

Identifying factors and explaining the behavior pattern of capital market efficiency in Iran

Iman Zare¹, Saïd Tanasan²

¹ Assistant Professor, Department of Accounting, Payam Noor University, Tehran, Iran (**Corresponding author**), iman.accounting@pnu.ac.ir

² Master's degree, Department of Accounting, Payam Institute of Higher Education, Golpayegan, Iran, info@golpayegancity.ir

Abstract

Purpose: The purpose of the present study is to identify key factors and provide a model to enhance the efficiency of the capital market.

Method: This study was part of the Qualitative Research Group. In line with the research's purpose, data was collected through interviews with 14 capital market experts and university faculty members in 2023. The information gathered was analyzed using the data theory method. The qualitative section utilized deep and semi-structured interviews as the research tool, and the research sample was selected through a combination of unquestioned methods and snowball sampling.

Findings: Legal infrastructure, participants, market information systems, internal factors, political factors, and economic factors have been identified as central issues that explain the capital market performance model. The patterns and concepts presented in the present study open a new door in strengthening the efficiency of the capital market in developing countries, including Iran. The efficiency of the capital market at a semi-strong level will be implemented as a result of its implementation.

Conclusion: The pattern outlined in this study can assist stock market managers and policymakers in enhancing the efficiency of the capital market.

Keywords: Capital Market Performance, Grounded Theory, Information Performance, Iran, Stock Exchange, Shareholders, Investment.

<http://sebaa.journal.qom-iau.ac.ir/>

Received: 2024/02/06 ; Revised: 2024/02/23 ; Accepted: 2024/04/03 ; Published online: 2024/06/26

Publisher: Qom Islamic Azad University

Article type: Research Article

© The Author(s).



شناسایی عوامل و تبیین الگوی رفتار کارآیی بازار سرمایه در ایران

ایمان زارع^۱، سعید تناسان^۲

^۱ استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران (نویسنده مسئول). iman.accounting@pnu.ac.ir

^۲ کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی پیام، گلپایگان، ایران. info@golpayegancity.ir

چکیده

هدف: هدف مطالعه حاضر شناسایی عوامل کلیدی و ارائه الگویی جهت تقویت کارایی بازار سرمایه است.
روش: این پژوهش در گروه تحقیقات کیفی قرار گرفته و در راستای هدف پژوهش، داده‌ها در مصاحبه با ۱۴ نفر از خبرگان بازار سرمایه و اعضای هیئت علمی دانشگاه به صورت مقطعی در سال ۱۴۰۲ بدست آمد. در این مطالعه با استفاده از روش نظریه داده‌بنیاد، اطلاعات به دست آمده تحلیل گردید. ابزار تحقیق در بخش کیفی، مصاحبه عمیق و نیمه ساختاریافته بوده و نمونه پژوهش با استفاده از ترکیب روش‌های غیراحتمالی و گلوله برفی انتخاب شدند.
یافته‌ها: زیرساخت‌های قانونی، مشارکت‌کنندگان، سیستم‌های اطلاعاتی بازار، عوامل داخلی، عوامل سیاسی و عوامل اقتصادی به عنوان مقوله‌های محوری شناسایی شدند که الگوی کارایی بازار سرمایه را تبیین می‌کنند. الگو و مفاهیم ارائه شده در پژوهش حاضر باب نوینی در تقویت کارایی بازار سرمایه در کشورهای در حال توسعه از جمله ایران می‌گشاید و کارایی بازار سرمایه در سطح نیمه قوی در نتیجه پیاده‌سازی آن تحقق خواهد یافت.
نتیجه‌گیری: الگوی ارائه شده در این تحقیق، به مدیران و سیاست‌گذاران سازمان بورس کمک می‌کند تا در راستای حصول کارایی بازار سرمایه از این پژوهش بهره ببرند.

کلیدواژه‌ها: کارایی بازار سرمایه، نظریه داده‌بنیاد، کارایی اطلاعاتی، ایران، بورس، سهامداران، سرمایه‌گذاری.

۱. مقدمه

فرضیه بازار کارا^۱ مبتنی بر این اصل است که تمام اطلاعات موجود در یک بازار مالی کارآمد به طور ایده‌آل و کامل در قیمت یک دارایی منعکس می‌شود (چو و کیم^۲، ۲۰۲۲). کارایی، مسئله قابل بحث مهم در صنایع خدماتی و مالی از جمله بازار سرمایه می‌باشد که در هر کشوری نقش اساسی و مهمی را در راستای رسیدن به توسعه پایدار ایفا می‌کند (استیگلitz^۳، ۲۰۰۰). هرچه بازار سرمایه کارا تر باشد، به همان میزان سرمایه بیشتری در جامعه به سوی فعالیت‌های اقتصادی اساسی سرازیر می‌شود (تان^۴، ۲۰۲۲). این امر به نوبه خود سبب کاهش نرخ تورم، مشکلات تأمین مالی شرکت‌ها، امکان اشتغال بیشتر، میزان رشد تولید ناخالص داخلی بیشتر و در نهایت منجر به رشد اقتصادی آن کشور می‌شود (ابستفلد^۵، ۱۹۹۸). سرمایه‌گذاری از نیازهای اولیه جهت گذار از یک اقتصاد توسعه‌نیافته به توسعه یافته است و میزان سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه و هر سیستم اقتصادی، تعیین‌کننده میزان رشد اقتصادی، رونق بازار و در نهایت بهبود رفاه عمومی است (سینایی و داودی، ۱۳۸۸). اطلاعات نقش اساسی در عملکرد بازار سرمایه ایفا می‌کند و سرمایه‌گذاران خواهان اطلاعاتی هستند که به آن‌ها در جهت انجام یک سرمایه‌گذاری موفق یاری رساند (لی و ژو^۶، ۲۰۱۶). از طرفی، شرکت‌ها برای دستیابی به منابع محدود سرمایه با هم در رقابت هستند. اگر شرکت‌ها طی فرآیند گزارشگری در شرایط بازار کارا، گزارش‌های قابل اتکاء و به موقع ارائه دهند، قادر به جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و نهایتاً کسب موفقیت در جذب سرمایه و رقابت خواهند شد (زارع، ۱۴۰۱). فرضیه بازار کارا، شالوده راهبردی سرمایه‌گذاری بسیاری از افراد و شرکت‌ها را تشکیل می‌دهد (عظیمی و همکاران، ۱۳۹۱). در بازار کارا، اطلاعات هسته مرکزی کارایی است و سرعت انتشار آن نقش عمده و حساسی در کارایی بازار دارد. در چنین بازاری قیمت اوراق بهادار به ارزش ذاتی آن نزدیک است. به طور کلی، زمانی گفته می‌شود که قیمت یک دارایی کارا است که قیمت آن با ارزش بنیادی آن دارایی نزدیک باشد (گلدستاین و یانگ^۷، ۲۰۱۵). علاوه بر این، با توجه به اینکه سرمایه‌گذاری یکی از عناصر اصلی رشد اقتصادی به حساب می‌آید و بازار سرمایه نقش بسیار

1. Efficient Market Hypothesis (EMH)
2. Cho & Kim
3. Stiglitz
4. Tan
5. Obstfeld
6. Li & Zhu
7. Goldstein & Yang

مهمی در تخصیص بهینه منابع و سرمایه‌های ملی ایفا می‌نماید، این مهم منوط به وجود کارایی بازارهای سرمایه است (یعقوب‌نژاد و شیرازی، ۱۳۸۷). بر این اساس، بورس‌ها در تلاش هستند که سازوکار شفافی فراهم کنند که به تشکیل بازار کارایی سرمایه کمک کند (حکمت و همکاران، ۱۴۰۱). بازار کارایی سرمایه مکانی است که قیمت اوراق بهادار مورد معامله در آن، در هر زمان می‌تواند کلیه اطلاعاتی را که در مورد آن اوراق وجود دارد را به‌درستی منعکس نماید (حکمت و همکاران، الف ۱۳۹۹).

