



<https://amf.ui.ac.ir>


Journal of Asset Management and Financing
E-ISSN: 2383-1189
Vol. 12, Issue 3, No. 46, Autumn 2024, p 41-60
Received: 19/10/2023 Accepted: 11/05/2024

Research Paper

Identification and Prioritization of Solutions for Restoring Investors' Confidence in the Capital Market of the Islamic Republic of Iran

Yaser Sharifi

M.A., Department of Financial Management, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran
yaser.sharifi74@gmail.com

Mohammad Tohidi * 

Associate Professor, Department of Financial Management, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran
tohidi@isu.ac.ir

Meisam Hamed

Head of the Center of Research, Development, and Islamic Studies, Securities and Exchange Organization, Tehran, Iran
sooroor456@gmail.com

Abstract

The loss of investor confidence in financial markets can result in liquidity outflows and market collapse. Restoring investor trust requires identifying the factors that have eroded trust. This research aimed to identify the factors influencing the decline of the Tehran Exchange Price Index (TEPIX) in 2019 and the subsequent loss of investor confidence. Furthermore, it aimed to extract and prioritize solutions to restore investor confidence. Expert interviews were conducted to collect data, which were then analyzed using thematic analysis. Friedman's non-parametric test was utilized to prioritize the solutions. The study identified 26 significant factors contributing to the decline of the stock market and the loss of investor confidence. These factors were categorized into 4 groups: macroeconomic governance, capital market, macroeconomics, and media. Additionally, 27 solutions to restore investor confidence were identified within the same four categories. According to the experts' opinions, the most crucial solutions included preventing government intervention and non-expert comments by government officials in the capital market, reforming the economic system to enhance economic stability, increasing transparency in information and decision-making processes, and improving the performance of the Securities and Exchange Organization of Iran in detecting and addressing violations.

Keywords: Trust, Restoring Trust, Rebuilding Trust, Capital Market, Social Capital.

JEL Classification: G01 ,G10 ,G40

Introduction

Both legal and financial literature underscore the crucial role of the legal system and investors' rights in fostering and strengthening financial markets (Fedotov & Levchenko, 2018). Establishment of trust among investors has long been a focal point for researchers, regulatory bodies, market participants, and stakeholders in the securities market. Trust serves as a cornerstone for the proper functioning of financial markets (Van Raaij, 2016). Investors rely on regulatory bodies to ensure that their investments operate within established frameworks and that any misconduct is met with legal consequences. Moreover, trust in issuers and financial institutions is vital for providing investors with accurate information and prioritizing their interests.

The fluctuations and downturn observed in Tehran Exchange Price Index (TEPIX) during 2020 have significantly eroded investors' confidence in the reliability of the market as an investment avenue. This lack of trust has resulted in price declines and adverse consequences. Merely relying on traditional financial solutions is insufficient to revitalize the market as evidenced by the aftermath of the 2008 global financial crisis. It is clear that widespread investment will not occur until investor confidence is restored.

However, research on identifying the factors contributing to investor distrust and proposing solutions for trust restoration in Iran's securities market is lacking. This study aimed to bridge this gap by addressing the 2020 market downturn and achieving the following objectives: 1) Identifying the factors that influence investors' distrust, 2) Proposing strategies to restore investors' trust, and 3) Prioritizing the strategies for trust restoration.

*Corresponding author

Sharifi, Y., Tohidi, M., & Hamed, M. (2024). Identifying and prioritizing solutions to restore investors' confidence in the capital market of the Islamic Republic of Iran. *Journal of Asset Management and Financing*, 12 (3), 41-60.



2383-1189 © University of Isfahan

This is an open access article under the CC BY-NC-ND/4.0/ License (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>).



10.22108/amf.2024.139517.1831

This study commenced with exploration of the theoretical foundations and previous research on trust and its mechanisms for recovery in financial markets. Subsequently, the methodology for data collection and analysis was outlined. Finally, the findings identified and prioritized the factors contributing to investor distrust and proposed corresponding strategies for trust restoration.

Materials & Methods

This study utilized a mixed-method approach, incorporating documentary analysis, semi-structured interviews, thematic content analysis, and non-parametric Friedman statistical analysis. The objective was to include a comprehensive range of experts and stakeholders from the securities market. The sampling procedure involved a combination of purposive and convenience sampling, specifically targeting individuals with extensive market experience, advanced education in relevant fields, and holding managerial or academic positions. The selection of participants also took into consideration experts' accessibility and willingness to participate.

Semi-structured interviews were conducted with the experts until theoretical saturation was achieved, resulting in a total of 14 interviews. The data relevant to the research were collected and analyzed using the Atreya-Sterling thematic network analysis approach (2001). This method enabled the transformation of diverse and scattered data into comprehensive and detailed information (Braun & Clarke, 2006). The Atreya-Sterling method is a widely employed coding approach in thematic analysis, encompassing 3 main categories: basic themes, organizing themes, and global themes. Basic themes involve codes and key points derived from the text through a thorough review. Organizing themes are generated by combining and summarizing the basic themes, while global themes represent overarching themes within the text.

Following the interviews, a survey was conducted using a questionnaire developed based on the earlier identified themes. The questionnaire was administered to the same 14 experts. The non-parametric Friedman test implemented through SPSS software was utilized to prioritize the proposed solutions.

In qualitative research, ensuring theoretical saturation is crucial for establishing validity. This study employed the descriptive validity method to enhance credibility by accurately describing events. Increasing the number of interviewees and ensuring agreement on event descriptions further strengthened the validity of the study. By incorporating auditing mechanisms, reproducibility of the research findings could be ensured when the study was replicated. Meticulous data collection procedures allowed for result replication through the analysis of the available data.

Findings

In this section, we analyze the themes derived from interviews with capital market experts to identify the factors influencing the erosion of investor confidence following the market crash in August 2020. Through thematic analysis, we identified 26 distinct themes, which were subsequently organized into four overarching categories. Following the identification of factors contributing to the erosion of investor confidence, interviews were conducted with capital market experts to explore strategies for restoring that confidence. The interviews underwent thematic analysis, leading to the identification of 26 organizing themes, which were subsequently categorized into four overarching themes: macroeconomic governance, capital market, macroeconomics, and media.

Discussion & Conclusions

The objective of this study was to identify the factors contributing to the stock market crash and investor distrust in 2020. These factors were categorized into 26 themes across 4 main categories: macro-governance, capital market, macroeconomics, and media. Additionally, the experts assisted in extracting 26 solutions, which were further classified under the same themes and their priorities were determined using the Friedman test. The experts emphasized the importance of solutions related to macroeconomic governance and the capital market in rebuilding investor trust. The key solutions included preventing government intervention, improving economic stability, and enhancing information transparency.

While short-term solutions, such as supportive policies and changing investor perceptions, limited effectiveness, the study highlighted the significance of implementing fundamental long-term measures to prevent future market instabilities, underscoring the importance of macroeconomic governance. Furthermore, the study suggested that focusing solely on regulatory solutions might not be sufficient to fully restore investor confidence. It was crucial to leverage communicative strategies, supportive actions, and media influence to modify perceptions and enhance the overall image of the market. For future research, it will be valuable to investigate the implementation of the proposed solutions, examine market bubbles, and develop methods for measuring investor confidence. Additionally, conducting a comprehensive study on the factors contributing to market bubbles, particularly analyzing the experience of the 1399 bubble, can provide significant insights. Exploring various approaches to measuring investor confidence in the stock market will also be a fruitful area of investigation.

Acknowledgment

We would like to express our sincere appreciation and gratitude to the management of Research, Development, and Islamic Studies at the Iran Securities and Exchange Organization for their invaluable cooperation in supporting and facilitating the completion of this research project. Their assistance has been instrumental in the successful execution of this study.

مقاله پژوهشی

شناسایی و اولویت‌بندی راهکارهای بازیابی اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه


جمهوری اسلامی ایران

یاسر شریفی

کارشناس ارشد، گروه مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق (ع)، تهران،

ایران

yaser.sharifi74@gmail.com

محمد توحیدی * 

دانشیار، گروه مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق (ع)، تهران، ایران

tohidi@isu.ac.ir

میثم حامدی

رئیس مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی، سازمان بورس و اوراق بهادار، تهران، ایران

sooroor456@gmail.com

چکیده

اهداف: سلب اعتماد سرمایه‌گذاران به بازارهای مالی می‌تواند منجر به خروج نقدینگی و سقوط بازار شود. به‌منظور بازیابی اعتماد سرمایه‌گذاران ابتدا باید مشخص کرد چه عواملی در سلب اعتماد سرمایه‌گذاران اثرگذار بوده است. هدف از پژوهش حاضر این است که ابتدا عوامل مؤثر بر سقوط شاخص بازار سهام ایران در سال ۱۳۹۹ و سلب اعتماد سرمایه‌گذاران شناسایی و سپس راهکارهای بازیابی اعتماد سرمایه‌گذاران استخراج و اولویت‌بندی شود.

روش: برای گردآوری داده‌ها از مصاحبه با خبرگان و برای تحلیل آنها از روش تحلیل مضمون استفاده شده است. برای اولویت‌بندی راهکارها نیز از آزمون ناپارامتریک فریدمن استفاده شده است.

نتایج: در این پژوهش بیست و شش عامل مؤثر در سقوط بازار سهام و سلب اعتماد سرمایه‌گذاران ذیل چهار دسته حکمرانی کلان کشور، بازار سرمایه، مؤلفه‌های اقتصاد کلانی و رسانه و بیست و هفت راهکار در بازیابی اعتماد سرمایه‌گذاران ذیل چهار دسته پیش‌گفته شناسایی شد. از منظر خبرگان، راهکارهای جلوگیری از مداخله دولت و اظهارنظرهای غیرکارشناسی مسئولان دولتی در بازار سرمایه، اصلاح نظام اقتصادی و ایجاد ثبات اقتصادی، افزایش شفافیت اطلاعاتی و شفافیت در تصمیم‌گیری‌ها و بهبود عملکرد سازمان بورس در کشف و مقابله با تخلفات دارای بیشترین اهمیت شناخته شد.

کلید واژه‌ها: اعتماد، بازیابی اعتماد، بازسازی اعتماد، بازار سرمایه، سرمایه اجتماعی

طبقه‌بندی JEL: G01, G10, G40

* نویسنده مسئول

شریفی، یاسر، توحیدی، محمد، حامدی، میثم. (۱۴۰۳). شناسایی و اولویت‌بندی راهکارهای بازیابی اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه

جمهوری اسلامی ایران. مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۱۲ (۳)، ۴۱-۶۰.



