونه که اشاره شد، بی‌ثباتی قیمت‌ها در بازارهای مختلف، یکی از مهمترین نگرانی‌های مردم و فعالان اقتصادی است. با توجه به اینکه عوامل متعددی بر بی‌ثباتی بورس اوراق بهادار تاثیر گذارند، لذا آگاهی از این مؤلفه‌ها از اهمیت اساسی برخوردار است. از این رو، با توجه به اهمیت موضوع و نیز انجام نشدن پژوهش جامعی در این حوزه، این پژوهش به شناسایی عوامل مؤثر بر بی‌ثباتی بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. بدین منظور برای پاسخ به پرسش نخست پژوهش مبنی بر شناسایی عوامل مؤثر بر بی‌ثباتی بورس اوراق بهادار تهران و ارائه مدل مفهومی مربوطه، با انجام مصاحبه‌های اکتشافی با خبرگان و اجماع نظر ایشان، تعداد ۴ مولفه (معیار) و ۱۲ زیر مولفه (معیار فرعی) است.

در این پژوهش با استفاده از رویکرد کیفی داده‌بنیاد، مدلی مفهومی متناسب با شرایط اقتصادی، اجتماعی، فرهنگی و سیاسی ایران ارائه گردید، و تلاش گردید که این مدل رهنمودی مناسب جهت ثبات بازار سرمایه باشد. لذا با استفاده از روش تحلیل داده بنیاد و انجام مصاحبه‌های اکتشافی با خبرگان مالی و با کدگذاری باز، محوری و انتخابی متن‌ها و مصاحبه‌های انجام شده، مدل مفهومی تدوین شد.

جدول ۲ کد گذاری مولفه‌های اصلی و فرعی و شکل ۳ مدل مفهومی عوامل مؤثر بر بی‌ثباتی بورس اوراق بهادار تهران، موضوع پرسش اصلی پژوهش را ارائه می‌دهد. براساس این شکل و در پاسخ به پرسش فرعی اول پژوهش، مدل عوامل مؤثر بر بی‌ثباتی بورس اوراق بهادار تهران دارای ۴ بعد شامل، ویژگی‌های بورس اوراق بهادار تهران، عوامل اقتصادی، عوامل سیاسی و تاثیر دولت می‌باشد. همچنین در پاسخ به پرسش فرعی دوم پژوهش، مدل عوامل مؤثر بر بی‌ثباتی بورس اوراق بهادار تهران دارای ۱۲ مؤلفه شامل، نظارت بر بورس اوراق بهادار، ویژگی‌های ساختاری و عملکردی بورس اوراق بهادار، رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران، متغیرهای کلان اقتصادی، سرکوب مالی در اقتصاد، مشکلات ساختاری در اقتصاد کشور، شوک‌های سیاسی داخلی، شوک‌های سیاسی خارجی، سیاست‌های مالی دولت، سیاست‌های پولی دولت، عملکرد دولت در رابطه با بازار سرمایه و مدیریت نرخ ارز می‌باشد.

با توجه به نتایج این پژوهش و با گسترش خصوصی‌سازی مالکیت، سهام‌داران خرد افزایش بیشتری پیدا کرده و شاهد مردمی شدن اقتصاد هستیم. در چنین شرایطی دولت به جای ایفای نقش تصدی‌گری، می‌بایست بیشتر به ایفای نقش نظارتی خود مبادرت ورزیده و افزایش ایفای نقش نهادهای ناظر نظیر سازمان بورس، بانک مرکزی و ... ضروری است. بنابراین یکی از موضوع‌های کلیدی که در محیط خاص اقتصادی کشور می‌بایست در خصوص آن تصمیم‌گیری کرد، وضعیت تصدی‌گری دولت و نقش حاکمیتی آن است. و در وضعیت کنونی کشور به منظور مهار بی‌ثباتی بورس اوراق بهادار تهران می‌بایست اقدامات

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / دوره ۱۵ / شماره ۵۹ / تابستان ۱۴۰۳