بر این اساس، مطالعات زیادی در مورد کارایی اطلاعاتی بازارهای سرمایه وجود دارد. از یک‌سو، این مطالعات، شکل ضعیف یا نیمه قوی فرضیه بازار کارا در ایران را رد می‌کنند (عظیمی و همکاران، ۱۳۹۱؛ حکمت و همکاران، الف ۱۳۹۹، جوزبرکند و پناهیان، ۱۳۹۹)؛ از سوی دیگر، برخی تحول در کارایی بازار سرمایه را تایید می‌نمایند (احمدزاده و همکاران، ۱۳۹۳؛ حکمت و همکاران، ۱۴۰۱). در حالی که فرشادفر و پروکوپچوک (۱۳۹۸) با بررسی کارایی پویا، این حرکت و تحول به سمت کارایی در بازار سرمایه ایران را رد می‌کنند. بنابراین، شواهد حاکی از عدم کارایی در بازار سرمایه ایران است. از طرفی، کارایی در بازار سرمایه، نیازمند تدابیر خاصی از جمله سازوکارهای مبتنی بر توسعه بازار است (بلک و گیلسون^۱، ۱۹۹۸). از آنجا که بسیاری از صنایع تعریف محدودی از کارایی دارند، این امکان وجود دارد که مدیران بازار سرمایه نه‌تنها در شناسایی زیرساخت‌ها و ابزارهای لازم مربوط به کارایی شکست بخورند، بلکه در درک فرصت‌های موجود در فرایند پیاده‌سازی طرح‌های مبتنی بر کارایی نیز ناموفق عمل می‌کنند. به هر حال، باتوجه به اهمیت شناخت و تحلیل موانع رفتاری و مدیریت صحیح آن در توسعه ابزارهای کارایی، هنوز تلاش‌های قابل توجهی از سوی متخصصان بازار سرمایه کشور در زمینه شناسایی رویکرد مطرح شده ارائه نشده است. افزون‌بر این، باتوجه به محدودیت منابع و امکانات و لزوم دستیابی به توسعه در بازار سرمایه جهت رفع این محدودیت‌ها و اثبات نقش کارایی بازار سرمایه در مطالعات متعدد، ضرورت تبیین الگوی کارایی در بازار سرمایه ایران مشهود و ملموس است.

از این‌رو با توجه به اهمیتی که شناخت کارایی می‌تواند بر ایجاد تمایز در محیط رقابتی و بازار داشته باشد، این موضوع از اهمیت بسیاری برخوردار است؛ چراکه یکی از عمده مشکلات و معضلاتی که در بازار سرمایه وجود دارد، پرداختن به بازار سرمایه با نگاه کوتاه‌مدت و هیجانی و لغزش‌های بی‌جهت و ناگسستگی که نشأت گرفته از عدم دریافت اطلاعات کافی و آگاه‌سازی‌های

موثر بوده، صورت می‌گیرد که جهت‌دهی اشتباهی را در بازار سرمایه به‌همراه دارد و همچنان یدک می‌کشد. همزمان با آن وجود نقدینگی‌های سرسام‌آور که بخش‌های اقتصادی دولتی و خصوصی به آن اذعان دارند، سر از جای نادرستی در می‌آورد. یکی دیگر از مشکلات عمده، تأمین مالی صحیح برای بسیاری از شرکت‌ها و پروژه‌های بزرگ در صنایع مختلف است که با بهبود کارایی بازار سرمایه این امر می‌تواند صحیح و پر بازده صورت گیرد (چو و کیم، ۲۰۲۲). با توجه به اینکه در سال‌های اخیر پژوهش‌ها و اقدامات مختلفی در محیط عملیاتی بورس اوراق بهادار تهران برای بهبود کارایی اطلاعاتی صورت گرفته است، ولیکن همچنان عدم کارایی بازار برقرار است (حکمت و همکاران، الف ۱۳۹۹، جوزبرکند و پناهیان، ۱۳۹۹؛ فرشادفر و پروکوپچوک، ۱۳۹۸؛ عظیمی و همکاران، ۱۳۹۱).

در این راستا، پژوهش حاضر درصدد است با ارائه مدل کارایی اطلاعاتی در بازار سرمایه ایران، به رفع این معطل بپردازد. بنابراین، در تحقیق حاضر تلاش شده است تا با هدف شناسایی و اولویت‌بندی مهم‌ترین عوامل مؤثر بر کارایی بازار سرمایه، با رویکرد کیفی مبتنی بر نظریه داده‌بنیاد، الگویی جدید ارائه شود. پژوهش حاضر با رویکردی نوآورانه و متفاوت نسبت به پژوهش‌های پیشین، در جهت رفع معطل کارایی بازار سرمایه، به دنبال یافتن پاسخ علمی به این سؤال می‌باشد: مدل مفهومی و عوامل تاثیرگذار بر کارایی بازار سرمایه چیست؟

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۲-۱. بازار سرمایه کارا

نخستین بار فاما^۱ واژه بازار کارا را در ادبیات مالی ارائه کرد. وی در مقاله مشهور خود با عنوان «بازارهای سرمایه کارا: مروری بر نظریه و مطالعات تجربی»، به تشریح فرضیه بازار کارا پرداخت و بازاری را کارا معرفی کرد که با توجه به اطلاعات موجود در بازار، بازده مورد انتظار حاصل از استراتژی‌های مختلف براساس آن اطلاعات، برابر صفر باشد (ترکی و همکاران، ۱۴۰۰). فرضیه کارایی اطلاعاتی، مدلی برای ارزیابی قیمت سهام فراهم نمی‌کند، اما توانمندی سرمایه‌گذاران برای ارزیابی سهام را به روش مناسبی نشان می‌دهد. در سال ۱۹۹۱ میلادی، فاما در پژوهشی دیگر، آزمون‌های تجربی کارایی بازار را به سه گروه آزمون‌های پیش‌بینی بازده، مطالعات رویدادی و آزمون‌هایی برای اطلاعات نهانی طبقه‌بندی نمود که سه شکل کارایی اطلاعاتی ضعیف، نیمه‌قوی و قوی را دنبال می‌کنند (حکمت و همکاران، ب ۱۳۹۹). پارادایم پشتیبانی‌کننده از فرضیه کارایی بازار، برگرفته از اقتصاد نئوکلاسیک است. اقتصاددانان نئوکلاسیک بر این باورند که مشارکت‌کنندگان بازار

منطقی هستند و بایستی در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری خود، مفروضات کلیدی حداکثرسازی سود و ریسک‌گریزی را داشته باشند، اطلاعاتی که به سرعت منتشر شده و در قیمت‌گذاری‌ها لحاظ می‌شود. به طور کلی، برای اینکه بازاری به صورت کارا شناخته شود، باید بازاری بزرگ و نقد شونده باشد و هزینه معاملات آن بسیار کمتر از عواید حاصل از استراتژی سرمایه‌گذاری مورد انتظار باشد. در حالی که در بازارهای در حال توسعه، نقدشوندگی پایین، عمق معاملات کم، نوسانات قیمت بالا، ثبات کم و سرمایه‌گذاران ناآگاه زیادی با دسترسی به اطلاعات غیرقابل اتکاء وجود دارد (آنگلوسکا^۱، ۲۰۱۸). در بازار سرمایه ایران، که کشوری در حال توسعه است، مطالعات مختلفی به بررسی کارایی بورس اوراق بهادار پرداخته‌اند؛ نکته قابل ذکر در مورد این پژوهش‌ها آن است که بیشتر این پژوهش‌ها به بررسی کارایی در سطوح ایستا و پویا پرداخته و متناسب با روش پژوهش، نتایج متفاوتی به دست آورده‌اند (فرشادفر و پروکوپچوک، ۱۳۹۸). به عنوان نمونه جوزیرکند و پناهیان (۱۳۹۹) قائل به عدم وجود کارایی به شکل ضعیف در بورس تهران می‌باشند و حتی سعدی (۱۳۹۵) در سطح اطمینان ۹۵٪ بازار بورس اوراق بهادار تهران را فاقد کارایی لازم می‌داند. در صورتی که حکمت و همکاران (۱۴۰۱) بر این باورند که درجه کارایی از سال ۱۳۸۵ به بعد در حال بهبود بوده است. از طرفی، فرشادفر و پروکوپچوک (۱۳۹۸) با بررسی کارایی پویا در بازار بورس تهران به این نتیجه رسیدند که شواهدی از وجود حرکت به سمت کارایی در بازار تهران در دوره مورد بررسی وجود ندارد. البته نتایج عمده پژوهش‌های انجام شده در خصوص آزمون‌های کارایی سطح ضعیف، بیشتر دال بر ناکارایی سطح ضعیف بازار سرمایه در ایران است (حکمت و همکاران، ۱۴۰۱). بنابراین، پژوهش حاضر با رویکردی متفاوت از پژوهش‌های پیشین، درصدد ارائه مدلی جهت تقویت کارایی بازار سرمایه در کشورهای در حال توسعه از جمله ایران است.

۲-۲. انواع کارایی در بازار سرمایه

کارایی تخصیصی (تخصیص بهینه سرمایه‌ها): در بازارهای با کارایی تخصیصی، منابع موجود به کارآمدترین و سودآورترین پروژه‌های سرمایه‌گذاری اختصاص می‌یابد و منابع و سرمایه‌ها به بهترین حالت و به شکل بهینه و مطلوب بهره‌برداری می‌گردد. در این بازارها، سرمایه‌ها در طرح‌های دارای بیشترین بازدهی متناسب با ریسک معمول، مورد استفاده واقع می‌شوند (عبدوراخمانوا و همکاران^۲، ۲۰۲۰).

1. Angelovska

2. Abdurakhmanova

کارایی عملیاتی (افزایش سرعت نقدشوندگی): منظور از عملیاتی بودن بازار این است که سرعت معاملات و مبادلات در بازار بالا باشد و انجام معاملات با پایین‌ترین سطح هزینه صورت بگیرد. این نوع کارایی منجر به افزایش سرعت نقدشوندگی دارایی‌ها می‌شود (هان و همکاران^۱، ۲۰۲۰).