مقدمه

بررسی ادبیات حقوقی و مالی، تأکید زیادی بر نقش اساسی نظام حقوقی و حقوق سرمایه‌گذاران در توسعه و تقویت بازارهای مالی دارد (Fedotov & Levchenko, 2018). موضوع اعتماد یا اطمینان سرمایه‌گذاران از دیرباز، موضوع مورد توجه و علاقه طیف وسیعی از پژوهشگران، نهادهای تنظیم‌گر، فعالان بازار و ذی‌نفعان بازار سرمایه بوده و هست. اعتماد نقشی مهم و ضروری در عملکرد صحیح بازارهای مالی دارد (Van Raaij, 2016). اعتماد به نهادهای نظارتی و تنظیم‌گر که به سرمایه‌گذار اطمینان می‌دهد که فعالیت سرمایه‌گذار در چارچوبی تنظیم‌شده استقرار داشته است و اینکه در صورت بروز تخلف یا جرم، نهاد ناظر با متخلف برخورد قانونی خواهد کرد؛ اعتماد به ناشر در حوزه اطلاعاتی که به سرمایه‌گذار به عنوان مالک اصلی شرکت ارائه می‌دهد و اینکه به‌عنوان نماینده سرمایه‌گذاران، اعضای هیئت‌مدیره منافع سرمایه‌گذاران را اولویت خود قرار خواهند داد؛ اعتماد به نهادهای مالی برای اجرای بهترین روش‌های معامله در جهت منافع سرمایه‌گذار و ارائه بهترین خدمات شایسته سرمایه‌گذاران و سایر موضوعاتی که به سرمایه‌گذار اطمینان و اعتماد لازم برای انجام معامله در بازار سرمایه را می‌دهد؛ خواه معامله واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری باشد، خواه معامله سهام یا گرفتن مشاوره از نهاد مالی. در جریان رونق و سقوط شاخص بازار سهام در کشور طی سال ۱۳۹۹ و پس از آن، عوامل متعددی موجب نابسامانی و نوسانات شدید در بازار شد و این امر، اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه به‌عنوان مکانی مناسب برای سرمایه‌گذاری را دچار خدشه کرد و کاهش قیمت‌ها و بی‌اعتمادی به وجود آمده در بازار، اثرات نامطلوبی بر جای گذاشت (Mengli Kongi & Khezripour, 2019). بازیابی اعتماد بعد از بحران مالی نقشی مهم در بهبود عملکرد نهادها و بازارهای مالی دارد. تجربه بحران‌های مختلف اهمیت مداخلات شفاف و دارای زمان‌بندی را در راستای بهبود اعتماد روشن می‌سازد و ترکیبی از اقدامات اخلاقی، اصلاحات مقرراتی و تعامل شفاف می‌تواند در بازیابی اعتماد بعد از بحران بسیار راهگشا باشد (Roth, 2022). این بازیابی اعتماد قطعاً مستلزم برداشتن گام‌هایی از سوی مدیران نهادهای مالی و شرکت‌ها، سیاست‌گذاران و اشخاص اثرگذار در بازار است (Bondt, 2013).

پژوهش‌های متعددی به‌خصوص بعد از بحران مالی ۲۰۰۸ آمریکا درباره مسئله بازیابی اعتماد در بازارها و نهادهای مالی انجام شده است (Calomiris & Carlson, 2023; Bachmann, 2015; Zoega, 2018; Chen & Yeh, 2021). بازار سرمایه ایران نیز طی دهه‌های گذشته بارها شاهد فراز و فرودهایی بوده است که در نتیجه آن اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار خدشه‌دار شده است؛ اما تا به حال پژوهشی در زمینه شناسایی عوامل مؤثر در بی‌اعتمادی سرمایه‌گذاران و ارائه راهکارهایی برای بازیابی اعتماد در بازار سرمایه ایران انجام نشده است. پژوهش حاضر در صدد پاسخ به سؤالات زیر در جریان سقوط بازار سرمایه در سال ۱۳۹۹ است: (۱) عوامل مؤثر بر سلب اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران چیست؟ (۲) راهکارهای بازیابی اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران چیست؟ و (۳) اولویت راهکارهای بازیابی اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران کدام است؟

در این پژوهش ابتدا مبانی نظری و پیشینه پژوهش حول موضوع اعتماد و راهکارهای بازیابی آن در بازارهای مالی بررسی خواهد شد، سپس روش گردآوری و تحلیل داده‌ها تبیین می‌شود. در نهایت در بخش یافته‌های پژوهش عوامل مؤثر بر سلب اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه ایران و راهکارهای بازیابی آن شناسایی، سپس اولویت‌بندی خواهد شد.

مبانی نظری

اقتصاددانان معتقدند اعتماد امری عقلایی است. مردم با استفاده از اطلاعات در دسترس، پیش‌بینی‌هایشان را انجام و بر مبنای آن انتظاراتشان از طرف مقابل را شکل می‌دهند و به او اعتماد می‌کنند. لورنز بیان می‌کند که اعتماد نخست، آسیب‌پذیری یک شخص به دیگری را که رفتارشان تحت کنترل آن شخص نیست، افزایش می‌دهد و دوم، در شرایطی اتفاق می‌افتد که اگر از

اعتماد سوء استفاده شود، موجب پشیمانی شخصی می‌شود که اعتماد کرده است (Lorenz, 1988). سابل اعتماد را اطمینان متقابل تعریف کرده است، به اینکه هیچ‌کدام از دو طرف در یک معامله از آسیب‌پذیری دیگری سوء استفاده نخواهد کرد (Sabel, 1990). ساکو اعتماد را وضعیتی ذهنی - انتظاری تعریف می‌کند که توسط یک طرف معامله درباره طرف دیگر معامله شکل می‌گیرد؛ مبنی بر اینکه طرف مقابل به روشی پیش‌بینی‌شونده، مطلوب و پذیرفتنی رفتار می‌کند (Sako, 1992). از سوی دیگر روان‌شناسان اجتماعی معتقدند این فقط بخشی از مفهوم اطمینان و اعتماد است و جوانب دیگری هم دارد. بلومکوویست اظهار می‌کند که هنگام اعتماد، اشخاص فراتر از فضای عقلایی پیش می‌روند (Blomqvist, 1997). در واقع، به‌طور واقعی هنگامی که به شخصی اعتماد می‌کنند، برخی از اطلاعاتی را نادیده می‌گیرند که وجود ندارد. وی بیان می‌کند این احتمال وجود دارد که اشخاص هنگام اعتماد به شخص دیگر، اساساً اطلاعات در دسترسشان را از نظر عقلایی پردازش نکنند. حتی اگر این اطلاعات را به‌صورت عقلایی پردازش کنند نیز ممکن است بر مبنای این اطلاعات رفتار عقلایی انجام ندهند. هرزبرگ معتقد است اعتماد به دیگری به معنای داشتن یک نگرش معتمدانه به او است (Herzberg, 1988)؛ بنابراین، اعتماد یک مفهوم ضمنی است و نمی‌توان آن را مشخصاً احصا کرد و نشان داد.

در پژوهش‌های مختلف، مؤلفه‌ها و دسته‌بندی‌های مختلفی برای اعتماد ذکر شده است. بر همین مبنا ساکو سه سطح برای اعتماد مطرح می‌کند (Sako, 1992): ۱- سطح اعتماد قراردادی که شامل اعمال نمونه‌های ذکرشده در قرارداد شفاهی یا نوشتاری دوطرفه بر مبنای اصول اخلاقی است؛ ۲- سطح اعتماد شایستگی که مرتبط با انتظار یک فرد از صلاحیت یا شایستگی فنی و مدیریتی شریک تجاری‌اش است؛ ۳- سطح اعتماد حسن نیت که مرتبط با انتظارات دو طرف از میزان تعهدشان به یکدیگر است که انتزاعی‌ترین سطح اعتماد است. بیدالت و جاریلو (Bidanlt & Jarillo, 1997) نیز اعتماد را به دو بخش تقسیم می‌کند: ۱- اعتماد تکنیکال و ۲- اعتماد اخلاقی.

به‌طور کلی می‌توان دو مؤلفه مهم برای اعتماد را در هر نوع رابطه‌ای که نیاز به مهارت دارد مطرح کرد: ۱- میزان انتظار از شایستگی و ۲- میزان انتظار از حسن نیت طرف مقابل. این تعریف از اعتماد هم شایستگی (توانایی‌های تکنیکال و مهارت‌ها) و هم مفهومی انتزاعی مثل حسن نیت (مسئولیت اخلاقی و نیت مثبت یک طرف به طرف دیگر) را در بر می‌گیرد.

در کنار مفاهیم عمومی اعتماد، اطمینان در نظام مالی به‌صورت کل و اعتماد به‌صورت اخص، برای مدیریت سرمایه‌گذاری از اهمیت زیادی برخوردار است؛ زیرا ثمرات سرمایه‌گذاری صرفاً در افق آینده مشاهده می‌شود. جورجاکاس و پسینی (Georgarakos & Pasini, 2011) اطمینان^۱ سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه را به دو مؤلفه تقسیم کرده‌اند: ۱- خوش‌بینی درباره ریسک و بازده مورد انتظار ذاتی اوراق بهادار منتشرشده توسط ناشران و سایر نهادها؛ ۲- اعتماد^۲ به وجود حمایت‌هایی در برابر ضررهای احتمالی ناشی از سلب مالکیت‌های احتمالی توسط سایر فعالان بازار. آنها اظهار می‌دارند که پژوهش‌های مختلف حکایت از اثرگذاری اعتماد بر رفتار سرمایه‌گذاران دارد. در تشریح هر دو مؤلفه، پژوهشگران با تأکید بر تقسیم موضوع اطمینان به دو مؤلفه خوش‌بینی سرمایه‌گذاران^۳ و اعتماد سرمایه‌گذاران، مؤلفه اول را درک سرمایه‌گذاران از ریسک بنیادی و بازده مورد انتظار و توانایی آنها برای تصمیم‌گیری عقلایی تعریف کرده‌اند. آنها در تعریف مؤلفه دوم، اعتماد سرمایه‌گذار را منعکس‌کننده درک وی از قرارگرفتن در معرض آسیب ناشی از انواع جرایم مانند سرقت، کلاهبرداری و سایر موارد نقض حمایت‌های قانونی توسط نهادهای ناظر، ناشران و سایر نهادهای مالی دانسته‌اند. در مؤلفه دوم، اعتماد توسط تجربیات یک فرد شکل می‌گیرد و عاملی است که بر تصمیمات سرمایه‌گذار و مشتری، در روابط با انواع مختلف ارائه‌دهندگان خدمات تأثیر دارد. مطالعه مختلف نشان داده است که اعتماد بیشتر در سطح فردی و ملی، به سطوح بالاتر سرمایه‌گذاری و

