



Securities & Exchange Organization, Research, Development & Islamic Studies (RDIS)
Journal of Securities and Exchange, Fall 2025, V. 18, No.71, pp. 143-184

A Systematic Reexamination of the Drivers and Consequences of Institutional Investor Destructive Behavior: System Representation and Dynamic Modeling¹

Ruhollah Jaber², Seyyed Abbas Borhani³, Zohreh Hajjha⁴, Mostafa Khajeh⁵

Receive Date: 25 February 2025 Revise Date: 14 April 2025
Accept Date: 28 April 2025 Publish Date: 19 November 2025

Research Paper

Highlights

- This study, using a systems approach and dynamic modeling, reinterprets the destructive behaviors of institutional investors.
- Two overarching themes were identified: destructive judgmental behaviors and destructive perceptual behaviors.
- Ten organizing themes and thirty-three basic themes were extracted using thematic analysis and MAXQDA software.
- Structured corruption was identified as the most influential driver of destructive behavior among institutional investors.
- The system representation model explains the dynamic relationships between behavioral drivers and outcomes.
- The findings offer a framework for predicting, controlling, and managing destructive behaviors in the capital market.

Abstract

In a world where economics and financial behavior reflect psychological complexities and social structures, the behavior of institutional investors plays a crucial role as a fundamental link in the chain of macroeconomic decision-making. Meanwhile, destructive behaviors have profound and sometimes irreversible effects not only on the functioning of financial markets, but also on the entire economic and social system. This article, with a systemic approach and using dynamic and systematic modeling, seeks to reinterpret and represent this multi-layered phenomenon in order to not only provide a deeper understanding of the hidden mechanisms of destructive behaviors of institutional investors, but also to draw a framework for predicting and managing these behaviors in the future. This study, considering the exploratory research approach and utilizing a qualitative approach, used the content analysis method. In the first phase, the literature on destructive behavior of institutional investors was reviewed. Then, qualitative data was collected through interviews with 15 experts and university professors with professional experience in the field of capital markets in 1402. These experts were selected based on the purposive sampling method with a snowball approach, and interviews continued until theoretical saturation was achieved. In the second phase, after reviewing the interviews, the qualitative data collected were analyzed using the Atride-Sterling thematic analysis method and coded using MAXQDA software. Finally, in the quantitative part, based on systemic representation modeling, the drivers and consequences of institutional investors' destructive behaviors were determined. The results of the present study indicated 2 overarching themes, 10 organizing themes, and 33 basic themes. Findings from the quantitative system representation modeling showed that the most motivating dimension of institutional investors' destructive behavior is structured corruption, which is considered a motivation arising from the pattern of perceptual destructive behaviors and can have the consequence of unidimensional analysis and adverse effects.

Keywords: Institutional Investors, Capital Market, Judgmental Destructive Behaviors, Perceptual Destructive Behaviors.

JEL Classification: G10 – General Financial Markets.

1. doi: 10.22034/JSE.2025.12491.2336

2. Department of Accounting, Qo.C, Islamic Azad University, Qom, Iran. (r.jaberi.f@gmail.com).

3. Department of Accounting, Qo.C, Islamic Azad University, Qom, Iran. (Corresponding Author). (sa.sborhani1352@iau.ac.ir).

4. Department of Accounting, ST.C, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (zhajjha@qdiau.ac.ir).

5. Department of Management, Qo.C, Islamic Azad University, Qom, Iran. (Mostafa.khajeh@iau.ac.ir).



Copyright © 2025 The Authors. Published by Securities and Exchange Organization. This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>). Non-commercial uses of the work are permitted, provided the original work is properly cited.

Cite This Article: Jaber, Ruhollah; Borhani, Seyyed Abbas; Hajjha, Zohreh; Khajeh, Mostafa. (2025). A Systematic Reexamination of the Drivers and Consequences of Institutional Investor Destructive Behavior: System Representation and Dynamic Modeling. *Journal of Securities Exchange*, 18 (71), 143-184. <http://10.22034/JSE.2025.12491.2336>.

Background and Significance

In the contemporary financial landscape, institutional investors have become the cornerstone of market movements and macroeconomic decision-making. Their vast influence extends beyond mere financial transactions to the overall economic and social systems. However, certain patterns of behavior exhibited by these investors transcend the boundaries of rational economic conduct and enter the realm of destructive behaviors. These behaviors—often rooted in excessive individualism, short-termism, and moral detachment—can disrupt market stability, erode public trust, and foster systemic inequality.

This research is motivated by the growing evidence that such destructive behavioral patterns among institutional investors are not isolated anomalies but manifestations of deeper psychological, organizational, and systemic imbalances. Therefore, a systematic and dynamic reexamination of their drivers and consequences is crucial for both theoretical advancement and policy formulation in the field of capital market regulation.