و برنامه‌های کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت اجرا گردد. در رابطه با اقدامات کوتاه‌مدت بایستی سیاست‌گذاری پولی کشور تغییر و کنترل نوسانات نرخ ارز از طریق پیگیری و آزاد سازی منابع ارزی کشور و از طریق اجرای جدی‌تر پیمان سپاری با کمک ابزارهای بانکی و مالی (ممنوعیت صدور ضمانتنامه یا اعطای تسهیلات و...) انجام شود و در رابطه با اقدامات میان‌مدت نیز بایستی صیانت از ذخایر ارزی به واسطه احتیاط در مصارف ارز و خودداری از تکرار اقداماتی نظیر ارز یارانه‌ای (چند نرخ بودن ارز)، توقف برداشت‌های مکرر از صندوق توسعه ملی برای مصارف بودجه‌ای و... انجام شود. و در برنامه‌های بلند مدت نیز می‌بایست بانک‌های ناسالم تعیین تکلیف شده، ساختار بودجه کشور، قانونی پولی و بانکی کشور اصلاح، چارچوب سیاست پولی کشور تعریف، تغییر لنگر اسمی اقتصاد ایران، افزایش اقتدار و اثربخشی نظارت بر بانک‌ها صورت پذیرد. توضیح اینکه از موارد مذکور، اقدامات و برنامه‌های کوتاه‌مدت هیچ‌گونه نیازی به تصویب قانون ندارد و به سرعت توسط بانک مرکزی و دولت قابل انجام هستند.

ارائه مدلی برای شناسایی عوامل موثر بر بی‌ثباتی.../هاشم نژاد، ابراهیمی و صفری گرابلی

منابع

- ۱) تلنگی، احمد (۱۳۸۳). تقابل نظریه نوین مالی و مالی رفتار، مجله تحقیقات مالی، ۶ (۱۷) ۳۰-۵۲.
- ۲) جنابی، امید و دهمرده قلعه نو، نظر. (۱۳۹۸). قیمت‌گذاری اوراق تبعی با استفاده از مدل هستون کسری-پرسی. تحقیقات مالی، ۲۱(۳)، ۳۹۲-۴۱۶.
- ۳) زمردیان، غلامرضا، شعبان زاده، مهدی، و شریعت زاده، ایرج. (۱۳۹۴). بررسی اثرپذیری بازار سرمایه ایران از عدم اطمینان سیاست پولی و مالی. مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۶(۲۵)، ۸۱-۱۰۶.
- ۴) شهبازی، کیومرث، رضائی، ابراهیم و صالحی، یاور. (۱۳۹۲). تاثیر شوکهای قیمت نفت بر بازدهی سهام در بورس اوراق بهادار تهران: رهیافت SVAR. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۶ (۱۸)، ۱۳۶-۱۲۵.
- ۵) کمیجانی، اکبر و ابراهیمی، سجاد. (۱۳۹۲). اثر نوسان های نرخ ارز بر رشد بهره‌وری در کشورهای در حال توسعه با لحاظ سطح توسعه مالی. مطالعات اقتصادی کاربردی، ۶، ۱-۲۷.
- ۶) کرمی قهی، ولی الله (۱۳۶۵). آزاد سازی مالی. تازه های اقتصاد، ۱ (۱)، ۵۸-۷۲.
- ۷) کریمزاده، مصطفی (۱۳۸۵). بررسی رابطه بلندمدت شاخص قیمت سهام بورس با متغیرهای کلان پولی با استفاده از روش همجمعی در اقتصاد ایران. فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، ۶ (۲۶)، ۴۱-۵۴.
- ۸) میر، جرال (۱۳۷۸). اقتصاد توسعه. ترجمه غلامرضا آزاد، چاپ اول، تهران: نشر نی.
- ۹) نیکومرام، هاشم، پورزمانی، زهرا و دهقران، عبدالمجید. (۱۳۹۴). سرایت پذیری تلاطم در بازار سرمایه ایران. دانش سرمایه گذاری، ۱۱، ۱۷۹-۱۹۹.
- 10) Abouwafia, H.E., Chambers, M.J. (2015). Monetary policy, exchange rates and stock prices in the Middle East region. *International Review of Financial Analysis*, 37, 14-28.
- 11) Appleyard, D.R., Field, A.J. (2017). *International Economics*. New York, NY: McGraw-Hill Education press.
- 12) Asgharian, H., Christiansen, C., & Hou, A. J. (2015). Effects of macroeconomic uncertainty on the stock and bond markets. *Finance Research Letters*, 13, 10-16.
- 13) Boyallian, P., Ruiz-Verdu, P. (2014). "Ceo Risk Taking Incentives and bank Failure during the 2007-2010 Financial Crisis". Carlos III University, Working Paper.
- 14) Butler, K. C., Malaikah, S. J. (1992). Efficiency and inefficiency in thinly traded stock markets: Kuwait and Saudi Arabia. *Journal of Banking & Finance*, 16(1), 197-210.