¹ Investors Confidence

² Investors Trust

³ Investors optimism

مشارکت در سرمایه‌گذاری‌ها مرتبط است. آریستی و گالو مطرح می‌کنند اعتماد در بازارهای مالی به باور و نگرش سرمایه‌گذاران به ثبات، قابلیت اطمینان و یکپارچگی نظام مالی و شرکت‌کنندگان آن مربوط می‌شود (Aristei & Gallo, 2021). اعتماد عاملی مهمی است که بر تصمیمات سرمایه‌گذاری فردی، رفتارهای مالی و ترجیحات شرکت‌های مالی تأثیر دارد. اعتبار اطلاعات نقشی مهم در شکل‌دادن اعتماد سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی ایفا می‌کند. سرمایه‌گذاران بر اطلاعات اتکاپذیر و به‌موقع در تصمیم‌گیری‌های مالی خود اتکا می‌کنند (Evans et al., 2021). گسپر و همکاران عواملی را ذکر کرده‌اند که بر اعتماد در بازارهای مالی اثرگذارند (Gaspar et al., 2020). این عوامل عبارت‌اند از: دانش مالی، اعتبار اطلاعات، اعتماد به نهادهای مالی و رابطه میان سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه. در ادبیات پژوهش به عوامل متعددی اشاره شده است که در سطح اعتماد سرمایه‌گذاران به بازارهای مالی می‌تواند مؤثر باشد. این عوامل عبارت‌اند از: ۱- عوامل اقتصادی: برخی نماگرهای اقتصادی مانند رشد تولید ناخالص داخلی، نرخ تورم و نرخ بیکاری می‌تواند بر اعتماد سرمایه‌گذاران اثرگذار باشد (Durrani et al., 2023)؛ ۲- سیاست‌های پولی: اقدامات بانک‌های مرکزی شامل تصمیمات نرخ بهره اثر چشمگیری بر احساسات سرمایه‌گذاران دارد. ارتباطات مؤثر سیاست‌های پولی برای افزایش اعتماد و کاهش عدم اطمینان ضروری است (Silvia & Iqbal, 2011)؛ ۳- سیاست‌های مالی: اقدامات دولت در زمینه سیاست‌های مالیاتی و مخارج دولتی با شکل‌دادن انتظارات درباره شرایط آینده اقتصاد و ثبات حاکمیت می‌تواند بر اعتماد سرمایه‌گذاران اثرگذار باشد (Silvia & Iqbal, 2011)؛ ۴- محیط نظارتی و تنظیم‌گری: چهارچوب نظارتی قوی با افزایش یکپارچگی بازار، شفافیت و حمایت از سرمایه‌گذاران، اعتماد سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد. ضعف‌های نظارتی در سلب اعتماد سرمایه‌گذاران بسیار مؤثر است (Gower et al., 2019)؛ ۵- حاکمیت شرکتی: اقدامات حاکمیت شرکتی قوی در راستای شفافیت، کنترل تعارض منافع و ترویج رفتارهای اخلاقی برای حفظ اعتماد سرمایه‌گذاران بسیار مؤثر است (Shahid, 2019)؛ ۶- نقدشوندگی و عمق بازار: نقدشوندگی و عمق کافی بازار این اطمینان را به سرمایه‌گذاران می‌دهد که آنها قادر خواهند بود خرید و فروش دارایی‌های خود را بدون انحراف قیمتی چشمگیری انجام دهند (Olbrys & Ostrowski, 2021)؛ ۷- عوامل اقتصاد جهانی: توسعه‌ها در بازارهای بین‌الملل، روابط تجاری و روندهای اقتصاد جهانی می‌تواند بر احساسات و اعتماد در بازارهای مالی داخلی اثر بگذارد؛ از سوی دیگر، عدم اطمینان در سیاست‌های اقتصاد جهانی اثر منفی بر اعتماد در بازارهای مالی خواهد داشت (Onyshko & Bohrinovtseva, 2023)؛ ۸- توسعه فناوری: پیشرفت‌ها در فناوری مانند معاملات الگوریتمی، سکوی دیجیتال و ارزهای مجازی می‌تواند بر شفافیت، کارایی و دسترس‌پذیری و فراگیرتر شدن بازارهای مالی اثرگذار باشد. پیشرفت‌های فناوری مانند یادگیری ماشین، هوش مصنوعی و بلاک‌چین تصمیم‌گیری سریع‌تر و دقیق‌تر، معاملات امن‌تر و مدیریت کارتر ریسک را ممکن ساخته است. استفاده از شبکه‌های اجتماعی نظیر توییتر، انتشار اطلاعات و اخبار مرتبط با بازارهای مالی را تسهیل کرده است؛ از سوی دیگر، اطمینان به این اطلاعات کماکان محل چالش جدی است و مطمئن‌بودن فناوری‌های نوظهور و امنیت آنها می‌تواند بر اعتماد سرمایه‌گذاران به بازارهای مالی اثرگذار باشد (Gopal et al., 2023)؛ ۹- عوامل فرهنگی و اجتماعی: ادراکات عمومی، احساسات و هنجارهای فرهنگی می‌تواند بر اعتماد سرمایه‌گذاران اثر گذارد (Baker & Wurgler, 2007)؛ ۱۰- جریان اطلاعات و رسانه: پوشش رسانه‌ای شامل اخبار و تحلیل مالی، نقش مهمی در شکل‌گیری احساسات و اعتماد سرمایه‌گذاران دارد. روایت‌های مثبت و منفی درباره تحولات اقتصادی می‌تواند بر ادراکات بازار اثر بگذارد (Tetlock, 2007).

در دوران عدم اطمینان در بازارهای مالی، استراتژی‌های متعددی می‌توان نام برد که به حفظ اعتماد کمک کند. یک استراتژی این است که نهادهای نظارتی و حاکمیتی تعامل با شرکت‌کنندگان در بازارهای مالی را افزایش دهند. تعامل مؤثر می‌تواند به گسترش اعتماد و آرام‌شدن بازارها کمک کند (Sironi, 2023). حفظ یک فضای تعامل سازنده میان نهادهای

نظارتی و تنظیم‌گر و نهادهای مالی و فعالان بازار برای حفظ اعتماد در بازارهای مالی بسیار کارگشا است (Harvey, 2015). راهبرد دیگر رسیدگی به تمایلات رفتاری و سوگیری‌هایی است که می‌تواند منجر به بی‌ثباتی مالی برای سرمایه‌گذاران شود (Khedekar-Swaminathan, 2019). علاوه بر این، شفاف‌سازی و کاهش عدم تقارن اطلاعات می‌تواند منطق و عقلانیت را در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری افزایش دهد (Gower et al., 2019). پیاده‌سازی مقررات بازار مالی و اعمال تدابیر نظارتی سستی و مدرن می‌تواند به کاهش ریسک‌های ناشی از عدم اطمینان و ارتقای ثبات در نظام مالی کمک کند (Bilovich et al., 2020).

پس از بحران مالی جهانی سال ۲۰۰۸ که بحران اعتماد نیز نامیده می‌شود، مقالات و کتب متعددی در زمینه بازیابی اعتماد به سیستم مالی نوشته شد. کارلین و همکاران به ارتباط میان قانون‌گذاری و اعتماد می‌پردازند (Carlin et al., 2009). آنها بیان می‌دارند هنگامی که سرمایه اجتماعی ارزش کمتری دارد و اعتماد عمومی آسیب می‌بیند، قانون‌گذاری و اعتماد می‌تواند مکمل یکدیگر باشد. در این خصوص با قانون‌گذاری می‌توان سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی را که با نابودی اعتماد کاهش یافته است، افزایش داد. گویزو بیان می‌کند در جریان بحران مالی برخی رفتارهای فرصت‌طلبانه و کلاهبرداری‌هایی افشا شد که منجر به سقوط اعتماد به بانک‌ها، کارگزاری‌ها، بانکدارها و بازار سرمایه شد (Guiso, 2010). این مقاله از اطلاعات مبتنی بر پژوهش‌های مختلف برای مستند کردن سقوط اعتماد استفاده می‌کند و ارتباط آن را با ایجاد کلاهبرداری در صنعت مالی نشان می‌دهد و اثرات آن را بر تقاضای ابزارهای مالی، سبدهای سرمایه‌گذاران و به‌صورت کلی اطمینان سرمایه‌گذاران به بازارهای مالی بررسی می‌کند. چودری و آزاد (Chowdhury & Azad, 2010) و نیشیمورا (Nishimura, 2010) عواملی را شناسایی کرده‌اند که منجر به از بین رفتن اعتماد در بازارهای مالی شده است. این عوامل شامل فقدان ارز، نکول وام، کسری سرمایه، فرار سرمایه، تضاد منافع، کلاهبرداری، استراتژی‌های سرمایه‌گذاری / معاملاتی بی‌ثبات‌کننده، عدم افشا و عدم شفافیت اطلاعات است. اشنایتر و همکاران بر بازیابی اعتماد از دست رفته از طریق قول‌دادن، معذرت‌خواهی و جبران تأکید دارند و با استفاده از دو بازی اعتماد متوالی بررسی می‌کنند که چگونه سیگنال‌های کم‌ارزشی مانند پیمان‌ها و پیام‌ها برای بازیابی اعتماد از دست رفته استفاده می‌شوند و فرد را به اعتمادی جدید ترغیب می‌کند (Schniter et al., 2013). کرامر و پیتینسکی معتقدند پیش از بازیابی اعتماد باید نوع نگرش قربانی (کسی که اعتمادش نقض شده است) به متجاوز (کسی که اعتماد دیگری را نقض کرده است) بررسی شود (Kramer & Pittinsky, 2012). آنها با رویکردی سیستمی راهکارهایی را برای بازیابی اعتماد سازمانی بعد از بحران مالی جهانی ارائه و تأکید می‌کنند در هر کشوری باید راهکار متناسب با فرهنگ و شرایط آن کشور استفاده شود و رهبر و مسئولی که در بحرانی دخیل بوده است، اگر رخ‌دادن بحران را ناشی از بی‌کفایتی خود توصیف کند به‌مراتب بهتر است تا اینکه مردم آن را ناشی از بی‌اخلاقی او بدانند. بوندت ضمن اثبات کاهش اعتماد در بازارهای مالی آمریکا پس از بحران مالی ۲۰۰۸، درباره راه‌حل‌هایی برای بازیابی اعتماد بحث کرده است که مدیران تجاری، رهبران مالی و سیاست‌گذاران اتخاذ می‌کنند (Bondt, 2013). دی جیگر به چالش‌های قانون‌گذاری اتحادیه اروپا به‌عنوان عاملی برای بازیابی اعتماد از دست رفته مردم به نظام مالی اروپا پس از بحران ۲۰۰۸ می‌پردازد (De Jager, 2017). زوگا به طور مفصل به تجربه ایسلند برای بازیابی اعتماد مردم به نظام بانکی می‌پردازد (Zoega, 2018). کرین و همکاران استدلال می‌کنند که رفتار قابل اعتماد مستلزم آن است که دست‌کم برخی از بازیگران به رفاه مشتریان توجه داشته باشند یا به استانداردهای تحمیلی احترام بگذارند و از رفتار این بازیگران به‌گونه‌ای کپی‌برداری شود که به یک هنجار رفتاری تبدیل شود (Crean et al., 2018). رضا و همکاران اثربخشی انواع تاکتیک‌های بازیابی اعتماد (مانند عذرخواهی، توضیح، رسیدگی و غیره) را در خدمات مالی بررسی کردند. آنها نتیجه گرفتند توضیح در ترمیم شایستگی شخصیت و اعتماد مبتنی بر تعهد مؤثر است. رسیدگی نیز برای القای اعتماد مبتنی بر همخوانی مؤثر است (Raza et al., 2023). کالمیریس و کارلسون اقداماتی را بررسی کردند که مؤسسات مالی مشکل‌دار در خلال بحران سال ۱۸۹۳ برای بازگرداندن اعتماد انجام دادند. آنها تأثیر تغییر مدیریت، افزایش سررسید بدهی، مدیریت دارایی‌های

بی کیفیت و تزریق سرمایه را بر بقای بانک و حفظ سپرده مثبت ارزیابی کردند (Calomiris & Carlson, 2023).

هرچند پژوهش‌های متعددی در حوزه اعتماد در بازارهای مالی دنیا انجام شده است، تاکنون پژوهشی برای بررسی عوامل سلب اعتماد در بازار سرمایه ایران و راهکارهای بازسازی آن انجام نشده است. در این پژوهش با استفاده از نظرات کارشناسان و خبرگان حوزه بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران ابتدا عوامل مؤثر در سلب اعتماد سرمایه‌گذاران پس از سقوط شاخص بورس در سال ۱۳۹۹ احصا و سپس باتوجه به این عوامل با نگاهی جامع، راهکارهای بازسازی اعتماد سرمایه‌گذاران استخراج و اولویت‌بندی شده است. خاطرنشان می‌شود در راهکارهای ارائه شده، علاوه بر نقش نهاد ناظر بازار به نقش دولت، رسانه و مؤلفه‌های اقتصاد کلان نیز توجه شده است؛ بنابراین، سؤالات پژوهش حاضر عبارت اند از: ۱- راهکارهای بازسازی اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران چیست؟ و ۲- اولویت‌بندی راهکارهای بازسازی اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران چگونه است؟

روش پژوهش

در این پژوهش، روش گردآوری داده‌ها روش اسنادی و مصاحبه نیمه‌ساختاریافته و روش تجزیه و تحلیل اطلاعات تحلیل مضمون و تحلیل آماری ناپارامتریک فریدمن است. جامعه آماری این پژوهش همه خبرگان و صاحب‌نظران بازار سرمایه است. در این پژوهش جهت انتخاب نمونه آماری برای انجام مصاحبه‌ها و تکمیل پرسش‌نامه‌ها از ترکیب روش نمونه‌گیری هدفمند و روش نمونه‌گیری دردسترس استفاده شد. در نمونه‌گیری هدفمند از معیارهایی چون سابقه کاری بیش از ۱۰ سال در بازار سرمایه، دارابودن حداقل مدرک کارشناسی‌ارشد در رشته‌های مرتبط (اقتصاد، مدیریت، مالی، حسابداری و حقوق) و دارابودن سمت مدیریتی یا دانشگاهی استفاده شد. امکان دسترسی به خبره و تخصیص وقت پذیرفتنی ازسوی خبره نیز در انتخاب نمونه لحاظ شد.