Objectives

The main objective of this study is to systematically reinterpret and represent the phenomenon of destructive behavior among institutional investors using a systemic and dynamic modeling approach. Specifically, the study seeks to:

Identify and categorize the key drivers and behavioral mechanisms underlying institutional investors' destructive actions.

Develop a system-based conceptual model that explains the interconnections between judgmental and perceptual destructive behaviors.

Explore the systemic consequences of these behaviors on market performance, investor trust, and long-term financial stability.

Provide a practical framework for policymakers and regulators to predict, control, and manage destructive tendencies within institutional investment practices.

Methodology

Adopting an exploratory qualitative approach within the interpretive paradigm, the study employed thematic analysis based on the Attride-Stirling (2001) model. Data collection was carried out through semi-structured, in-depth interviews with 15 academic experts and market professionals in the field of capital markets during the year 1402 (2023–2024). The experts were selected using purposive sampling with a snowball strategy until theoretical saturation was achieved.

The qualitative data were coded and analyzed using MaxQDA software. Themes were organized into three hierarchical levels: global (overarching), organizing, and basic themes. The reliability of the coding was verified through triangulation, involving data-source, investigator, methodological, and theoretical validation.

In the quantitative phase, the study utilized systemic representation modeling to map the dynamic interrelations among the identified

behavioral themes. Subsequently, a Delphi analysis was performed to validate the model dimensions and confirm consensus among experts.

Findings

The research identified two overarching themes—(1) judgmental destructive behaviors and (2) perceptual destructive behaviors—encompassing ten organizing themes and thirty-three basic themes.

The organizing themes included: reference point (point of reliance), self-observation (overconfidence), reliance on analysis in stock trading, locus of control, one-dimensional analysis and adverse effects, limited attention, structured corruption, short-term psychological shock, stereotyped behaviors, and self-serving bias.

Among these, structured corruption emerged as the most influential and motivating driver of destructive institutional behavior. This dimension, arising from perceptual destructive behavior patterns, generates adverse effects such as narrow analytical focus, moral disengagement, and distorted decision-making.

The systemic representation model further revealed a network of causal feedback loops linking psychological biases, organizational incentives, and regulatory inefficiencies. These interactions intensify the propagation of destructive behavior, leading to cyclical patterns of market volatility and erosion of ethical norms within financial institutions.

Discussion

The study demonstrates that institutional investors' destructive behaviors are not isolated or spontaneous; rather, they evolve from systemic interdependencies between internal motivations (e.g., excessive self-confidence, reward structures) and external conditions (e.g., weak regulation, market pressure).

From a philosophical-economic perspective, such behaviors reflect a transition from collective rationality to individualistic utilitarianism—a phenomenon that can be interpreted as “economic alienation.” This shift undermines market integrity and distorts the relationship between power and responsibility in financial systems.

By combining systemic theory and behavioral finance, the study bridges a critical gap in the literature by offering an integrative framework that connects ethical, cognitive, and institutional dimensions of investor behavior.

Practical and Theoretical Implications

From a theoretical standpoint, the study contributes to the behavioral finance literature by introducing a dual-dimensional framework (judgmental vs. perceptual destructive behaviors) and integrating qualitative thematic findings with systemic modeling.

From a practical perspective, the findings can inform policymakers, market regulators, and institutional managers in:

Developing preventive mechanisms to reduce structured corruption and short-termism.

Designing incentive systems that encourage transparency and ethical accountability.

Enhancing market resilience through improved governance and behavioral monitoring frameworks.

Limitations and Directions for Future Research

While the qualitative approach provides deep insights, the study's scope is limited to expert perceptions within the Iranian capital market context. Future studies can employ quantitative simulations or cross-market comparative analyses to generalize the systemic dynamics identified. Moreover, integrating real-time behavioral data or agent-based modeling could enhance predictive accuracy.

Conclusion

This research redefines the understanding of institutional investors' destructive behaviors by revealing their systemic and dynamic nature. The results underscore that managing these behaviors requires not only financial regulation but also ethical reinforcement and cognitive restructuring within institutional systems.

By exposing the underlying mechanisms and feedback structures, the study provides a roadmap for transforming destructive investment patterns into more rational, responsible, and sustainable financial conduct—thereby contributing to the long-term stability and integrity of capital markets.

Author Contributions

All authors contributed equally to the conceptualization of the article and writing of the original and subsequent drafts.

Data Availability Statement

Data available on request from the authors.

Acknowledgements

The authors would like to thank all participants in the present study.