- 15) Cai, F., Han, S., Li, D. Li, Y. (2017). Institutional Herding and Its Price Impact: Evidence from the Corporate Bond Market. *Journal of Financial Economics*, 131(1),139-167
- 16) Caferra, R., & Vidal-Tomás, D. (2021). Who raised from the abyss? A comparison between cryptocurrency and stock market dynamics during the COVID-19 pandemic. *Finance Research Letters*.
- 17) Clark, W. R., Hallerberg, M. (2000). Mobile capital, domestic institutions and electorally induced monetary and fiscal policy. *American Political Science Review*,94,332–346.
- 18) Ehouman, Y. A. (2020). Volatility transmission between oil prices and banks' stock prices as a new source of instability: Lessons from the United States experience. *Economic Modelling*, 91, 198- 217.
- 19) Fasanya. O. Akindea, A. (2019). Volatility transmission in the Nigerian financial market. *The Journal of Finance and Data Science*, 5, 99-115.
- 20) Fausch, J., Sigonius, M. (2018). The impact of ECB monetary policy surprises on the German stock market. *Journal of Macroeconomics*, 55(c), 46-63.
- 21) Glaser, Barney, Strauss, Anselm (1967) *The Discovery of Grounded Theory: The Strategies for Qualitative Research*, London.
- 22) Habibi, A., Sarafrazi, A., & Izadyar, S. (2014). Delphi Technique Theoretical Framework in Qualitative Research". *The International Journal Of Engineering And Science*, 3(4), 8-13.
- 23) Han, X. (2020). Empirical Research on the Herd Behavior in Chinese Stock Market. 2020 3rd International Conference on Financial Management, Education and Social Science (FMESS 2020). China.
- 24) Kaminska, I., Roberts-Sklar, M. (2018). Volatility in equity markets and monetary policy rate uncertainty. *Journal of Empirical Finance*. 45, 68-83.
- 25) Kasiak, T. (2000). Banking Supervision and the Stability of the banking system. National Bank of Slovakia.
- 26) Mohi-u-Din, S., Mubasher, H. M. (2013). Macroeconomic variables on stock market interactions: The Indian experience. *Advances In Management*, 3, 15-28.
- 27) Mensi, W., Beljid, M., Boubaker, A. Managi, S. (2013). "Correlations and Volatility Spillovers across Commodity and Stock Markets: Linking Energies, Food, and Gold". *Economic Modeling*, 32, 15–22.
- 28) Rojas-Suarez, L. (2014). Towards strong and stable capital markets in emerging market economies. *BIS Paper*, (75c).
- 29) Schuknecht, L., Von Hagen, J., Wolswijk, G. (2009). Government risk premiums in the bond market: EMU and Canada. *European Journal of Political Economy*, 25(3),371-384.

ارائه مدلی برای شناسایی عوامل موثر بر بی ثباتی.../هاشم نژاد، ابراهیمی و صفری گرابلی