مصاحبه‌ها با خبرگان تا دستیابی به اشباع نظری پیش رفت و با انجام ۱۲ مصاحبه اشباع نظری حاصل شد؛ به گونه‌ای که پژوهشگران با مضامین تکراری و مشابه مواجه شدند، اما برای تأیید اشباع نظری مصاحبه‌ها تا نفر چهاردهم ادامه پیدا کرد. در این پژوهش داده‌های مرتبط با پژوهش گردآوری شده، سپس براساس رویکرد شبکه مضامین آتراید-استرلینگ (Attride - Stirling, 2001) در تحلیل مضمون، مضامین مرتبط با عوامل مؤثر بر سلب اعتماد سرمایه‌گذاران و راهکارهای بازسازی آن شناسایی شد. تحلیل مضمون، روشی برای تحلیل داده‌های متنی است و داده‌های پراکنده و متنوع را به داده‌هایی غنی و تفصیلی تبدیل می‌کند (Braun & Clarke, 2006). روش پیشنهادی اترید - استرلینگ یکی از روش‌های مرسوم کدگذاری در تحلیل مضمون است. شبکه مضامین شامل سه دسته از کدها و مفاهیم شامل مضامین پایه^۱، مضامین سازمان‌دهنده^۲ و مضامین فراگیر^۳ است. مضامین پایه شامل کدها و نکات کلیدی متن است. با مطالعه کامل متن باید خردترین کدها شناسایی و به‌عنوان مضمون پایه انتخاب شود. مضامین سازمان‌دهنده شامل مضامین حاصل از ترکیب و تلخیص مضامین پایه است. کدهای پایه باید مرور شود و مفاهیم مشابه در کنار هم قرار گیرد. پژوهشگر باتوجه به توان تشخیص و تسلط خود باید نام مناسبی برای هر دسته کد انتخاب کند؛ درنهایت، مضامین فراگیر شامل مضامین عالی دربرگیرنده حاکم بر متن به مثابه کل است.

در ادامه با رویکرد پیمایشی، براساس مضامین استخراج‌شده از مرحله قبل، پرسش‌نامه‌ای طراحی و به ۱۴ خبره عرضه شد. در این مرحله جهت اولویت‌بندی راهکارها از آزمون ناپارامتریک فریدمن^۴ در نرم‌افزار SPSS استفاده شده است.

¹ Basic Themes

² Organizing Themes

³ Global Themes

⁴ Friedman Test

مشخصات جمعیت‌شناختی خبرگان در جدول (۱) آمده است.

جدول (۱): مشخصات جمعیت‌شناختی خبرگان

Table (1): Demographic characteristics of experts

ردیف	سمت سازمانی	رشته تحصیلی	مدرک	جنسیت	سابقه
۱	عضو هیئت‌مدیره شرکت سرمایه‌گذاری صبا تأمین	مدیریت مالی	دکتری	جنسیت	بیش از ۱۵ سال
۲	مدیر برنامه‌ریزی و توسعه شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه	اقتصاد	دکتری	مرد	بیش از ۱۵ سال
۳	معاون تأمین مالی و سرمایه‌گذاری شرکت توسعه نفت و گاز رضوی	مدیریت مالی	دکتری	مرد	بیش از ۲۰ سال
۴	سرپرست مرکز مبارزه با پول‌شویی سازمان بورس و اوراق بهادار	مهندسی مالی	دکتری	مرد	
۵	مدیرعامل شرکت سرمایه‌گذاری هامون شمال	مدیریت مالی	دکتری	مرد	
۶	مدیرعامل شرکت تأمین سرمایه امین پارسین	مدیریت مالی	دکتری	مرد	بیش از ۲۰ سال
۷	سرپرست گروه بازارهای مالی مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی	مدیریت مالی	کارشناسی ارشد	مرد	بیش از ۵ سال
۸	کارشناس مسئول مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار	مدیریت قراردادهای نفت و گاز	دکتری	مرد	بیش از ۱۰ سال
۹	رئیس سابق مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار	حسابداری	کارشناسی ارشد	مرد	بیش از ۲۵ سال
۱۰	عضو هیئت‌علمی دانشگاه آزاد اسلامی و عضو سابق شورای عالی بورس و اوراق بهادار	مدیریت مالی	دکتری	زن	بیش از ۲۰ سال
۱۱	عضو هیئت‌علمی دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد دانشگاه امام صادق (ع) و تحلیلگر مسائل اقتصادی	اقتصاد	دکتری	مرد	
۱۲	عضو هیئت‌مدیره شرکت داران			مرد	
۱۳	مدیر سرمایه‌گذاری گروه خدمات مالی الگوریتم				
۱۴	عضو هیئت‌علمی دانشگاه خوارزمی، مدیر گروه حقوق تجارت دفتر مطالعات حقوقی مرکز پژوهش‌های مجلس، مدیر اسبق پیگیری تخلفات سازمان بورس و اوراق بهادار	حقوق	دکتری	مرد	بیش از ۱۵ سال

در پژوهش‌های کیفی اشباع نظری کلید دستیابی به روایی و پایایی پژوهش است (Habibi & Jalalnia, 2022). در این پژوهش با استفاده از روش روایی توصیفی اعتبار پژوهش حاضر بررسی شد. روایی توصیفی به صحت گزارش و توصیف یک واقعه می‌پردازد (Maxwell, 1992) که در پژوهش حاضر توصیف عوامل مؤثر بر بی‌اعتمادی سرمایه‌گذاران و ارائه راهکار برای بازیابی اعتماد آنها است. در این روش سازوکاری که برای کسب روایی استفاده شده است، افزایش تعداد مصاحبه‌شوندگان است. افزایش تعداد مصاحبه‌شوندگان و اطمینان از توافق آنها توصیف واقعه روایی پژوهش را افزایش می‌دهد. این امر مانع از شک و تردید سایرین درباره صحت توصیف واقعه می‌شود. باتوجه به تعداد مصاحبه‌شوندگان و تأیید توصیف سایر مصاحبه‌شوندگان پس از ارائه توصیف آنها از عوامل مؤثر بر بی‌اعتمادی سرمایه‌گذاران و راهکارهای بازیابی اعتماد آنها به سایرین، می‌توان گفت پژوهش حاضر از اعتبار لازم برخوردار است. باتوجه به رعایت سازوکارهای ممیزی

می‌توان گفت در صورت تکرار دوباره این پژوهش، یعنی بررسی عوامل مؤثر بر بی‌اعتمادی سرمایه‌گذاران و راهکارهای بازیابی اعتماد آنها و رعایت سازوکارهای ممیزی پژوهش، باز نتایج به دست آمده در پژوهش حاصل خواهد شد. باتوجه به اینکه تمامی داده‌ها با حساسیت و دقت زیاد جمع‌آوری شده است و از طرفی از داده‌های نهانی استفاده نشده است، می‌توان گفت سایر پژوهشگران هم با تجزیه و تحلیل داده‌های موجود یعنی نتایج مصاحبه‌ها و اسناد مکتوب که ارجاعات آن در انتهای پژوهش ذکر شده است، نتایج پژوهش حاضر را تکرار می‌کنند.

یافته‌ها

در این بخش با تحلیل مضمون مصاحبه‌های انجام‌شده از خبرگان حوزه بازار سرمایه، عوامل مؤثر در سلب اعتماد سرمایه‌گذاران پس از سقوط بازار در مردادماه ۱۳۹۹ استخراج شد. در این بخش براساس تحلیل مضامین، ۲۶ مضمون سازمان‌یافته حاصل و ذیل چهار مضمون فراگیر دسته‌بندی شد. در جدول (۲) مضامین سازمان‌دهنده و فراگیر نمایش داده شده است.

جدول (۲): تحلیل مضامین عوامل مؤثر بر سلب اعتماد سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران

Table (2): Theme analysis of factors affecting the destruction of investors' confidence in Iran's capital market

مضامین فراگیر	مضامین سازمان‌دهنده	ردیف
	مداخله دولت در بازار سرمایه	۱
	عملکرد بانک مرکزی	۲
	سیاست‌های نادرست دولت برای عرضه در بازار	۳
	اختلافات مسئولان در اظهارنظرها، تصمیم‌ها و مصوبات	۴
نقش حکمرانی کلان کشور	خلف وعده مسئولان	۵
	سیاست‌های نادرست دولت درباره نرخ ارز	۶
	انتشار وسیع و نامنظم اوراق دولتی	۷
	ابهام در نگاه دولت جدید به بازار سرمایه	۸
	سوءمدیریت و عملکرد نامناسب نهاد ناظر بازار سرمایه	۹
	مشکلات مرتبط با ریزساختارهای بازار به‌منظور کنترل عرضه و تقاضا	۱۰
	فراهم‌نبودن زیرساخت مناسب در بازار	۱۱
نقش بازار سرمایه (نهاد ناظر، ساختارها و فرایندها و فرهنگ بازار)	اظهارنظرات خارج از حیطه وظایف مسئولان سازمان	۱۲
	فرهنگ، انتظارات و جو نادرست حاکم بر بازار و سواد مالی کم سرمایه‌گذاران	۱۳
	کم‌کاری در تسهیل سرمایه‌گذاری غیرمستقیم مردم در بورس از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری	۱۴
	نبود شفافیت در بازار	۱۵
	انتظارات تورمی زیاد	۱۶
	عدم آمادگی شرکت‌های بورسی برای جذب سرمایه به دلیل وجودنداشتن طرح توسعه جذاب و عدم سوددهی پایدار	۱۷
	شرایط خاص کرونا و رکود حاکم بر سایر بازارها در اواخر سال ۱۳۹۸	۱۸
نقش مؤلفه‌های مرتبط با اقتصاد کلان کشور	رونق گرفتن بازارهای موازی بازار سرمایه (طلا، رمزارزها و غیره)	۱۹
	ابهام در آینده اقتصاد کشور	۲۰
	حجم نقدینگی بسیار زیاد و سرگردان	۲۱
	مؤلفه‌های اقتصاد سیاسی	۲۲
	ضعف ساختاری اقتصاد کشور	۲۳
	تشویق مردم برای مشارکت در بازار سرمایه	۲۴
نقش رسانه	عدم استقلال و ناتوانی رسانه ملی در ایفای رسالت آگاهی‌بخشی اجتماعی و ارائه تحلیل درست از بازار	۲۵
	نبود وحدت رویه در مشاوره رسانه‌ای مسئولان نهادهای حاکمیتی	۲۶

پس از استخراج عوامل مؤثر بر سلب اعتماد سرمایه‌گذاران، ناظر به آن عوامل از خبرگان حوزه بازار سرمایه درباره راهکارهای بازبایی اعتماد مصاحبه انجام شد. مصاحبه‌ها تحلیل مضمون و در نتیجه آن، ۲۶ مضمون سازمان‌دهنده استخراج شد که ذیل چهار مضمون فراگیر قرار گرفت (جدول ۳).