کارایی اطلاعاتی (تعیین عادلانه قیمت اوراق بهادار): اگر اطلاعات کافی در بازار وجود داشته باشد و این اطلاعات به سرعت بر قیمت‌ها تأثیر بگذارند، چنین بازاری کارآ نامیده می‌شود. در چنین بازاری قیمت اوراق بهادار به ارزش ذاتی آن نزدیک است. بازار کارا باید نسبت به اطلاعات جدید، حساس باشد. اگر اطلاعات جدیدی به اطلاع عموم برسد، قیمت‌ها متناسب با اطلاعات جدید تغییر خواهند کرد (فلاح شمس و تیموری شندی، ۱۳۸۴). اگر برای تقسیم‌بندی بازارها از انواع اطلاعات به عنوان مبنای طبقه‌بندی استفاده کنیم، بازارها به سه دسته ضعیف، نیمه‌قوی و قوی تقسیم می‌شوند.

بازارهایی با کارایی ضعیف (اطلاعات مربوط به گذشته): در این نوع بازارها همه از روند قیمت در گذشته اطلاع دارند، بنابراین، نمی‌توان از اطلاعات یا روند گذشته قیمت سهام برای انتخاب سهامی با نرخ بازده بسیار بالا در آینده استفاده کرد، چون همه اطلاعات مشابهی در اختیار دارند.

بازارهایی با کارایی نیمه قوی (تمام اطلاعات عمومی): شکل نیمه قوی فرضیه بازار کارا بیان می‌کند که قیمت سهام شرکت، همه اطلاعات در دسترس عموم درباره چشم‌انداز شرکت را منعکس می‌کند. اطلاعات در دسترس عموم شامل گزارش‌های سالانه و داده‌های مربوط به مشاور سرمایه‌گذاری می‌باشد. در این قبیل بازارها اطلاعات مربوط به گذشته و همچنین آگاهی از تمامی اطلاعات عمومی، برتری و مزیتی در مورد انتخاب سرمایه‌گذاری به وجود نمی‌آورد. تنها در صورتی که اطلاعات جدید ارائه شود، قیمت سهام تغییرات قابل ملاحظه‌ای خواهد داشت. براساس این فرضیه، همه اطلاعات در دسترس بازار فوراً در قیمت جاری سهام منعکس می‌شوند. شواهد قویاً از کارایی نیمه‌قوی پشتیبانی می‌کند، اما برخی مطالعات این شکل از کارایی بازار را رد می‌نمایند. برای مثال می‌توان به مواردی از جمله شرکت‌های کوچک و شرکت‌هایی با نسبت P/E پایین اشاره کرد (بهاتیا و همکاران^۲، ۲۰۲۰).

بازارهایی با کارایی قوی (تمام اطلاعات شامل خصوصی و عمومی): اگر قیمت‌ها منعکس‌کننده تمامی اطلاعات عمومی و خصوصی و محرمانه در مورد سهام باشد، بازار کارایی قوی دارد. در این صورت سرمایه‌گذار نمی‌تواند از اطلاعاتی که تنها در اختیار گروه خاصی قرار دارد، بهره ببرد. براساس این فرضیه، اگر افرادی دارای اطلاعات خاص باشند، سهام شرکت را خرید و فروش می‌کنند

و این باعث می‌شود که قیمت با توجه به این اطلاعات خاص تعدیل شود. در بازارهای با کارایی قوی، هیچ فردی نمی‌تواند از داشتن اطلاعات خاص یا اطلاعاتی که در دسترس دیگران نیست و تنها گروه خاصی آن را در اختیار دارند، سود به دست آورد؛ زیرا قیمت سهام شرکت به طور کامل اطلاعات مزبور را منعکس می‌سازد. مشاهدات تجربی نشان می‌دهد که کارایی قوی، در اکثر بازارها برقرار نمی‌باشد. شواهد بیانگر این است که مدیران شرکت قبل از انتشار برای عموم، دسترسی کافی به اطلاعات مربوطه دارند، که آن‌ها را قادر می‌سازد سود معاملاتی بر مبنای اطلاعات کسب کنند (چو و کیم، ۲۰۲۲).

۳-۲. پیشینه پژوهش

احمدی نیسانی و همکاران (۱۴۰۳)، در پژوهشی خود تاکید بر وفاداری سهامداران، به این نتیجه رسیدند که وفاداری سهامداران منجر به سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران می‌شود و سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران می‌تواند منجر به کارایی بازار سرمایه گردد. بدین ترتیب که مدیران از اطلاعات در دسترس و خصوصی، در جهت منافع شخصی خود استفاده نکرده و منافع همه مالکان را در نظر خواهند گرفت و بازار را به سمت کارایی سوق خواهند داد.

حکمت و همکاران (۱۴۰۱)، نیز در بررسی کارایی ضعیف بازار سرمایه ایران با استفاده از مدل‌های ضریب ثابت و ضریب متغیر با در نظر گرفتن محدودیت دامنه نوسان، نشان دادند که با رفع محدودیت دامنه نوسان می‌توان کارایی را در بازه زمانی طولانی‌تر تایید کرد. همچنین با توسعه بازار سرمایه، درجه کارایی از سال ۱۳۸۵ به بعد در حال بهبود بوده است.

جوزبرکنند و پناهیان (۱۳۹۹)، در پژوهشی به ارزیابی کارایی بازار سرمایه با استفاده از مدل‌های پیشرفته اقتصادسنجی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج آزمون‌ها نشان‌دهنده عدم وجود کارایی به شکل ضعیف در بورس تهران بوده و این عدم کارایی نسبت به اول دوره تغییر معنی‌داری نداشته است.

حکمت و همکاران (۱۳۹۹ الف)، در پژوهشی اطلاعات حسابداری و کارایی بازار سهام در سطح نیمه قوی را بررسی کردند. نتایج حاصل از مدل‌های مذکور با سه معیار مختلف بازدهی بر روی نمونه‌ای متشکل از ۵۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۶ حاکی از امکان کسب بازده اضافی غیرقابل تبیین توسط اندازه و ریسک سیستماتیک و انحراف قیمت‌های بازار از ارزش‌های بنیادی است. لذا، کارایی بازار سرمایه ایران در سطح نیمه قوی را نمی‌توان تأیید کرد.

فرشادفر و پروکوپچوک (۱۳۹۸)، با بررسی کارایی پویا در بازار بورس تهران با استفاده از فیلتر

کالمن به این نتیجه رسیدند که در بورس اوراق بهادار تهران فرضیه کارایی ضعیف در سطح ایستا در دوره مورد بررسی صادق نیست و شواهدی از وجود حرکت به سمت کارایی در بازار تهران در دوره مورد بررسی وجود ندارد.

سعدی (۱۳۹۵)، در بررسی و آزمون کارایی بازار بورس اوراق بهادار تهران در محدوده زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۳، نشان دادند که سری زمانی از فرآیند گام تصادفی تبعیت نکرده و همچنین انعکاس اطلاعات جدید در قیمت سهام شرکت‌ها به کندی صورت می‌گیرد، و در سطح اطمینان ۹۵٪ بازار بورس اوراق بهادار تهران فاقد کارایی لازم است.

عظیمی و همکاران (۱۳۹۱) ضمن بررسی ناهنجاری‌های تقویمی از جمله اثر روزهای معاملاتی هفته، اثر ماه‌های خاص سال و نیز ناهنجاری‌های غیرتقویمی مانند اثر انتشار اولیه سهام و اثر سهام از قلم افتاده بر کارایی بازار سرمایه ایران، به این نتیجه رسیدند که بورس ایران حتی در سطح ضعیف یا نیمه قوی کارا نبوده و رفتار قیمتی سهام، تابع الگوی تصادفی صرف نیست.

زهید و سیمگامگون^۱ (۲۰۲۴) در پژوهشی نشان دادند که پذیرش استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی، بر یکپارچگی بازارهای سرمایه موثر است و این یکپارچگی سبب کارایی بازار سرمایه خواهد شد.

لابائو^۲ (۲۰۲۴)، در پژوهشی جهت بررسی کارایی بازار سرمایه برای اولین بار به موضوع خوشه‌بندی قیمت (تمایل به انباشته شدن قیمت‌ها در اعداد معین توسط سرمایه‌گذاران) در سهام اسلامی پرداخته و نشان داد که این موضوع در بازار سهام فراگیر بوده و با کارایی بازار سرمایه در تضاد است.

رازا و همکاران^۳ (۲۰۲۳)، با بررسی کارایی بازار سرمایه در بازارهای نوظهور، به این نتیجه رسیدند که راندمان اطلاعاتی نسبتاً بالای سهام منطبق با شرع نشان می‌دهد که آنها شفاف‌تر هستند و سرمایه‌گذاران می‌توانند بیشتر به سهام منطبق با شرع و قوانین اعتماد کنند. این سطح بالاتر از شفافیت و اعتماد منجر به بازدهی پایدارتر و سطوح پایین‌تر ریسک حتی در زمان آشفته‌ای مانند کووید-۱۹ می‌شود.