- 30) Shen, P., Starr, R.M. (2002). "Market-Makers' Supply and Pricing of Financial Market Liquidity" *Economics Letters*, 76, 53–58
- 31) Strauss, A, L. Corbin, J. (1990). *Basics of Qualitative Research: Grounded Theory Procedures and Techniques*, Sage.
- 32) Subayyal, M., Shah, A. (2011). The Co Integration between Exchange Rates and Stock Prices in Highly Volatile Markets: Evidence from Pakistan. *Middle Eastern Finance and Economics*, 15, 156-163.
- 33) Suhaibu, I., Harvey, S.K., Amidu, M. (2017). The impact of monetary policy on stock market performance: Evidence from twelve (12) African, countries. *Research in International Business and Finance*, c (42), 1372-1382.
- 34) Svensson, L.E.O. (2017). *Leaning Against the Wind: The Role of Different Assumptions About the Costs*. National Bureau of Economic Research, Inc. NBER Working Papers 23745.
- 35) Touil, M., & Mamoghli, Ch. (2020). Institutional environment and determinants of adjustment speed to the target capital structure in the MENA region. *Borsa Istanbul Review*, 16, 1-23.
- 36) Wastell, D. G. (2001). Barriers to effective knowledge management: Action research meets grounded theory. *Journal of Systems&Information Technology*, 5 (2), 21–35.
- 37) Zhang, B., Hu, J., Jiang, M. (2017). *Monetary Shocks and Stock Market Fluctuations: With An Application to the Chinese Stock Market*. *The Singapore Economic Review*, 63(1), 67-86.
- 38) Zhou, X., Zhang, J., & Zhang, Z. (2021). How does news flow affect cross-market volatility spillovers? Evidence from China's stock index futures and spot markets. *International Review of Economics & Finance*, 73, 196-213.

-
- 1 Touil & Mamoghli
 - 2 Capital assetpricing model (CAPM)
 - 3 Arbitrage
 - 4 Butler and Malaikah
 - 5 Mohi-u-Din and Mubasher
 - 6 Schuknecht et al
 - 7 Subayyal & Shah
 - 8 Boyallian and Ruiz
 - 9 Kasiak
 - 10 Zhou et al
 - 11 Clark and Hallerberg
 - 12 Fiscal Sustainability
 - 13 Svensson
 - 14 Abouwafia and Chambers
 - 15 Balance Payment of Monetary Approach
 - 16 Appleyard and Field
 - 17 Rojas-Suarez
 - 18 Shen and starr
 - 19 Volatility
 - 20 Limits to arbitrage
 - 21 Cognitive psychology
 - 22 Cai, Han, Li, & Li
 - 23 Caferra & Vidal-Tomás
 - 24 Ehouman
 - 25 Han
 - 26 Fasanya & Akindea
 - 27 Kaminska & Sklar
 - 28 Fausch & Sigonius
 - 29 Suhaibu et al
 - 30 Zhang et al
 - 31 Asgharian at al
 - 32 Mensiet al
 - 33 Strauss & Corbin
 - 34 Habibi et al
 - 35 Wastell

**Provide a model for identifying the factors affecting the instability of
the Tehran Stock Exchange based on the Grounded theory**

Hossein Hashemnezhad¹

Khadije Ebrahimikahrizangi²

Mahdi Safarigerayeli³

Receipt: 10/04/2023 Acceptance: 07/12/2023

Abstract

Investigating the instability of financial markets, including the stock exchange, is considered one of the most important topics in the literature of international finance. Therefore, the main goal of this research is to identify the main and sub-components affecting the volatility of Tehran Stock Exchange and to present the relevant conceptual model based on the foundation's data analysis. The methodology of this research is part of exploratory research in terms of its goal and its implementation method is qualitative. The statistical population of this research includes financial experts, who were selected by using the snowball sampling method in the number of 14 people. Then by conducting interviews, collecting the necessary data and after coding, the research model based on the theoretical framework includes 12 sub-components in the form of 4 main components: 1) Characteristics of Tehran Stock Exchange 2) Economic factors 3) Political factors 4) The influence of the government was designed. And solutions related to the management of the above factors are also provided.

Key words

Instability, behavioral finance, Grounded Theory

1-PhD student, Department of Accounting, Najaf Abad Branch, Islamic Azad University, Najaf Abad, Iran. ashemnezhadhossein.1358@gmail.com

2-Assistant Professor, Department of Accounting, Najaf Abad branch, Islamic Azad University, Najaf Abad, Iran. (Corresponding Author) Ebrahimi641@yahoo.com

3-Associate Professor, Department of Accounting, Bandar Gaz Branch, Islamic Azad University, Bandar Gaz, Iran. mehdi.safari@yahoo.com