جدول (۳): تحلیل مضمون راهکارهای بازبایی اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه ایران

Table (3): Theme analysis of solutions to restore investors' confidence in Iran's capital market

ردیف	مضامین سازمان‌دهنده	مضامین فراگیر
۱	اقدامات عملیاتی دولت به منظور حمایت از بازار	
۲	جلوگیری از مداخله دولت در بازار سرمایه و اظهارنظرهای غیرکارشناسی مسئولان دولتی	
۳	اصلاح و هماهنگی سیاست‌گذاری پولی بانک مرکزی به منظور ایجاد ثبات در بازار سرمایه	
۴	انجام تعهدات	راهکارهای مرتبط با حکمرانی
۵	اصلاح نظام تصمیم‌گیری	کلان کشور
۶	قانون‌گذاری در راستای حمایت از بازار	
۷	لزوم برخورد قضایی با متخلفان اثرگذار بر سقوط بازار	
۸	استفاده از راهکارهای گفتاری	
۹	تقویت سازوکارهایی به منظور حمایت از سرمایه‌گذاران و تحریک سمت تقاضای بازار	
۱۰	ارتقای سطح سواد مالی سرمایه‌گذاران	
۱۱	افزایش شفافیت اطلاعاتی در بازار و در تصمیم‌گیری‌ها و بهبود عملکرد سازمان بورس در کشف و مقابله با تخلفات	
۱۲	تقویت زیرساخت‌های فنی بازار	راهکارهای مرتبط با بازار سرمایه
۱۳	اصلاح ریزساختارهای بازار به منظور تنظیم عرضه و تقاضا در بازار	
۱۴	تقویت نظارت در بازار سرمایه	
۱۵	تشویق به سرمایه‌گذاری غیرمستقیم از طریق نهادهای مالی	
۱۶	توقف اظهارنظرهای خارج از حیطه وظایف مسئولان سازمان	
۱۷	اصلاح نظام اقتصادی کشور و ایجاد ثبات اقتصادی	
۱۸	کم کردن اثر تحریم‌های پولی و مالی	راهکارهای مرتبط با اقتصاد کلان
۱۹	وحدت رویه، هماهنگی و نگاه سیستمی هنگام تصمیم‌گیری درباره مؤلفه‌های کلان اقتصادی و مالی کشور	کشور
۲۰	ایجاد شفافیت در مؤلفه‌های اقتصاد کلان کشور	
۲۱	تبیین درست جریان سقوط بازار	
۲۲	ایفای وظیفه اطلاع‌رسانی و آگاهی‌بخشی به جامعه با ارائه تحلیل‌های صادقانه و بی‌طرفانه	
۲۳	شفاف‌سازی و بررسی مشکلات بنیادین اقتصاد کلان کشور به منظور آگاهی‌بخشی مسئولان	راهکارهای مرتبط با رسانه
۲۴	ترویج فرهنگ مناسب سرمایه‌گذاری و ارتقای سطح سواد مالی سرمایه‌گذاران	
۲۵	دعوت از کارشناسان و تحلیل‌گران مالی و دقت در انتخاب آنها و نوع سؤالات مطرح‌شده	
۲۶	رفع نقاط ضعف و بهبود مشاوره رسانه‌ای مسئولان نهادهای دولتی	

در ادامه، جمع‌بندی نظرات خبرگان درباره تک‌تک مضامین سازمان‌دهنده تبیین می‌شود.

راهکارهای مرتبط با حکمرانی کلان کشور

اقدامات عملیاتی دولت به منظور حمایت از بازار: کاهش مالیات و ایجاد مشوق مالیاتی برای سرمایه‌گذاران، ایجاد بسترهای اقتصادی مناسب برای پیشرفت اقتصاد کشور، کاهش نرخ بهره بین‌بانکی به منظور جلوگیری از خروج نقدینگی از بازار، توقف سیاست‌گذاری‌های دولت مبنی بر مخالفت با ورود نقدینگی به بازار مانند انتشار اوراق دولتی در سطح وسیع، تقویت بخش

تقاضای بازار با بسیج نهادهای وابسته به خود و ایفای نقش بزرگ‌ترین بازارگردان و بازخريد سهام صندوق‌های دارا یکم و پالایشی از راهکارهای حمایتی دولت می‌تواند باشد. بر استفاده از ظرفیت صندوق توسعه و صندوق تثبیت بازار نیز به‌منظور تزریق نقدینگی به بازار تأکید می‌شود.

جلوگیری از مداخله دولت در بازار سرمایه و اظهارنظرهای غیرکارشناسی مسئولان دولتی: تعیین ارتباط مناسب بین دولت و بازار سرمایه و تعیین حد دخالت و اظهارنظر مسئولان دولتی، جلوگیری از تنظیم عوامل اثرگذار بر بازار سرمایه توسط دولت، واگذاری مدیریت ریزساختارهای بازار مانند تعیین دامنه نوسان و تصمیم‌گیری درباره آنها به نهاد ناظر و حرکت به سمت استقلال بازار سرمایه، توقف امنیتی کردن بازار سرمایه توسط دولت و صرفاً ایفای نقش به‌عنوان بازیگری مانند سایر بازیگران در بازار سرمایه با نظارت نهاد ناظر بازار، تغییر نگاه به نهاد ناظر بازار به‌عنوان قانون‌گذار عده‌ای دلال و توقف دخالت در بازار بر مبنای این استدلال، توقف قیمت‌گذاری دستوری نرخ خوراک و محصولات شرکت‌های بازار، توقف اظهارنظرات غیرکارشناسی مسئولان دولتی درباره بازار سهام و تشویق مردم به خرید و فروش سهام و ایجاد بازدارندگی در اظهارنظرهای مسئولان از طریق تعیین میزان خسارت بر اظهارنظر مسئول موردنظر و جریمه آن مسئول بر مبنای میزان خسارت، از جمله راهکارهایی است که برای جلوگیری از دخالت دولت در بازار سرمایه باید در پیش گرفت.

اصلاح و هماهنگی سیاست‌گذاری پولی بانک مرکزی به‌منظور ایجاد ثبات در بازار سهام: کنترل تورم یکی از مهم‌ترین اهداف سیاست‌گذار پولی است. استقلال بانک مرکزی در سیاست‌گذاری پولی عاملی مهم در ایجاد ثبات در سیاست‌گذاری پولی و به تبع آن ایجاد ثبات در بازار سرمایه است. بانک مرکزی باید به ریسک‌های سیستمی متأثر از سیاست‌گذاری پولی توجه کند و به هماهنگی با بخش‌های مختلف سیستم مالی و اقتصادی کشور در عین استقلال در تصمیم‌گیری بپردازد.

انجام تعهدات: تصویب‌نشدن مصوبات دولت در حمایت از بازار بهتر از تصویب و عدم اجرا شدن آنها است. راهکارهای عملیاتی باید قبل از انجام تعهدات توسط مسئولان دولتی بررسی و مطرح کردن وعده‌های پوشالی متوقف شود. از طرفی از نظر خبرگان، اجرا کردن مصوبات اشتباه و دارای نقطه ضعف بهتر از کنار گذاشتن مصوبه است. عمل به تعهدات انجام‌شده توسط دولت در حمایت از بازار، عاملی مؤثر در بازیابی اعتماد سرمایه‌گذاران است.

اصلاح نظام تصمیم‌گیری: سپردن تصمیم‌گیری و نظارت و تنظیم مقررات به نهاد ناظر بازار سرمایه، ایجاد انسجام بین تصمیم‌سازان، تصمیم‌گیرندگان و مجریان برای جلوگیری از تشتت در تصمیم‌گیری و اجرای مصوبات، تقویت ارکان تصمیم‌گیر در بازار برای داشتن قدرت در تصمیم‌گیری، برقراری مصونیت امنیتی برای نهاد ناظر بازار و رفع تضاد منافع موجود در شورای عالی بورس، از جمله اصلاحات ضروری در نظام تصمیم‌گیری است.

قانون‌گذاری در راستای حمایت از بازار: از جمله پیشنهادهای خبرگان این است که گزارشی توسط مرکز پژوهش‌های مجلس درباره قیمت‌گذاری نرخ خوراک شرکت‌ها و الحاق پیوستی کارشناسی از ذی‌نفعان مانند انجمن پتروشیمی‌ها و بورس به آن برای حذف قیمت‌گذاری دستوری یا تعیین فرمول مشخصی برای تعیین آن تهیه شود؛ سپس این لایحه تصویب و به سند تحولی بالادستی تبدیل شود. مجلس می‌تواند اصلاحاتی در قانون بازار اوراق بهادار اعمال کند و به رئیس و هیئت‌مدیره سازمان بورس اختیاراتی دهد تا قوانین و دستورالعمل‌های خلاف منافع سرمایه‌گذاران را انجام ندهد و قانونی برای تشکیل شورای هماهنگی سه رکن بانک مرکزی، بیمه مرکزی و سازمان بورس به‌منظور ایجاد هماهنگی در تصمیم‌گیری‌ها تصویب شود.

لزوم برخورد قضایی با متخلفان دخیل در سقوط بازار: باید با حقوقی‌ها و سرمایه‌گذارانی که با رانت اطلاعاتی به رشد تصنعی قیمت سهام‌های بازار منجر شده‌اند و سپس با عرضه‌های سنگین بر مبنای رانت اطلاعاتی به سودهای سرسام‌آور دست یافته‌اند، برخورد قضایی شود.

راهکارهای گفتاری: درپیش‌گرفتن راهبرد سکوت و اظهارنظر نکردن درباره بازار سهام توسط مسئولان دولتی، بهتر از وعده‌دادن و سپس خلف‌وعده و اجرانکردن تعهدات است. گزارش عملکرد دولت در حمایت از بازار یکی از مناسب‌ترین راهکارهای گفتاری است. راهکار عذرخواهی راهکاری مؤثر در بازبایی اعتماد سرمایه‌گذاران در جریان سقوط شاخص بازار است. مطرح‌کردن وعده‌های مشخص و کارشناسی و مبتنی بر اصول اقتصادی یکی از راهکارهای مؤثر گفتاری است. تبیین درست و صادقانه جریان سقوط بازار راهکاری مؤثر در تغییر نگرش منفی سرمایه‌گذاران به دولت و خنثی‌کردن شایعات است. در اظهارنظرها و مطرح‌کردن وعده‌های حمایتی و اطلاع‌رسانی درباره سیاست‌های حمایتی دولت باید تک‌صدایی و هماهنگی وجود داشته باشد.

دسته دوم: راهکارهای مرتبط با بازار سرمایه

تقویت سازوکارهایی به‌منظور حمایت از سرمایه‌گذاران و تحریک سمت تقاضای بازار: استفاده از اوراق اختیار تبعی، اوراق اجاره سهام و افزایش سقف خرید اعتباری از جمله ابزارهای حمایتی از سرمایه‌گذاران است. همچنین بر ایجاد تشکلی به‌منظور حمایت از سرمایه‌گذاران خرد تأکید می‌شود.

ارتقای سطح سواد مالی سرمایه‌گذاران: ارتقای سطح سواد مالی سرمایه‌گذاران و آشناکردن آنها با ریسک‌های موجود در بازار عاملی مؤثر در کنترل هیجانات و ایجاد ثبات در بازار است. ایجاد محدودیت موقت برای سرمایه‌گذاران با سطح سواد مالی پایین برای معامله و سرمایه‌گذاری مستقیم در بازار مورد تأکید خبرگان است.

افزایش شفافیت اطلاعاتی در بازار و تصمیم‌گیری‌ها و بهبود عملکرد سازمان در کشف و مقابله با تخلفات: افزایش شفافیت اطلاعاتی و حمایت از جریان آزاد اطلاعات در افزایش کارایی بازار مؤثر است. ایجاد شفافیت اطلاعاتی از طریق قانون‌گذاری در این زمینه و نظارت بر اجرای آن قوانین ممکن می‌شود. تصمیم‌گیری مسئولان سازمان باید شفاف باشد و شفافیت عملکرد سازمان در مقابله و برخورد با تخلفات در بازبایی اعتماد سرمایه‌گذاران مؤثر است.