تان^۴ (۲۰۲۲)، با بررسی تاثیر کارایی بازار بر رشد اقتصادی نشان داد که اثرات کارایی بر رشد،

1. Zahid & Simga-Mugan
2. Lobão
3. Raza
4. Tan

بدون ابهام نیست. نتایج حاکی از آستانه‌ای تحت عنوان نسبت گردش مالی بازار سهام به رشد اقتصادی بوده که افزایش فراتر از آن به اقتصاد کشورهای توسعه یافته لطمه می‌زند. یکی از پیامدهای سیاستی یافته‌ها این است که رهبران و سیاست‌گذاران بانک‌ها باید اقدامات پیشگیرانه‌ای را در مورد هزینه‌های سربار و سیاست‌های آزادسازی بازار سهام انجام دهند تا پس‌اندازها به طور مؤثر از طریق سیستم مالی بین بخش‌های مالی و واقعی تخصیص داده شود.

چو و کیم^۱ (۲۰۲۲)، در پژوهشی با بررسی کارایی بازارهای مالی با معیارهای غیرکمی، به مشکل کمی کردن کارایی بازار با انعکاس پویایی ناکارآمد بازارهای مالی که مدت‌هاست یک چالش بزرگ بوده، پرداخته و نشان می‌دهند که اگرچه کارایی اطلاعاتی بازارهای مالی ممکن است، یک وضعیت با کارایی بالا در بازارهای جهانی را نشان دهد، ولیکن این بازارها به دلیل گسترش ریسک سیستماتیک، در معرض خطر هستند.

سیلوا^۲ (۲۰۲۲)، کارایی بازار و ظرفیت قیمت سهام برای ردیابی سودآوری آینده یک شرکت را بررسی کردند. نتایج نشان داد که یک ارتباط قوی بین میانگین امتیاز شاخص‌های کارایی بازار و حساسیت بازده سهام فعلی، نسبت به سودآوری آتی وجود دارد. این نتایج برای چندین آزمون حساسیت، از جمله تعاریف مختلف سودآوری، جریان‌های نقدی، سود خالص شرکت و بازده دارایی قوی هستند. به طور کلی، سایر شاخص‌ها پس از کنترل اثر نقدینگی یا محیط اطلاعاتی، یک ارتباط ضعیف را نشان می‌دهند.

گوآدر و تیلور^۳ (۲۰۱۸)، در پژوهشی به بررسی کارایی شرکت، وضعیت اعتباری و سرمایه‌گذاری پرداختند. این پژوهش درصدد مشخص کردن نقش جریان نقدینگی در بررسی تأثیر نواقص بازار سرمایه بود. نتایج نشان داد که وضعیت اعتباری محدود شرکت با افزایش کارایی آن تغییر می‌کند. علاوه بر آن، سرمایه‌گذاری شرکت‌هایی که محدودیت مالی دارند، نسبت به جریان نقدینگی حساسیت دارد. همچنین، این حساسیت از نظر آماری معنی‌دار است و با کارایی شرکت رابطه منفی دارد.

آدامز و همکاران^۴ (۲۰۱۷)، در پژوهشی به بررسی کارایی اطلاعاتی و حساسیت سرمایه‌گذار نسبت به قیمت سهام پرداختند. نتایج نشان داد زمانی قیمت در بازار دارای کارایی اطلاعاتی است که نوعی حباب قیمتی ایجاد می‌شود که بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران نسبت به قیمت سهام تأثیرگذار است.

1. Cho & Kim
2. Silva
3. Quader & Taylor
4. Adams

۴-۲. سوالات پژوهش

با توجه به بیان مسأله پژوهش و اینکه هدف اصلی پژوهش حاضر، تدوین مدل مفهومی کارایی بازار سرمایه در کشور ایران است، این پژوهش به دنبال یافتن پاسخ علمی برای سوال زیر می‌باشد: از دیدگاه خبرگان و صاحب‌نظران، مدل مفهومی و عوامل تاثیرگذار بر کارایی بازار سرمایه چیست؟

۳. روش پژوهش

هدف پژوهش حاضر شناسایی عوامل کلیدی و ارائه الگویی جهت تقویت کارایی بازار سرمایه در ایران است. بنابراین پژوهش حاضر از نظر رویکرد توسعه‌ای- بنیادی است. در اجرای این پژوهش از روش کیفی استفاده شد. از منظر بعد زمانی مقطعی است؛ زیرا مصاحبه‌ها در سال ۱۴۰۲ انجام شده‌اند. از نظر منطق اجرا یا نوع استدلال، استقرایی است. از منظر داده‌ها با استفاده از روش داده‌بنیاد با رویکرد ظاهرشونده (گلیزری) مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. در واقع تئوری داده‌بنیاد، روشی برای کسب شناخت، پیرامون موضوعاتی است که قبلاً در مورد آنها تحقیق جامع و عمده‌ای صورت نگرفته است و دانش ما در آن زمینه محدود است. در این راهبرد، گردآوری و تحلیل داده‌ها و نظریه‌ای که در نهایت از داده‌ها استنتاج می‌شود، در ارتباط نزدیک با یکدیگر قرار دارند. این روش به پژوهشگر این امکان را می‌دهد در مواردی که امکان تدوین فرضیه وجود ندارد و یا انسجام نظری در رابطه با موضوع مورد بررسی نیست، به جای استفاده از نظریه‌های از پیش تعریف شده، نظریه جدیدی تدوین کنند. نظریه جدید، نه بر مبنای نظر شخصی پژوهشگر، که در واقع براساس داده‌های گردآوری شده از محیط واقعی و در شرایط واقعی تدوین می‌شود. جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها از سه مرحله کدگذاری باز، محوری و انتخابی که شیوه مورد استفاده در پژوهش‌های داده‌بنیاد از نظریه استراوس و کوربین است، استفاده شد (استراوس و کوربین^۱، ۱۹۹۸).

ابزار گردآوری داده‌ها، مصاحبه نیمه ساختاریافته و جامعه آماری پژوهش شامل خبرگان فعال در حوزه بازار سرمایه ایران در دو بخش آکادمیک شامل اعضای هیأت علمی دانشگاه با حداقل مرتبه استادیاری و بخش اجرایی شامل مدیران شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار است. جمع‌آوری اطلاعات تا زمان به اشباع رسیدن داده‌ها ادامه پیدا کرد، که در این پژوهش بعد از انجام ۱۴ مصاحبه، اشباع نظری حاصل شد که به غیر از دو مورد که به علت عدم دسترسی تلفنی صورت گرفت، سایر مصاحبه‌ها حضوری انجام شد. مشخصات جمعیت‌شناختی جامعه مورد مطالعه در جدول (۱) آمده است.

جدول ۱- ویژگی دموگرافیک خبرگان

اعضای هیأت علمی دانشگاه		مدیران شرکت‌های فعال در بورس		ویژگی‌های جمعیت‌شناختی
فراوانی	درصد	فراوانی	درصد	
۶	۴۳٪	۸	۵۷٪	شغل
۴۳/۳۷		۴۸/۶۷		میانگین سن
۹/۲۱		۹/۶۸		انحراف معیار سن
۱۳/۵۶		۱۲/۴۱		میانگین سابقه کاری
۸/۶۷		۹/۵۴		انحراف معیار سابقه کاری

پژوهش حاضر در دو گام اجرا شد. در گام اول تلاش گردید که داده‌های اولیه این پژوهش از طریق مصاحبه ساختارنیافته با خبرگان و با رویکردی اکتشافی با استفاده از یک سؤال کلی و باز که با پیشرفت در مصاحبه و بسته به موقعیت، سؤال‌های دقیق‌تری مطرح می‌شد، جمع‌آوری گردد. برای این منظور از روش نمونه‌گیری نظری (گلوله برفی) استفاده گردید و عمل نمونه‌گیری و انجام مصاحبه نیز تا زمانی که مفاهیم و مقوله‌ها به اشباع رسیده باشند، ادامه یافت. در دو مصاحبه آخر هیچ داده جدیدی معرفی نگردید که پژوهشگر تشخیص داد، داده‌های گردآوری شده به نقطه اشباع رسیده و نیازی به انجام مصاحبه‌های جدید نیست. گام دوم، فرآیند کدگذاری داده‌ها براساس سه سطح کدگذاری باز، کدگذاری محوری و کدگذاری انتخابی است. طی کدگذاری باز، داده‌ها به بخش‌های مجزا خرد می‌شوند و برای به دست آوردن مشابهت‌ها و تفاوت‌هایشان بررسی می‌گردند. سپس این «مفاهیم» براساس مشابهت‌هایشان طبقه‌بندی می‌شوند که به این کار «مقوله‌پردازی» گفته می‌شود. «مقوله» مفهومی است که از سایر مفاهیم انتزاعی‌تر است و بنای نظریه از آنها تشکیل می‌شود. به طور خلاصه، نتیجه کدگذاری باز مجموعه‌ای از مقوله‌های مفهومی ایجاد شده از داده‌ها است. در کدگذاری محوری بین مقوله‌های اساسی که در کدگذاری باز گسترش یافته‌اند، در سطح ویژگی‌ها و ابعاد، ارتباطات درونی برقرار می‌شود. در پایان این مرحله، مقوله‌ها برحسب شرایط به شرایط علی^۱، شرایط مداخله‌گر^۲، شرایط زمینه‌ای^۳، راهبردها^۴ و پیامدها^۵ تقسیم می‌شوند. در کدگذاری انتخابی، که اصلی‌ترین بخش نظریه داده‌بنیاد است (مرادی و یحیایی، ۱۳۹۹)، نظریه‌پرداز داده‌بنیاد، براساس الگوی ایجاد شده با برقراری ارتباط بین مقوله محوری با سایر مقوله‌ها، به نگارش

1. Causal Conditions
2. Intervening Conditions
3. Contextual Conditions
4. Strategies
5. Consequences

نظریه می‌پردازد (عبدی، کردستانی و رضازاده، ۱۳۹۸). مقوله اصلی در این پژوهش «کارایی بازار سرمایه» است. در پژوهش حاضر از روش نموداری برای بیان مدل و نتیجه پژوهش (استراوس و کوربین، ۱۹۹۸) استفاده شده است.