تقویت زیرساخت‌های فنی بازار: زیرساخت‌های بازار قبل از دعوت از مردم به مشارکت در بازار باید تقویت شود. تقویت زیرساخت بازار برای جلوگیری از توقف هسته معاملات و توانایی پذیرش حجم زیاد نقدینگی بسیار مهم است.

اصلاح ریزساختارهای بازار به‌منظور تنظیم عرضه و تقاضا در بازار: افزایش عمق بازار از طریق افزایش شرکت‌های متنوع و متعدد با سهام شناور آزاد بسیار، عرضه اولیه، سهام پروژه، پذیرهنویسی صندوق‌ها و افزایش شناوری سهام‌ها برای تنظیم عرضه در بازار مهم است. تقویت بازار اولیه مانند رونق ابزارهای تأمین مالی پروژه‌ها راهکاری مهم در جهت افزایش عمق بازار و تنظیم عرضه در بازار و جلوگیری از رشد حباب‌گونه شاخص بازار است. توجه دولت به بازار اولیه در کنار حمایت از بخش واقعی اقتصاد مهم‌ترین راهکار جهت افزایش عمق بازار و بهبود شرایط بازار ثانویه است. پذیرش شرکت‌های مستعد در بورس و فرابورس از جمله موضوعات مهم و نیازمند توجه توسط هیئت پذیرش بورس و فرابورس است. راه‌اندازی معاملات آتی سهام‌های بازار با اهرم پایین نیز راهکاری مناسب جهت تقویت بخش عرضه بازار و افزایش عمق بازار است. بازارگردانی در بازار سرمایه به‌عنوان یکی از ریزساختارهای بازار به‌منظور رفع مشکل نقدینگی بازار و تنظیم عرضه و تقاضای بازار باید تقویت شود. تدوین قوانین و دستورالعمل‌های مشخص درباره بازارگردان‌ها و نقش آنها در بازار و اجرای آن قوانین راهکاری مناسب جهت رفع مشکل عملکرد ضعیف بازارگردان‌ها در بازار است. باید برای سوددهی بازارگردانی در بازار چاره‌اندیشی کرد و یکی از راهکارهای مهم در افزایش سوددهی حذف محدودیت دامنه نوسان قیمت است. باید به تقویت و توسعه شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری به‌منظور نقش‌آفرینی تحلیل‌های مالی در بازار پرداخت. باید درباره حذف یا تعیین مکانیسمی بهینه برای ابزار کنترلی محدودیت دامنه نوسان قیمت در بازار چاره‌اندیشی کرد.

تقویت نظارت در بازار سرمایه: کدهای معاملاتی مؤثر در معاملات اخیر برای مشخص شدن متخلفان دست‌کاری معاملات بازار باید بررسی شود. معاملات باید به‌منظور کشف تخلفات ناشی از استفاده از رانت اطلاعاتی و از بین بردن انگیزه استفاده از رانت اطلاعاتی پیگیری شود. به‌منظور نظارت و برخورد با تخلفات مرتبط با شفافیت اطلاعاتی و دست‌کاری در بازار سرمایه باید قوانین، دستورالعمل‌ها و سازوکارهایی شفاف تدوین شود. با پیچیده‌تر شدن بازار، استفاده از ابزارهای نظارتی به‌روز با استفاده از هوش مصنوعی و فناوری‌های جدید، راهکاری مناسب برای تقویت نظارت در بازار سرمایه است. رفع موانع دسترسی نهاد ناظر بازار به اطلاعات مالی و شخصی سرمایه‌گذاران از راهکارهای تقویت نظارت بر استفاده سرمایه‌گذاران از رانت اطلاعاتی و اطلاعات نهانی است. استفاده از تجربه سایر کشورها راهکاری مناسب برای تقویت نظارت در بازار است که در بازیابی اعتماد سرمایه‌گذاران مؤثر است.

تشویق به سرمایه‌گذاری غیرمستقیم از طریق نهادهای مالی: دعوت سرمایه‌گذاران با سواد مالی کم به سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در بازار از طریق نهادهای مالی مانند صندوق‌ها و سبدگردانی‌ها راهکاری مناسب برای کنترل هیجانات در بازار و جلوگیری از رخ دادن نوسانات شدید در آینده است. بدین منظور، باید دسترسی مردم به این نوع سرمایه‌گذاری در تمام نقاط کشور تسهیل شود. باید به توسعه نهادهای مالی در کنار نظارت و تعریف قواعد بازی برای این نهادها توجه شود. نهادهای واسطه‌ای نوآورانه مانند صندوق‌های سهام خصوصی و صندوق‌های سهام پروژه از جمله نهادهای مالی مناسب برای سوق دادن نقدینگی به آنها و کنترل هجوم نقدینگی به بازار است. توسعه نهادهای مالی حمایتی نیز مانند کانون سرمایه‌گذاران حقیقی به‌منظور حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران عاملی مؤثر در بازیابی اعتماد سرمایه‌گذاران است. توسعه نهادهای مالی؛ مانند کارگزار معامله‌گران عاملی مؤثر در کاهش حجم معاملات و افزایش نقدشوندگی بازار است؛ علاوه بر آن، توسعه شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری با ارائه تحلیل‌های مالی و گزارش‌های ارزش‌گذاری شرکت‌ها و آموزش دانش مالی، عاملی مؤثر در کنترل هیجانات و نوسانات بازار است.

توقف اظهارنظرهای خارج از حیطه وظایف مسئولان سازمان: اظهارنظر مدیران سازمان بورس درباره ارزش‌گذاری بازار و تشویق مردم به خارج‌نشدن از بازار با وجود روند نزولی شاخص بازار صحیح نیست. وظیفه اصلی رئیس سازمان، ایجاد روندی باثبات و پیش‌بینی‌شونده در بازار است.

دسته سوم: راهکارهای مرتبط با اقتصاد کلان کشور

اصلاح نظام اقتصادی کشور و ایجاد ثبات اقتصادی: ایجاد شفافیت و کاهش ریسک‌های اقتصادی مثلاً کنترل نوسانات نرخ ارز و نرخ بهره، ایجاد بازاری برای کشف نرخ بهره و عدم تعیین دستوری آن، کنترل نوسانات نرخ ارز با ایجاد رونق در بخش تولید و جلوگیری از قاچاق کالا و کنترل واردات، سیاست‌گذاری مناسب در حوزه‌های پول، تولید، روابط بین‌الملل، تجارت بین‌الملل، ایجاد روندی باثبات در سیاست‌گذاری‌های کلان اقتصادی، رفع تحریم و رهایی اقتصاد و به تبع آن بازار سرمایه از ریسک‌های مختلف ناشی از تحریم مانند نوسانات نرخ ارز، تشویق سرمایه‌گذار خارجی (مهم‌ترین راهکار انتقال دانش و تکنولوژی و ایجاد ثبات و پیشرفت اقتصادی پایدار و به تبع آن ایجاد ثبات در بازار سرمایه)، انسجام و یکپارچگی قوای سه‌گانه کشور در مدیریت اقتصاد کشور از جمله راهکارهای پیشنهادی جهت اصلاح نظام اقتصادی کشور و ایجاد ثبات اقتصادی است که ثبات در بازار سرمایه و بازیابی اعتماد سرمایه‌گذاران در بلندمدت را تضمین می‌کند.

کم کردن اثر تحریم‌های پولی و مالی: طراحی برنامه‌ای مدون برای مقابله با مشکلات و موانع ناشی از تحریم‌ها در فضای اقتصاد کلان کشور، تأکید و توجه به اقتصاد مقاومتی، تقویت تولید بخش خصوصی، افزایش سودآوری شرکت‌های موجود در بازار سهام (با افزایش کارایی و نوآوری این شرکت‌ها) و جذب سرمایه‌گذار خارجی از جمله راه‌حل‌های مقابله با اثرات تحریم در جامعه است.

لزوم داشتن نگاه سیستمی هنگام تصمیم‌گیری درباره مؤلفه‌های کلان اقتصادی و مالی و وحدت رویه و هماهنگی: تعامل و هماهنگی بخش‌های مختلف اقتصاد کشور مانند بانک مرکزی، بازار سرمایه و سایر بخش‌ها با یکدیگر هنگام سیاست‌گذاری در سطح کلان لازمه ایجاد ثبات در بازار سرمایه است. تشکیل هیئتی با عنوان هیئت ثبات مالی راهکاری مناسب برای ایجاد این هماهنگی است که با تعیین سیاست‌های احتیاطی کلان از بحران‌های آتی در بخش‌های مختلف اقتصاد کشور جلوگیری می‌کند. راهکار بعدی استفاده از ظرفیت شوراهای موجود مانند شورای هماهنگی اقتصادی است. برخی از خبرگان معتقدند تشکیل هیئت ثبات مالی با وجود دخالت دولت در تصمیم‌نهایی شورا بی‌فایده است.

ایجاد شفافیت در مؤلفه‌های اقتصاد کلان کشور: ایجاد شفافیت در آینده اقتصاد کشور از طریق کنترل نوسانات شدید برخی از مؤلفه‌های اقتصادی مانند نرخ ارز و بهره و رفع ابهام‌های موجود در قیمت‌گذاری نرخ خوراک، محصولات، مالیات و عوارض سالیانه شرکت‌ها از مهم‌ترین وظایف دولت است. ایجاد شفافیت در مؤلفه‌های اقتصادی کشور و رفع ابهام از آینده اقتصاد کشور و به تبع آن رفع ابهام از آینده بازار سرمایه به منظور ایجاد امنیت برای سرمایه‌گذاری عاملی مهم در بازیابی اعتماد سرمایه‌گذاران است.

دسته چهارم: راهکارهای مرتبط با رسانه

تبیین درست جریان سقوط بازار: رسانه نقش بسیار مهمی در تبیین درست جریان سقوط بازار دارد. تبیین درست و مطابق واقع از جریان سقوط بازار در تغییر نگرش نادرست سرمایه‌گذاران به نقش عامدانه دولت در سقوط بازار مؤثر است؛ بدین منظور، می‌توان از تحلیلگران بی‌طرف به شرط عدم حمله جانب‌دارانه آنها به مسئولان استفاده کرد.

ایفای وظیفه اطلاع‌رسانی و آگاهی‌بخشی به جامعه با ارائه تحلیل‌های صادقانه و بی‌طرفانه: بی‌طرفی رسانه ملی و بیان واقعیات بدون کم‌وکاست و ایفای وظیفه آگاهی‌بخشی جامعه با انعکاس تحلیل درست و مطابق با واقع از بازار و تبیین ریسک‌های موجود در آن در کنار انعکاس اخبار رشد شاخص بازار، از عوامل مؤثر در بازیابی اعتماد سرمایه‌گذاران است. بیان صادقانه محدودیت‌های مسئولان در اصلاح و بهبود شرایط بازار متأثر از شرایط تحریم اثرگذارتر از وعده‌های پوشالی در بازیابی اعتماد سرمایه‌گذاران است. بیان و ترویج سیاست‌ها و عملکردهای دولت در حمایت از بازار نیز در بازیابی اعتماد مؤثر است.

شفاف‌سازی و بررسی مشکلات بنیادین اقتصاد کلان کشور به منظور آگاهی‌بخشی مسئولان: شفاف‌سازی و بررسی مشکلات بنیادین اقتصاد کشور به تصمیم‌گیرندگان و سیاست‌گذاران اقتصادی برای یافتن راه‌حل مناسب برای این مشکلات و اصلاح سیاست‌هایشان کمک شایانی می‌کند.