۴. یافته‌های پژوهش

یافته‌های پژوهش حاصل فرایند سه‌گانه کدگذاری به شرح زیر می‌باشد:

۴-۱. کدگذاری باز

در این مرحله، داده‌های مشابه گروه‌بندی و نامگذاری شدند. کدگذاری باز از طریق بررسی عمیق و دقیق نوشته‌ها، مصاحبه‌ها یا اسناد و به صورت خط به خط و حتی کلمه به کلمه انجام می‌شود و فرآیند تحلیل نامگذاری مفاهیم و طبقه‌بندی و کشف ویژگی‌ها و ابعاد آنها در داده‌ها از طریق انجام مقایسه‌ای مدام است که پژوهشگر مفاهیم را از زوایای مختلفی بررسی و تحلیل می‌کند. تعداد کل مفاهیم و مقوله‌های اصلی در این پژوهش به ترتیب ۳۰ مفهوم و ۶ مقوله بوده است.

۴-۲. کدگذاری محوری

کدگذاری محوری عبارت از رویه‌هایی است که از طریق پیوند بین معیار و معیارهای فرعی، داده‌ها را با یکدیگر ارتباط می‌دهد و به فرآیند شکل‌دهی معیارها اشاره دارد. این کار با استفاده از یک پارادایم مدل الگویی انجام می‌شود تا روابط بین شرایط علی، پدیده محوری، شرایط زمینه‌ای، شرایط مداخله‌گر، راهبردها و پیامدها را نشان دهد. هدف از این مرحله برقراری رابطه بین طبقه‌های تولید شده در مرحله کدگذاری باز است. در این مرحله، با غربالگری، حذف کدهای تکراری و یکپارچه نمودن کدهای هم‌معنی، شاخص‌های استخراج شده از متون مصاحبه‌ها مقوله‌بندی می‌شوند. ارتباط سایر طبقه‌ها با پدیده محوری در شش عنوان می‌تواند تحقق داشته باشد که عبارتند از: عوامل داخلی، عوامل سیاسی، عوامل اقتصادی، سیستم اطلاعاتی بازار، مشارکت‌کنندگان در بازار و زیرساخت‌های قانونی (استراوس و کوربین، ۱۹۹۸). لذا، با استفاده از کلیه شاخص‌های به دست آمده از مرحله کدگذاری باز، در این مرحله به تعیین مقوله‌ها به شرح زیر پرداخته شده است.

شرایط علی: شرایط علی به شرایطی گفته می‌شود که عامل اصلی به وجود آورنده پدیده مورد مطالعه (کارایی بازار سرمایه) باشد. براساس نتایج کدگذاری ثانویه پژوهش، شاخص‌های عایدی هر سهم، سود تقسیمی هر سهم، نسبت قیمت بر درآمد و افزایش سرمایه حاصل از تجزیه سهام به عنوان شرایط علی در تقویت کارایی بازار سرمایه در ایران، برای مقوله محوری عوامل داخلی انتخاب شدند.

پدیده محوری: با توجه به هدف پژوهش که مدل‌سازی کارایی بازار سرمایه است، پدیده محوری،

مطالعه و شناسایی عوامل موثر بر تقویت کارایی بازار سرمایه در نظر گرفته می‌شود.

شرایط زمینه‌ای: شرایط زمینه‌ای نشان‌دهنده یک سری خصوصیات ویژه است که بر پدیده‌ای دلالت می‌کند. به عبارتی، محل حوادث یا وقایع مرتبط با پدیده‌ای است که در آن کنش متقابل برای کنترل، اداره و پاسخ به پدیده صورت می‌گیرد. شرایط عمومی و خاصی است که ضمن توسعه یا تهدید پدیده، موید اهمیت پدیده بوده و بر راهبردها تأثیر می‌گذارد. «آیا قوانین تنبیهی برای استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی، با توجه به زیرساخت‌های قانونی باید وجود داشته باشد؟» نمونه‌ای از سوالات این بخش است. براساس نتایج کدگذاری ثانویه پژوهش، شاخص‌های هماهنگی سیاست‌های بورس با سیاست‌های دولت، عدم محدودیت در دامنه نوسان قیمتی، وجود مقررات تنبیهی مناسب برای استفاده‌کنندگان از اطلاعات نهایی، وجود چارچوب مناسب حقوقی و هماهنگی قوانین مربوط به بازار سرمایه، به‌روزرسانی قوانین و مقررات، اجرای صحیح آیین‌نامه‌های حاکمیت شرکتی به منظور افشای به موقع اطلاعات، وضع قوانین مناسب جهت حمایت از سرمایه‌گذاران به عنوان شرایط زمینه‌ای در تقویت کارایی بازار سرمایه در ایران، برای مقوله محوری زیرساخت‌های قانونی انتخاب شدند.

شرایط مداخله‌گر: شرایط میانجی، کلی و وسیع هستند که بر چگونگی کنش متقابل اثر می‌گذارد. وقوع این عوامل باعث تقویت یا بی‌اثر شدن راهبردهای مدیران برای مدیریت کردن می‌گردد. «آیا لازمه سرمایه‌گذاری در هر اقتصاد، وجود پس‌انداز است؟» نمونه‌ای از سوالات این بخش است. لازمه سرمایه‌گذاری در هر اقتصاد، وجود پس‌انداز است. براساس نتایج کدگذاری ثانویه پژوهش، شاخص‌های افزایش قوت گرفتن احتمال توافق سیاسی، افزایش حمایت دولت از بورس، افزایش تحریم‌ها، تولید ناخالص ملی، پس‌انداز، نرخ مالیات، حجم نقدینگی، نرخ ارز، و نرخ تورم به عنوان شرایط مداخله‌گر در تقویت کارایی بازار سرمایه در ایران، برای مقوله‌های محوری عوامل سیاسی و اقتصادی انتخاب شدند.

راهبردها و اقدامات: راهبردهای موردنظر در تئوری داده‌بنیاد به ارائه راه‌حل‌هایی برای مواجهه با پدیده مورد مطالعه اشاره دارد که هدف آن اداره پدیده، برخورد با آن و حساسیت نشان دادن در برابر آن است. این راهبردها و اقدامات، تعاملات و کنش‌هایی هستند که جامعه آماری مدنظر در این پژوهش، برای تقویت کارایی بازار سرمایه به کار می‌گیرند. «آیا سیستم اطلاعاتی بازار باید به گونه‌ای باشد که خدمات اطلاع‌رسانی در سطح ملی را پوشش دهد؟» نمونه‌ای از سوالات این بخش است. براساس نتایج کدگذاری ثانویه پژوهش، شاخص‌های شفاف‌سازی اطلاع‌رسانی، دادوستد دارندگان اطلاعات نهایی یا عدم وجود رانت اطلاعاتی، انعکاس به‌موقع و سریع اطلاعات، پوشش کافی خدمات

اطلاع‌رسانی در سطح ملی، آگاهی سهامداران از برنامه‌های عملیاتی مالی و سرمایه آتی، جلوگیری از شایعه‌پراکنی، به عنوان راهبردها و اقدامات در تقویت کارایی بازار سرمایه در ایران، برای مقوله محوری سیستم اطلاعاتی بازار انتخاب شدند.