ترویج فرهنگ مناسب سرمایه‌گذاری و ارتقای سطح سواد مالی سرمایه‌گذاران: رسانه ملی باید به آموزش دانش مالی و فرهنگ‌سازی مالی توجهی ویژه داشته باشد. رسانه ملی باید در زمینه استفاده از مشاوره‌های مالی، بررسی کارشناسی قبل از خرید سهم و ترویج سرمایه‌گذاری با افق بلندمدت فرهنگ‌سازی کند. رسانه ملی می‌تواند با تولید محصولات رسانه‌ای مختلف همچون مسابقه، برنامه آموزشی، مستند، فیلم و سریال با موضوع بازار سرمایه به فرهنگ‌سازی و آموزش بهتر سرمایه‌گذاران بپردازد. رسانه در تشویق مردم به سرمایه‌گذاری غیرمستقیم از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری در کاهش رفتارهای هیجانی و نوسانات شدید در بازار نقش مهمی دارد. تشویق مردم توسط رسانه ملی به استفاده از شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری به رونق و توسعه این شرکت‌ها و اثرگذاری تحلیل این شرکت‌ها بر بازار کمک می‌کند که موجب ایجاد ثبات در بازار خواهد شد.

دعوت از کارشناسان و تحلیلگران مالی و دقت در انتخاب آنها و نوع سؤالات مطرح‌شده: دعوت از کارشناسان حرفه‌ای بازار سرمایه و ایجاد مناظره بین آنها برای تحلیل بازار از راهکارهای مؤثر در ایفای رسالت رسانه ملی مبنی بر آگاهی‌بخشی اجتماعی و ارائه تحلیل‌های بی‌طرفانه و صادقانه از بازار است. لازم است جهت انتخاب کارشناسان و تحلیلگران و اطمینان از بی‌طرفی آنها، در انتخاب سؤالات برنامه دقت لازم صورت گیرد.

رفع نقاط ضعف و بهبود مشاوره رسانه‌ای مسئولان نهادهای دولتی: باید به رفع نقاط ضعف کارشناسی مشاوره رسانه‌ای مسئولان نهادهای دولتی و ایجاد هماهنگی بین تیم مشاوران رسانه‌ای مسئولان دولتی درباره اظهارنظرها درباره بازار سرمایه به منظور جلوگیری از تشتت آرا توجه ویژه داشت.

اولویت‌بندی راهکارهای بازیابی اعتماد

جدول ۴ میانگین رتبه هر یک از راهکارها را که با استفاده از آزمون فریدمن به دست آمده است، نشان می‌دهد. باتوجه به اندازه این میانگین، رتبه و اولویت راهکارها مشخص شده است.

جدول (۴): اولویت‌بندی راهکارهای بازیابی اعتماد به بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران

Table (4): Prioritizing solutions to restore confidence in Iran capital market

اولویت	میانگین رتبه	راهکارها
۱	۲۴/۵۴	جلوگیری از مداخله دولت در بازار سرمایه و اظهارنظرهای غیرکارشناسی مسئولان دولتی
۲	۲۳/۱۷	اصلاح نظام اقتصادی کشور و ایجاد ثبات اقتصادی
۳	۲۲/۶۳	افزایش شفافیت اطلاعاتی در بازار و تصمیم‌گیری‌ها و بهبود عملکرد سازمان بورس در کشف و مقابله با تخلفات
۴	۲۰/۱۳	اصلاح ریزساختارهای بازار به منظور تنظیم عرضه و تقاضا در بازار
۵	۱۹/۴۲	کم کردن اثر تحریم‌های پولی و مالی
۶	۱۸/۷۹	ارتقای سطح سواد مالی سرمایه‌گذاران
۷	۱۸/۷۹	تقویت زیرساخت‌های فنی بازار
۸	۱۸/۷۹	تشویق به سرمایه‌گذاری غیرمستقیم از طریق نهادهای مالی
۹	۱۸/۶۷	اصلاح و هماهنگی سیاست‌گذاری پولی بانک مرکزی به منظور ایجاد ثبات در بازار سرمایه
۱۰	۱۸/۵۸	ایجاد شفافیت در مؤلفه‌های اقتصاد کلان کشور
۱۱	۱۸/۵۴	تقویت نظارت در بازار سرمایه
۱۲	۱۸/۰۴	اقدامات عملیاتی دولت به منظور حمایت از بازار
۱۳	۱۷/۰۸	ترویج فرهنگ مناسب سرمایه‌گذاری و ارتقای سطح سواد مالی سرمایه‌گذاران
۱۴	۱۶/۷۵	انجام تعهدات
۱۵	۱۵/۷۵	توقف اظهارنظرهای خارج از حیطه وظایف مسئولان سازمان بورس
۱۶	۱۵/۰۴	اصلاح نظام تصمیم‌گیری
۱۷	۱۴/۵۰	وحدت رویه، هماهنگی و نگاه سیستمی هنگام تصمیم‌گیری درباره مؤلفه‌های کلان اقتصادی و مالی کشور
۱۸	۱۳/۷۹	قانون‌گذاری در راستای حمایت از بازار
۱۹	۱۳/۷۱	لزوم برخورد قضایی با متخلفان اثرگذار بر سقوط بازار
۲۰	۱۳	تقویت سازوکارهایی به منظور حمایت از سرمایه‌گذاران و تحریک سمت تقاضای بازار
۲۱	۱۱/۵	ایفای وظیفه اطلاع‌رسانی و آگاهی‌بخشی به جامعه با ارائه تحلیل‌های صادقانه و بی‌طرفانه
۲۲	۱۱/۱۷	استفاده از راهکارهای گفتاری
۲۳	۱۱/۰۸	شفاف‌سازی و بررسی مشکلات بنیادین اقتصاد کلان کشور به منظور آگاهی‌بخشی مسئولان
۲۴	۱۰/۳۳	تبیین درست جریان سقوط بازار
۲۵	۹/۲۹	رفع نقاط ضعف و بهبود مشاوره رسانه‌ای مسئولان نهادهای دولتی
۲۶	۹/۰۸	دعوت از کارشناسان و تحلیل‌گران مالی و دقت در انتخاب آنها و نوع سؤالات مطرح‌شده

نتیجه‌گیری

در این پژوهش ابتدا عوامل مؤثر در سقوط شاخص بازار و سلب اعتماد سرمایه‌گذاران در سال ۱۳۹۹ تبیین شد که ۲۶

مضمون سازمان‌دهنده استخراج و ذیل چهار مضمون فراگیر شامل عوامل مرتبط با حکمرانی کلان کشور، بازار سرمایه، اقتصاد کلان و رسانه طبقه‌بندی شد؛ سپس با کمک خبرگان ۲۶ راهکار مؤثر در بازیابی اعتماد سرمایه‌گذاران به صورت جامع استخراج شد و ذیل همان چهار مضمون فراگیر قرار گرفت؛ درنهایت، اولویت و میزان اهمیت هریک از این راهکارها با استفاده از آزمون ناپارامتریک فریدمن تعیین شد. از منظر خبرگان از بین چهار مضمون فراگیر، به ترتیب ۱- راهکارهای مرتبط با اقتصاد کلان کشور، ۲- راهکارهای مرتبط با بازار سرمایه، ۳- راهکارهای مرتبط با حکمرانی کلان کشور (دولت و مجلس) و ۴- راهکارهای مرتبط با رسانه بیشترین اهمیت را در بازیابی اعتماد سرمایه‌گذاران دارد. از بین ۲۶ مضمون سازمان‌دهنده، راهکارهای جلوگیری از مداخله دولت و اظهارنظرهای غیرکارشناسی مسئولان دولتی در بازار سرمایه، اصلاح نظام اقتصادی کشور و ایجاد ثبات اقتصادی و افزایش شفافیت اطلاعاتی در بازار و در تصمیم‌گیری‌ها و بهبود عملکرد سازمان در کشف و مقابله با تخلفات دارای بیشترین اولویت و راهکارهای دعوت از کارشناسان و تحلیلگران مالی و دقت در انتخاب آنها و نوع سؤالات مطرح‌شده، رفع نقاط ضعف و بهبود مشاوره رسانه‌ای مسئولان نهادهای دولتی و تبیین درست جریان سقوط بازار دارای کمترین اولویت از منظر خبرگان بوده است. برخی راهکارهای استخراج‌شده در این پژوهش در پژوهش‌های سابق نیز اشاره شده است. استفاده از راهکارهای گفتاری و تعاملی با فعالان بازار در پژوهش‌های سیرونی (Sironi, 2023) و هاروی (Harvey, 2015) اشاره شده است. گاور و همکاران (Gower et al., 2019) و چودری و لاندویت (Choudhry & Landuyt, 2009) افزایش شفافیت و کاهش عدم تقارن اطلاعات را عنوان کرده‌اند. بلک (Black, 2009)، فلک و وانلود (Fleck & Von Lüde, 2015) و بیلاویچ و همکاران (Bilovich et al., 2020) نیز تقویت نظارت و تنظیم‌گری را ذکر کرده‌اند. به اصلاح نظام اقتصادی نیز در پژوهش رِن (Ren, 2012) اشاره شده است.

برخی از راهکارهای ارائه‌شده مانند راهکارهای ناظر به اتخاذ سیاست‌های حمایتی از بازار و سرمایه‌گذاران و راهکارهای ناظر به تغییر نگرش و تصویر ذهنی منفی سرمایه‌گذاران به بازار می‌تواند در کوتاه‌مدت تا حدودی در بازیابی اعتماد سرمایه‌گذاران و بهبود شرایط بازار مؤثر باشد، اما نمی‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران را به صورت کامل بازیابی کند؛ بنابراین، لازم است راهکارهای اساسی، بلندمدت و پیشگیرانه برای جلوگیری از رخ دادن مجدد نابسامانی در بازار اتخاذ شود؛ کمالین که نظر خبرگان نیز در اولویت قراردادن راهکارهای مرتبط با اقتصاد کلان کشور مؤید این مطلب است. نکته مهم دیگر اینکه تنها در پیش گرفتن راهکارهای مرتبط با وظایف قانونی مسئولان بازار مانند تقویت نظارت بازار، تقویت زیرساخت‌های بازار و غیره هرچند بسیار مفید است، اما نمی‌تواند به صورت کامل اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه را بازیابی کند، بلکه لازم است از راهکارهای گفتاری، اقدامات حمایتی و قدرت رسانه نیز در جهت تغییر نگرش و تصویر ذهنی منفی سرمایه‌گذاران به بازار و اصلاح وجهه آسیب‌دیده بازار سرمایه استفاده شود.

برای پژوهش‌های آتی، بررسی نحوه اجرایی کردن برخی از راهکارهای ارائه‌شده مانند استفاده از ابزارهایی به منظور حمایت از سرمایه‌گذاران و تحریک سمت تقاضای بازار، ارتقای سواد مالی سرمایه‌گذاران، اصلاح ریزساختارهای بازار به منظور تنظیم عرضه و تقاضا در بازار می‌تواند موضوع پژوهش‌هایی مستقل باشد. شکل‌گیری حباب و ترکیدن آن نیز یکی از عوامل مؤثر در نابسامانی بازار و بی‌اعتمادی سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه شمرده می‌شود. بررسی جامع عوامل مؤثر در شکل‌گیری حباب در بازار سرمایه کشور به خصوص بررسی تجربه شکل‌گیری حباب در سال ۱۳۹۹ می‌تواند در پژوهش‌های آتی بررسی شود. موضوع اندازه‌گیری و سنجش اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه را نیز می‌توان در پژوهش‌های آتی بررسی کرد.