پیامدها و نتایج: پیامدها نتیجه کنش و واکنش شرایطی است که در خصوص پدیده وجود دارد. «آیا واسطه‌ها و نهادهای مالی در بازار سرمایه، به عنوان مشارکت‌کنندگان بازار هستند؟»، نمونه‌ای از سوالات این بخش است. براساس نتایج کدگذاری ثانویه پژوهش، نقش بخش خصوصی در فعالیت‌های بورسی، کافی بودن موسسات و سرمایه‌گذاری، وجود متخصصان و تحلیل‌گران بازارهای مالی، بالا بودن کیفیت خدمات ارائه شده توسط دفاتر کارگزاری و واسطه‌ها، وجود انواع واسطه‌ها و نهادهای مالی در بورس، به عنوان پیامدها و نتایج تقویت کارایی بازار سرمایه در ایران، برای مقوله محوری مشارکت‌کنندگان در بازار انتخاب شدند. بنابراین، در این مرحله، شناسایی شاخص‌ها و مقوله‌های مدل جهت تقویت کارایی بازار سرمایه در ایران از متون مصاحبه انجام شد. در مرحله کدگذاری محوری، از میان مقوله‌های شناسایی شده با توجه به موضوع پژوهش، مقوله تقویت کارایی بازار سرمایه به عنوان مقوله یا پدیده محوری انتخاب شد. با استفاده از پارادایم تئوری داده‌بنیاد نظام‌مند استراوس و کوربین (۱۹۹۸)، ارتباط میان مقوله محوری و سایر مقوله‌ها برقرار گردید. کلیه شاخص‌های به دست آمده از مرحله کدگذاری باز، محوری و انتخابی در جدول (۲) آمده است.

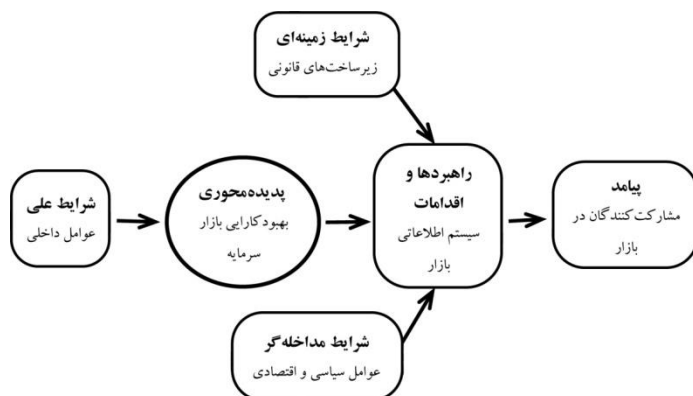
جدول ۲- پارادایم مقوله‌های اصلی و فرعی پژوهش

مقوله انتخابی	مقوله محوری	مقوله باز
شرایط علی	عوامل داخلی	عایدی هر سهم
		سود تقسیمی هر سهم
		نسبت قیمت بر درآمد
		افزایش سرمایه حاصل از تجزیه سهام
شرایط زمینه‌ای	زیرساخت‌های قانونی	همانگی سیاست‌های بورس با سیاست‌های دولت
		وجود مقررات تنبیهی مناسب به استفاده‌کنندگان از اطلاعات نهایی
		عدم محدودیت در دامنه نوسان قیمتی
		وجود چهارچوب مناسب حقوقی و همانگی قوانین مربوط به بازار سرمایه
		به روزرسانی قوانین و مقررات
		اجرای صحیح آیین‌نامه‌های حاکمیت شرکتی به منظور افشای به‌موقع اطلاعات
		وضع قوانین مناسب جهت حمایت از سرمایه‌گذاران

مقوله انتخابی	مقوله محوری	مقوله باز
شرایط مداخله‌گر	عوامل سیاسی	افزایش قوت گرفتن احتمال توافق سیاسی
		افزایش حمایت دولت از بورس
		افزایش تحریم‌ها
	عوامل اقتصادی	تولید ناخالص ملی
		پس‌انداز
		نرخ مالیات
		حجم نقدینگی
		نرخ ارز
		نرخ تورم
		شفاف‌سازی اطلاع‌رسانی
راهبردها و اقدامات	سیستم اطلاعاتی بازار	دادوستد دارندگان اطلاعات نهایی یا عدم وجود رانت اطلاعاتی
		انعکاس به‌موقع و سریع اطلاعات
		پوشش کافی خدمات اطلاع‌رسانی در سطح ملی
		آگاهی سهامداران از برنامه‌های عملیاتی مالی و سرمایه آتی
		جلوگیری از شایعه‌پراکنی
پیامد	مشارکت‌کنندگان در بازار	نقش بخش خصوصی در فعالیت‌های بورسی
		کافی بودن موسسات سرمایه‌گذاری
		وجود متخصصان و تحلیل‌گران بازارهای مالی
		بالا بودن کیفیت خدمات ارائه شده توسط دفاتر کارگزاری و واسطه‌ها
		وجود انواع واسطه‌ها و نهادهای مالی در بورس

۳-۴. کدگذاری انتخابی

در این مرحله نظریه‌پرداز داده‌بنیاد معیار محوری را که سایر مقولات بر محور آن می‌گردند و کلیتی را تشکیل می‌دهند، به طور روشمند انتخاب و با ارتباط دادن آن با سایر معیارها، به نگارش نظریه اقدام می‌کند. کدگذاری انتخابی نتایج کدگذاری‌های قبلی را مد نظر قرار داده و معیار اصلی را انتخاب می‌کند و آن را به شکلی نظام‌مند به سایر معیارها ارتباط داده، ارتباطات را اعتبار می‌بخشد. با استفاده از کدگذاری انتخابی، معیارهایی که در کدگذاری باز و محوری شناسایی شده‌اند، در قالب یک تئوری فرآیندی با یکدیگر ادغام می‌شوند. در نهایت مدل پارادایمی پدیده تقویت کارایی بازار سرمایه را در شکل (۱)، می‌توان در قالب ۶ بعد اصلی و ۶ کدگذاری محوری و ۳۱ شاخص زیر طبقه‌بندی نمود.



شکل ۱- مدل پارادایمی تقویت کارایی بازار سرمایه در ایران

۵. نتیجه‌گیری

با توجه به داده‌های به دست آمده در فرایند پژوهش و تحلیل‌های انجام شده بر روی داده‌ها و با استفاده از روش کدگذاری، مدل نهایی به دست آمد. در پژوهش حاضر با حساسیت ویژه‌ای سعی گردید، از خبرگان در بخش‌های اجرایی و آکادمیک که در رابطه با کارایی اطلاعاتی بازار از دانش کافی برخوردارند، استفاده شود. بر این اساس، متخصصان بازار سرمایه معرف نمونه اجرایی و اعضای هیئت علمی دانشگاه معرف نمونه آکادمیک بودند. مصاحبه‌شوندگان با روش نمونه‌گیری گلوله‌برفی انتخاب شدند. از آنجایی که بازار سرمایه ایران یک بازار نوظهور است و با بازارهای سرمایه توسعه‌یافته دیگر کشورها شرایط نسبتاً متفاوتی دارد، در این پژوهش مدل کارایی اطلاعاتی بازار به صورت یک پدیده در بازار سهام ایران با در نظر گرفتن ساختار بازار سرمایه ایران بر پایه نظر خبرگان بازار سرمایه و شرایط تئوری داده‌بنیاد تدوین گردید. مدل نهایی ارائه شده در این پژوهش، به روشی نوآورانه به عنوان نخستین مدل برای بهبود کارایی اطلاعاتی در بازار سهام ایران طبق نظر خبرگان تعریف شده است. یافته‌های حاصل از پژوهش در مرحله کدگذاری محوری نشان داد که عوامل داخلی به عنوان شرایط علی و به نوعی می‌توان گفت عوامل محرک بهبود کارایی اطلاعاتی در بازار سهام ایران می‌باشند. عوامل اثرگذار داخلی در تقسیمات اقتصادی در سطح کلان و بخش‌های دولتی وجود دارد و به شدت بر بازار اثرگذار هستند. برخی از این موارد شامل مصوبات و تصمیماتی است که در سطح صنایع مختلف گرفته می‌شود و بر شرکت‌ها و صنایع بورسی تأثیرگذار هستند. نتایج پژوهش در این سطح با نتایج تحقیقات حکمت و همکاران (۱۳۹۹ الف)، جوزبرکند و پناهیان (۱۳۹۹)، لک و همکاران (۱۳۹۸)، سعدی (۱۳۹۵)، سیلوا (۲۰۲۲)، آدامز و همکاران (۲۰۱۷) که در واقع در بررسی عوامل داخلی بر عدم کارایی بازار سرمایه متمرکز بوده‌اند، همسو می‌باشد.

زیرساخت‌های قانونی به عنوان شرایط زمینه‌ای برای بهبود کارایی اطلاعاتی در بازار سهام معرفی شدند. با توجه به تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴ و تحولات اساسی ساختار بازار سرمایه کشور در نتیجه آن، نقش قوانین و مقررات حاکم بر بازار سرمایه در کارایی بازار قابل لمس است. مطالعات این بخش از پژوهش، ضمن احراز نقش چشمگیر قوانین و مقررات مصوب در بسترسازی برای کارایی بازار، نواقص و خلأهای موجود در قوانین و مقررات را نیز شناسایی کرده است. نواقص موجود عمدتاً در زمینه فقدان الزامات یا استانداردهای افشای کافی در حوزه‌هایی مانند مشتقات، ناشران خارجی، افشای عزل و نصب افراد تأثیرگذار خارجی و نواقصی در نظارت بر رفتارهای واسطه‌گران بازار می‌باشد. لذا، علی‌رغم وجود قوانین مناسب برای تأمین برخی الزامات کارایی بازار، هنوز خلأهای مقرراتی مهمی در این حوزه وجود دارد که ضروری است توسط نهاد ناظر بازار سرمایه رفع شود. نتایج پژوهش در این سطح با نتایج تحقیقات حکمت و همکاران (۱۴۰۱)، صدرآرا و همکاران (۱۴۰۱)، رازا و همکاران (۲۰۲۳) همسو می‌باشد. شرایط مداخله‌گر، عوامل سیاسی و اقتصادی معرفی شدند که از مهم‌ترین مقوله‌های این مدل می‌باشند؛ زیرا همه مصاحبه‌شوندگان به این مقوله‌ها به عنوان شرایط مداخله‌گر برای بهبود کارایی اطلاعاتی اشاره داشتند. عوامل سیاسی، عواملی هستند که خارج از اختیارات مدیریت شرکت بوده و به نحوی فعالیت شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهند. این عوامل، آن دسته از وقایع، حوادث و تصمیماتی است که در خارج از شرکت رخ می‌دهد، ولی بر قیمت سهام موثر هستند. این عوامل عبارتند از جنگ، صلح، قطع رابطه سیاسی و اقتصادی با دیگر کشورها و از این قبیل عوامل که همه آنها روی قیمت سهام تأثیر بسزایی دارند. از سوی دیگر، کارایی بخش مالی موجب تخصیص بهینه منابع کمیاب به فعالیت‌های اقتصادی می‌شود. تخصیص بهینه منابع، رشد و توسعه اقتصاد ملی در حدودی نزدیک به ظرفیت‌های بالقوه اقتصاد را موجب می‌شود. بنابراین، کارایی بازار سرمایه در سلسله‌مراتب یادشده، دارای نهایت درجه اهمیت برای اقتصاد است. نتایج پژوهش در این سطح با ابعاد وسیع‌تری با نتایج تحقیقات عظیمی و همکاران (۱۳۹۱)، تان (۲۰۲۲)، گوآدر و تیلور (۲۰۱۸) همسو می‌باشد. با توجه به اینکه اکثر پژوهش‌های خارجی مانند گوآدر و تیلور (۲۰۱۸) نقش سرمایه‌گذاران حقوقی را در کارایی اطلاعاتی مؤثرتر مطرح نموده‌اند، در بازار سهام ایران این نقش به واسطه هر دو نوع سرمایه‌گذاران حقوقی و حقیقی ایفا می‌شود. با توجه یافته‌های پژوهش، مشارکت‌کنندگان در بازار سهام ایران می‌توانند تأثیر به‌سزایی در کارایی بازار داشته باشند. با افزایش تعداد مشارکت‌کنندگان معمولاً بر میزان کارایی بازارها افزوده می‌شود. مشارکت‌کنندگان بیشتر موجب افزایش سرعت جذب اطلاعات جدید می‌شوند. درحقیقت، براساس این دیدگاه می‌توان گفت که تصمیمات مشارکت‌کنندگان نظام مالی

نقش بسزایی در درجه توسعه یافتگی بازارهای مالی کشورها دارد. به این دلیل که رفتارهای مالی مشارکت‌کنندگان نظام مالی غالباً وابسته به استراتژی‌ها، تصمیمات مالی و تقاضاهای مالی آنها است که بر حجم منابع مالی و مصارف مالی بازارهای مالی (از منظر ابزار، نهاد، روش) تأثیر قابل توجهی دارد. از این رو، وجود نظام مالی پیشرفته به سهم خود می‌تواند مقدمه‌ای بر رفتار توسعه اقتصادی به‌شمار رود. اهمیت موضوع رفتار و اقدامات مشارکت‌کنندگان در بازارهای مالی به عنوان مغز متفکر و کانون اصلی تصمیم‌گیری در نظام اقتصادی، مطابق نتایج تحقیقات تان (۲۰۲۲)، و گوآدر و تیلور (۲۰۱۸)، در سراسر جهان مورد توجه قرار گرفته و همواره نیز بر دامنه و حجم مطالعات آن با گذر زمان افزوده می‌شود که همسو با نتایج پژوهش حاضر می‌باشد. راهبردهای بهبود کارایی اطلاعاتی تحت عنوان سیستم اطلاعاتی بازار، با تأثیر پذیرفتن از شرایط خاص زمینه‌ای و شرایط عام مداخله‌گر معرفی شدند. نسل جدید سیستم‌های اطلاعاتی، نگرش زیرساختی یا نگرشی که روی سیستم‌های اطلاعاتی وجود دارد، است. مثال بارز این نگرش، بازار سرمایه است. امروزه شاهد وضعیتی هستیم که عموماً معامله‌گران دیگر یکدیگر را ملاقات نمی‌کنند، بلکه سیستم‌های اطلاعاتی به نحوی واسطه شده‌اند که معامله‌گران براساس یک زیرساخت مبتنی بر سیستم‌های اطلاعاتی، معاملاتشان را انجام می‌دهند و حتی ممکن است معامله‌گران در اقصی نقاط دنیا باشند. ایران در بخش سیستم‌های اطلاعاتی بازار سرمایه با نقاط ضعفی روبه‌رو است که انتظار می‌رود این ضعف‌ها اصلاح و پوشش داده شود. بنابراین، نیازهای روز بازارها بعضاً به طور کامل توسط سرویس‌های اطلاعاتی پیش‌بینی و ارائه نمی‌شوند؛ در صورتی که سیستم‌های اطلاعاتی باید به گونه‌ای طراحی و راه‌اندازی شوند که قابل توسعه و ارائه‌دهنده خدمات بیشتر از ظرفیت فعلی باشند. نتایج پژوهش در این بخش همسو با تحقیق چو و کیم (۲۰۲۲)، بر تقویت سیستم‌های اطلاعاتی بازار تأکید دارد. در نهایت، مدل ارائه شده در پژوهش حاضر باب نوینی در تقویت کارایی بازار سرمایه در کشورهای در حال توسعه از جمله ایران را می‌گشاید.

با توجه به نتایج تحقیق، پیشنهاد می‌گردد به بخش سیاست‌های پولی توجه زیادی شود؛ زیرا بورس اوراق بهادار تهران معطوف به لزوم برقراری تعامل سازنده میان بازار پول و سرمایه و نیز توجه کافی به شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها در اعطای تسهیلات بانکی است. بی‌شک سیاست‌های هر یک از این دو بازار، بازار دیگر را تحت تأثیر قرار می‌دهد و برای توسعه و کارآیی بازار مالی (شامل هر دو بازار پول و سرمایه)، تعامل میان این دو بازار مورد نیاز است. همچنین پیشنهاد می‌گردد دولت با اخذ تصمیمات مالی خود براساس آمیخته تصمیمات مالی بتواند تأثیر مثبتی بر وضعیت توسعه بازار مالی ایران داشته باشد. به طوری که این جریان منجر به مدیریت سهم مشارکت دولت در اقتصاد مالی،

کارایی و اثربخشی تصمیمات مالی دولت گردد. البته به لحاظ راهبردی نیز توجه به این موضوع می‌تواند باعث توسعه سیاست‌های مالی انبساطی و انقباضی دولت تا حد قابل ملاحظه گردد، که منجر به تثبیت سیاست‌های خرد و کلان در بازارهای مالی می‌شود. البته، این موضوع خود نیازمند تهیه و تنظیم و ارائه برنامه جامع مدیریت بازارهای مالی توسط سیاستگذاران است؛ به طوری که از شوک‌های غیرمنتظره بازارهای مالی که تابع جریان عملکرد تصمیمات مالی شرکت‌ها در دوره‌های زمانی مختلف و چرخه‌های اقتصادی متغیر است، تا حد قابل ملاحظه‌ای جلوگیری کند. با توجه به اینکه یکی از کارکردهای اصلی بازار سرمایه در همه کشورها، ایجاد مکانیزم شفاف و موثر برای کشف قیمت دارایی‌ها و ابزارهای مالی است، هر مقرراتی که مانع از تأثیر سریع و کامل جریان اطلاعات جدید بر قیمت‌ها شود، حذف شده و سیاست‌های تقویتی در چارچوب زیرساخت‌های قانونی تدوین گردد. همچنین سازمان بورس با بررسی موانع ساختاری و بویژه رفتاری، بر کیفیت گزارشگری و شفافیت اطلاعاتی متمرکز شود، تا ضمن ارائه اطلاعات شفاف، دقیق و به موقع از به وجود آمدن رانت‌های اطلاعاتی و مخاطره اخلاقی جلوگیری کند. تعریف ابزارهای کنترلی و واسطه‌ها برای کاهش هیجان بازار ضروری است و استفاده از آنها در مواقع اضطراری و برای مدت زمان بسیار کوتاه توصیه می‌شود. همچنین علاوه بر ارائه مشوق‌های قانونی و مالیاتی برای تشویق ناشران و سرمایه‌گذاران در به کار بردن روش افزایش سرمایه از صرف سهام، ضرورت دارد که جایگاه و نقش متعهدین پذیرهنویسی که عمدتاً شرکت‌های تأمین سرمایه هستند، تقویت شود.