محدودیت پژوهش حاضر این است که عوامل مؤثر بر سقوط بازار و سلب اعتماد سرمایه‌گذاران و راهکارهای بازیابی اعتماد تنها برای بازار سهام ایران و برای حباب سال ۱۳۹۹ بررسی شده است؛ بنابراین، تعمیم عوامل سقوط و راهکارهای

بازیابی اعتماد به سایر بازارها و در سایر مقاطع زمانی ممکن است محل خدشه باشد.

تشکر و قدردانی

از همکاری مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار در نگارش این پژوهش تشکر و قدردانی می‌شود.

منابع

حبیبی، آرش، و جلال‌نیا، راحله (۱۴۰۱). پدیدارشناسی. انتشارات نارون.
 منگلی کنگی، مهدیه، و خضری‌پور، محمدرضا (۱۳۹۹). ریسک سقوط قیمت سهام و دلایل سقوط بورس ایران در سال ۱۳۹۹. مجموعه مقالات ششمین کنفرانس بین‌المللی و ملی مطالعات مدیریت، حسابداری و حقوق (۸۰۹ - ۸۲۹).
 موسسه پژوهشی مدیریت مدبر.

References

- Aristei, D., & Gallo, M. (2021). Financial knowledge, confidence, and sustainable financial behavior. *Sustainability*, 13(19), 10926. <https://doi.org/10.3390/su131910926>
- Attride-Stirling, J. (2001). Thematic networks: An analytic tool for qualitative research. *Qualitative Research*, 1(3), 385-405. <https://doi.org/10.1177/146879410100100307>
- Bachmann, R., Gillespie, N., & Priem, R. (2015). Repairing trust in organizations and institutions: Toward a conceptual framework. *Organization Studies*, 36(9), 1123-1142. <https://doi.org/10.1177/0170840615599334>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market. *The Journal of Economic Perspectives*, 21(2), 129-151.
- Bidault, F., & Jarillo, C. J. (1997). Trust in economic transactions. In F. Bidault, P.Y. Gomez, & G. Marion (Eds.), *Trust: Firm and society*. Paris' Editions ESKA.
- Bilovich, A., Johnson, S., Tuckett, D. (2020). Constructing confidence: The role of affect and cognition in decisions under radical uncertainty. *PsyArXiv*. <https://doi.org/10.31234/OSF.IO/TACPN>
- Black, J. (2009). Rebuilding the credibility of markets and regulators. *Law and Financial Markets Review*, 3(1), 1-2.
- Blomqvist, K. (1997). The many faces of trust. *Scandinavian Journal of Management*, 13(3), 271-286. [https://doi.org/10.1016/S0956-5221\(97\)84644-1](https://doi.org/10.1016/S0956-5221(97)84644-1)
- Bondt, W. D. (2013). After the crisis: How to restore trust in business and finance. *Spanish Journal of Finance and Accounting*, 42(157), 13-37. <https://doi.org/10.1080/02102412.2013.10779738>
- Braun, V., & Clarke, V. (2006). Using thematic analysis in psychology. *Qualitative Research in Psychology*, 3(2), 77-101. <https://doi.org/10.1191/1478088706qp063oa>
- Calomiris, C. W., & Carlson, M. (2023). Restoring confidence in troubled financial institutions after a financial crisis. *Journal of Financial Intermediation*, 53(C), 101012. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2022.101012>
- Carlin, B. I., Dorobantu, F., & Viswanathan, S. (2009). Public trust, the law, and financial investment. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 321-341. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.07.001>
- Chen, H. C., & Yeh, C. W. (2021). Global financial crisis and COVID-19: Industrial reactions. *Finance Research Letters*, 42. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.101940>
- Choudhry, M., & Landuyt, G. (2009). Securitization: Restoring confidence in the market. *The Journal of Structured Finance*, 15(2), 60-65. <https://doi.org/10.3905/JSF.2009.15.2.060>
- Chowdhury, K. A., & Azad, A. K. (2010). *Consumer Confidence in Financial Markets*. Working Papers, eSocialSciences.
- Crean, A., Gold, N., Vines, D., & Williamson, A. (2018). Restoring trustworthiness in the financial system: Norms, behaviour and governance. *Journal of the British Academy*, 6(s1), 131-155. <https://doi.org/10.5871/JBA/006S1.131>
- DeJager, C. E. (2017). A question of trust: The pursuit of consumer trust in the financial sector by means of EU legislation. *Consum Policy*, 40(1), 25-49. <https://doi.org/10.1007/s10603-016-9334-8>
- Durrani, N., Fatima, K., & Ahmed, J. (2023). The role of economic and political factors in shaping consumers' confidence in Pakistan. *Journal of Social Sciences Review*, 3(2), 718-735.

- <https://doi.org/10.54183/jssr.v3i2.237>
- Evans, L., & Owda, M., & Crockett, K., & Vilas, A. (2021). Credibility assessment of financial stock tweets. *Expert Systems with Applications*, 168, 1-35. <https://doi.org/10.1016/J.ESWA.2020.114351>
- Fedotov, O., & Levchenko S. (2018). Organizational and legal regulation of the financial sector of the economy amid European integration. *Baltic Journal of Economic Studies*, 4(5), 379-386. <https://doi.org/10.30525/2256-0742/2018-4-5-379-386>
- Fleck, J., & Von Lüde, R. (2015). Restoring trust and confidence at the institutional level by higher order control, The case of the formation of the european banking union. *Behemoth*, 8, 91-108. <https://doi.org/10.6094/BEHEMOTH.2015.8.1.854>
- Gaspar, R., Henriques, P., & Corrente, A. (2020). Trust in financial markets: The role of the human element. *Review of Business Management*, 22(3), 647-668. <https://doi.org/10.7819/RBGN.V22I3.4072>
- Georgarakos, D., & Pasini, G. (2011). Trust, sociability and stock market participation. *Review of Finance*, 15, 693-725. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1397236>
- Gopal, S., Gupta, P., & Minocha, A. (2023). Advancements in fin-tech and security challenges of banking industry. *4th International Conference on Intelligent Engineering and Management (ICIEM)*. <https://doi.org/10.1109/ICIEM59379.2023.10165876>
- Gower, P., Meier, F., & Shutes, K., (2019). Regulator communication and market confidence in difficult times: Lessons from the great financial crisis. *Eurasian Journal of Economics and Finance*, 7(4), 1-24. <https://doi.org/10.15604/EJEF.2019.07.04.001>
- Guiso, L. (2010). *A Trust-Driven Financial Crisis. Implications for the Future of Financial Markets*. EIEF Working Papers Series 1006, Einaudi Institute for Economics and Finance (EIEF).
- Habibi, A., & Jalalnia, R. (1401). *Phenomenology*. Narvan Publications. [In Persian].
- Harvey, J., (2015). Engendering confidence in the financial system: Challenges and observations. In *Research Handbook on International Financial Crime* (pp. 219-228). Elgar. <https://doi.org/10.4337/9781783475797.00029>
- Herzberg, L. (1988). On the attitude of trust. *Inquiry*, 31(3), 307-322. <https://doi.org/10.1080/00201748808602157>
- Khedekar-Swaminathan, A. (2019). Behavioral strategies to achieve financial stability in uncertain times. In A. Behl & S. Nayak (Eds.), *Maintaining Financial Stability in Times of Risk and Uncertainty* (pp. 177-198). IGI Global. <https://doi.org/10.4018/978-1-5225-7208-4.ch009>
- Kramer, R. M., & Pittinsky, T. L. (2012). *Restoring trust in organizations and leaders: Enduring challenges and emerging answers*. Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780199756087.001.0001>
- Lin, J. T., Bumcrot, C., Mottola, G., Valdes, O., Ganem, R., Kieffer, C., Lusardi, A., & Walsh, G. (2022). *Financial capability in the United States: Highlights from the FINRA foundation national financial capability study* (5th Edition). FINRA Investor Education Foundation.
- Lorenz, E. H. (1988). Neither friends nor strangers: Informal networks of subcontracting in French industry. In D. Gambetta (Ed.), *Trust -Making and Breaking Relationships* (pp. 194-210). Basil Blackwell, Oxford.
- Maxwell, J. (1992). Understanding and validity in qualitative research. *Harvard Education Review*, 62(3), 279-300. <https://doi.org/10.17763/haer.62.3.8323320856251826>
- Mengli K. M., & Khezripour, M. R. (2019). The risk of falling stock prices and the reasons for the fall of the Iranian stock market in 2019. *Proceedings of the 6th International and National Conference on Management, Accounting and Law Studies* (pp. 809-829). Modabber Management and Research Institute. [In Persian].
- Nishimura, K. G. (2010). Financial system stability and market confidence. *Asian Economic Papers*, 9(1), 25-47. <https://doi.org/10.1162/ASEP.2010.9.1.25>
- Olbrys, J., & Ostrowski, K. (2021). An entropy-based approach to measurement of stock market depth. *Entropy*, 23(5), 568. <https://doi.org/10.3390/E23050568>
- Onyshko, S., & Bohrinovtseva L. M. (2023). Financial market as a driver of globalizing changes and its correlation with the level of financial security. *Наукoвi записки*, 28(56), 102-108. [https://doi.org/10.25264/2311-5149-2023-28\(56\)-102-108](https://doi.org/10.25264/2311-5149-2023-28(56)-102-108)
- Raza, A., Tsiotsou, R., Sarfraz, M. and Ishaq, M. I. (2023). Trust recovery tactics in financial services: The

- moderating role of service failure severity. *International Journal of Bank Marketing*, 41(7), 1611-1639. <https://doi.org/10.1108/IJBM-10-2022-0447>
- Ren, B. (2010). Economic system reform and restoration of confidence in economy. *The International Journal of Business and Management*, 5(6). <https://doi.org/10.5539/ijbm.v5n6p133>
- Roth, F. (2022). The effect of the financial crisis on systemic trust. *Intereconomics*, 44(4), 203-208.
- Sabel, C. F. (1990). Studied trust: Building new forms of co-operation in a volatile economy. In F. Pyke and W. Sengenberger (Eds.), *Industrial Districts and Local Economic Regeneration*, (pp. 215-250). International Institute for Labor Studies. <https://doi.org/10.1177/001872679304600907>
- Sako, M. (1992). *Prices, Quality and Trust, Inter-Firm Relations in Britain & Japan*. Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511520723>
- Schniter, E., Sheremeta, R. M., & Sznycer, D. (2013). Building and rebuilding trust with promises and apology. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 94, 242-256. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2012.09.011>
- Shahid, M. (2019). Does corporate governance play any role in investor confidence, corporate investment decisions relationship? Evidence from Pakistan and India. *Journal of Economics and Business*, 105, 105839. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2019.03.003>
- Silvia, J., & Iqbal, A. (2011). Monetary policy, fiscal policy, and confidence. *International Journal of Economics and Finance*, 3. <https://doi.org/10.5539/ijef.v3n4p22>
- Sironi, P. (2023). Radical rationality allows coping with fundamental uncertainty on financial markets. In R. Viale & S. Mousavi & U. Filotto & B. Alemanni (ed.), *Artificial Intelligence and Financial Behaviour* (pp. 89-110). Edward Elgar Publishing. <https://doi.org/10.4337/9781803923154.00011>
- Tetlock, P. C. (2007). Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market. *The Journal of Finance*, 62(3), 1139-1168. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01232.x>
- Van Raaij, W. F. (2016). *Confidence and Trust. In Understanding Consumer Financial Behavior*. Palgrave Macmillan. https://doi.org/10.1057/9781137544254_12
- Zoega, G. (2018), Restoring confidence in the aftermath of Iceland's financial crisis, In T.O., Schwarzkopf, D. L. and Bryant, M. (Eds.) *The Return of Trust? Institutions and the Public after the Icelandic Financial Crisis* (pp. 3-28). Emerald Publishing Limited. <https://doi.org/10.1108/978-1-78743-347-220181001>