یکی از محدودیت‌های پژوهش‌های کیفی که مشمول این پژوهش نیز می‌باشد، این است که تحلیل و تفسیر داده‌ها به صورت ناخواسته تحت تأثیر سوپیه‌ها و گرایش‌های شخصی پژوهشگر قرار می‌گیرد. در پژوهش حاضر، پژوهشگر کوشیده است تا بی‌طرفانه بودن خود در تحلیل داده‌ها و بیان یافته‌ها را حفظ کند، با این حال ممکن است سوپیه‌ها و گرایش‌های پژوهشگر اثرگذار بوده باشد.

منابع

- احمدزاده، عزیز؛ یآوری، کاظم؛ عیسائی تفرشی، محمد؛ صالح‌آبادی، علی (۱۳۹۳). تحلیل بر روش‌های ارزیابی کارایی بازار سرمایه در ایران. *تحقیقات مدل‌سازی اقتصادی*، ۱۷(۵)، ص ۱-۲۸.
- احمدی نیسانی، آسیه؛ خردیار، سینا؛ ملکی چوبری، مجتبی (۱۴۰۳). رفتار سهامداران، سرکوب رفتار فرصت طلبانه مدیران و کارایی بازار سرمایه مبتنی بر روش رگرسیون بارون و کنی. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۱۳(۵۱)، ص ۳۳۹-۳۶۰.
- ترکی، لیلا؛ فتحی، سعید؛ محمودی، فرشید (۱۴۰۰). ارزیابی کارایی بازار قراردادهای آتی سکه ایران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۳(۳)، ص ۶۵-۸۸.
- جوزبرکند، محمد؛ پناهیان، حسین (۱۳۹۹). ارزیابی کارایی بازار سرمایه با استفاده از مدل‌های پیشرفته اقتصادسنجی در بورس اوراق بهادار تهران. *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، ۱۱(۴۳)، ص ۷۶-۱۰۵.
- حکمت، هانیه؛ رحمانی، علی؛ ملا نظری، مهناز (۱۴۰۱). محدودیت دامنه نوسان و کارایی در حال تحول بازار سرمایه. *بورس اوراق بهادار*، ۱۵(۵۹)، ص ۳۸۹-۴۰۸.
- حکمت، هانیه؛ رحمانی، علی؛ ملا نظری، مهناز؛ موسوی، میرحسین؛ قالیباف اصل، حسن (۱۳۹۹ الف). اطلاعات حسابداری و کارایی بازار سهام در سطح نیمه قوی. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۱۰(۲)، ص ۲۳-۵۰.
- حکمت، هانیه؛ رحمانی، علی؛ ملا نظری، میرحسین؛ قالیباف اصل، حسن (۱۳۹۹ ب). مدل‌های ایستا و پویا و ارزیابی کارایی بازار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۲(۴)، ص ۴۹۵-۴۷۶.
- زارع، ایمان (۱۴۰۱). کیفیت گزارشگری مالی با رویکرد توریک و مبتنی بر چارچوب مفهومی جامع: از منظر تئوری ساختاری تعدیل شده. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۹(۷۶)، ص ۱۸۹-۲۱۹.
- سعیدی، رضا (۱۳۹۵). *بررسی و آزمون کارایی بازار بورس اوراق بهادار تهران*. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه شیراز.
- سینایی، حسنعلی؛ داودی، عبدالله (۱۳۸۸). بررسی رابطه شفاف‌سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۱۱(۲۷)، ص ۴۳-۶۰.
- صدرآرا، مهرداد؛ رضائی پسته نوئی، یاسر؛ محفوطی، غلامرضا (۱۴۰۱). ارائه مدلی جهت پرورسانی سیستم‌های نظارتی متناسب با ناهنجاری‌های بازار در بورس اوراق بهادار تهران. *بورس اوراق بهادار*، ۱۵(۵۸)، ص ۱-۲۰.
- عبدی، مصطفی؛ کردستانی، غلامرضا؛ رضازاده، جواد (۱۳۹۸). طراحی الگوی منسجم گزارشگری پایداری شرکت‌ها. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۱(۴)، ص ۲۳-۴۴.
- عظیمی، جواد؛ معین‌الدین، محمود؛ ترکمان‌زاده، حسین (۱۳۹۱). ناهنجاری‌های تقویمی و غیرتقویمی، دلایلی بر تضعیف فرضیه بازار کارا. *حسابداری و منافع اجتماعی*، ۴(۲)، ص ۲۳-۳۷.
- فرشادفر، زهرا؛ پروکوچوک، مارسل (۱۳۹۸). بررسی کارایی پویا در بازار بورس تهران با استفاده از فیلتر کالمن. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۱۲(۴۲)، ص ۳۵-۴۹.
- فلاح شمس، میرفیض؛ تیموری شندی، علی (۱۳۸۴). طراحی الگوی پیش‌بینی دستکاری قیمت در بورس اوراق بهادار تهران. *دین و ارتباطات*، شماره ۲۷، ص ۱۱۵-۱۴۶.
- لک، لیلا؛ صالحی، اله‌کرم؛ بصیرت، مهدی (۱۳۹۸). بررسی کارایی بازار سرمایه در تحلیل اطلاعات اجزای نقدی سود حسابداری. *دانش حسابداری مالی*، ۱۶(۱)، ص ۲۳۹-۲۶۵.
- مرادی، محمد؛ یحیانی، منیره (۱۳۹۹). تدوین الگوی انتخاب حسابرس مستقل در ایران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۷(۲)، ص ۲۵۸-۲۸۷.

- یعقوب‌نژاد، احمد؛ شیرازی، مریم‌السادات (۱۳۸۷). ارزیابی روند سطح کارایی اطلاعاتی بازار سرمایه ایران با توجه به واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی. *مطالعات مالی*، ۱(۲)، ص ۴۵-۷۰.
- Abdurakhmanova, G., Shayusupova, N., Irmatova, A. & Rustamov, D. (2020). The role of the digital economy in the development of the human capital market. *International Journal of Psychological Rehabilitation*, 24(7), p. 8043-8051.
- Adam, K., Marcet, A. & Beutel, J. (2017). Stock Price Booms and Expected Capital Gains. *American Economic Review*, 107(8), p. 2352-2408.
- Angelovska, J. (2018). Testing Weak Form of Stock Market Efficiency at the Macedonian Stock Exchange. *UTMS Journal of Economics*, 9(2), p. 133-144.
- Bhatia, V., Das, D. & Kumar, S.B. (2020). Hedging effectiveness of precious metals across frequencies: evidence from Wavelet based Dynamic Conditional Correlation analysis. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 541, p.123-147.
- Black, B.S. & Gilson, R.J. (1998). Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. *Journal of financial economics*, 47(3), p. 243-277.
- Cho, P. & Kim, K. (2022). Global Collective Dynamics of Financial Market Efficiency Using Attention Entropy with Hierarchical Clustering. *Fractal Fract*, 6(10), p. 562-579.
- Goldstein, I. & Yang, L. (2015). Information diversity and complementarities in trading and information acquisition. *Journal of Finance*, 70, p. 1723-1765.
- Han, M., Jackson, A.B. & Monroe, G.S. (2020). *Earnings Disaggregation and Market Efficiency*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3711802>
- Han, X., Xia, X., Zhao, M., Xu, K. & Li, X. (2020). Synergistic effects between financial development and improvements in new-type urbanization: Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(9), p. 2055-2072.
- Li, X. & Zhu, W. (2016). Short- Sales and price crash risk: evidence from an emerging market. *Economics letters*, 144, p. 22-24
- Lobão, J. (2024). Efficiency and price clustering in Islamic stocks: evidence from three Asian countries. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 15(1), p. 136-152.
- Obstfeld, M. (1998). The global capital market: benefactor or menace? *Journal of economic perspectives*, 12(4), p. 9-30.
- Pereira da Silva, P. (2022). Market efficiency and the capacity of stock prices to track a firm's future profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22(3), p. 452-464.
- Quader, M. & Taylor, K. (2018). Corporate efficiency, credit status and investment. *Eur. J. Finance*, 24(6), p. 439-457.
- Raza, M.W., Said, B. & Elshahat, A. (2023). Covid-19 and informational efficiency in Asian emerging markets: a comparative study of conventional and Shariah-compliant stocks. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 16(3), p. 576-592.
- Stiglitz, J.E. (2000). Capital market liberalization, economic growth, and instability. *World development*, 28(6), p. 1075-1086.
- Strauss, A. & Corbin, J. (1998). *Basics of Qualitative Research: Techniques and Procedures for Developing Grounded Theory* (2 Nd Ed.). Sage Publications, Thousand Oaks, CA, USA.

- TAN, S.L. (2022). *Bank, Stock Market Efficiency and Economic Growth: Panel Data Evidence from ASEAN-5, Asia-5 and OECD-7 Countries*. Singapore Economic Review Conference (SERC). Research Collection School of Economics, p. 143-161.
- Zahid, R.A. & Simga-Mugan, C. (2024). The impact of International Financial Reporting Standards adoption on the integration of capital markets. *International Journal of Finance & Economics*, 29(1), p. 229-250.