Ethical Considerations

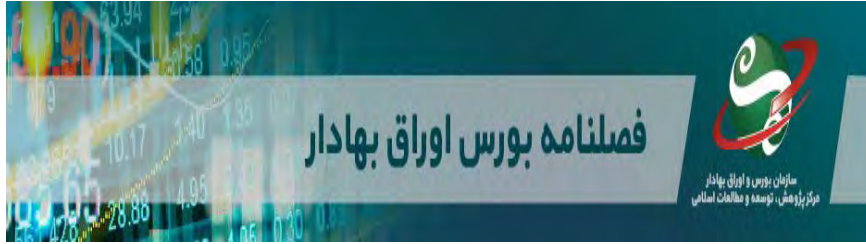
The authors avoided data fabrication, falsification, plagiarism and misconduct.

Funding

This research didn't receive any specific grant from funding agencies in the public commercial, or not-for-profit sectors.

Conflict of Interest

The authors declare no conflict of interest.



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال هجدهم، شماره ۷۱، پاییز ۱۴۰۴، صص ۱۸۴-۱۴۳

بازخوانی نظام‌مند محرک‌ها و پیامدهای رفتار مخرب سرمایه‌گذاران نهادی: بازنمایی سیستمی و مدلسازی پویا^۱

روح الله جابری فردوئی^۲، سید عباس برهانی^۳، زهره حاجیهبا^۴، مصطفی خواجه^۵

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۸/۰۹ تاریخ بازنگری: ۱۴۰۴/۰۱/۱۹

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۲/۰۶ تاریخ انتشار: ۱۴۰۴/۰۸/۲۸

نکات برجسته

- بررسی تأثیر معاملات بلوکی بر نوسانات قیمتی سهام در بازار سرمایه ایران.
- این پژوهش با رویکردی سیستمی و مدلسازی پویا، رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران نهادی را بازخوانی می‌کند.
- دو مضمون فراگیر شامل رفتارهای مخرب قضاوتی و رفتارهای مخرب ادراکی شناسایی شد.
- ده مضمون سازمان‌دهنده و سی‌وسه مضمون پایه با روش تحلیل مضمون و نرم‌افزار MAXQDA استخراج شد.
- فساد ساختاریافته به عنوان محرک‌ترین عامل رفتار مخرب سرمایه‌گذاران نهادی تعیین گردید.
- مدل بازنمایی سیستمی، روابط پویا میان محرک‌ها و پیامدهای رفتاری را تبیین می‌کند.
- یافته‌ها چارچوبی برای پیش‌بینی، کنترل و مدیریت رفتارهای مخرب در بازار سرمایه ارائه می‌دهند.

چکیده

در جهانی که اقتصاد و رفتارهای مالی به‌عنوان بازتابی از پیچیدگی‌های روان‌شناختی و ساختارهای اجتماعی عمل می‌کنند، رفتار سرمایه‌گذاران نهادی به‌مثابه حلقه‌ای اساسی در زنجیره‌ی تصمیم‌گیری‌های کلان اقتصادی، نقشی تعیین‌کننده ایفا می‌کند. در این میان، رفتارهای مخرب نه تنها بر عملکرد بازارهای مالی، بلکه بر کلیت نظام اقتصادی و اجتماعی تأثیراتی ژرف و گاه غیرقابل‌بازگشت بر جای می‌گذارند. مقاله با رویکردی سیستمی و با به‌کارگیری مدلسازی پویا و سیستماتیک، در پی بازخوانی و بازنمایی این پدیده چندلایه است تا از رهگذر آن، نه تنها درکی عمیق‌تر از سازوکارهای پنهان رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران نهادی فراهم آورد بلکه چارچوبی برای پیش‌بینی و مدیریت این رفتارها در آینده ترسیم کند. این مطالعه با توجه به رویکرد اکتشافی پژوهش و بهره‌گیری از رهیافت کیفی، از روش تحلیل مضمون استفاده شده است. در فاز اول ادبیات رفتار مخرب سرمایه‌گذاران نهادی بررسی شد. سپس از طریق مصاحبه با ۱۵ نفر از خبرگان و استادان دانشگاهی با تجربه حرفه‌ای در حوزه بازار سرمایه در سال ۱۴۰۲، داده‌های کیفی جمع‌آوری شد. این خبرگان بر اساس روش نمونه‌گیری هدفمند با رویکرد گلوله‌برفی انتخاب شدند و انجام مصاحبه‌ها تا زمان دستیابی به اشباع نظری ادامه یافت. در فاز دوم بعد از بررسی مصاحبه‌ها، داده‌های کیفی جمع‌آوری شده به روش تحلیل مضمون آتراید-استرلینگ و به کمک نرم‌افزار مکس کیودا کدگذاری تحلیل شدند و در نهایت در بخش کمی، براساس مدلسازی بازنمایی سیستمی، محرک‌ها و پیامدهای رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران نهادی تعیین شدند. نتایج پژوهش نشان‌دهنده ۲ مضمون فراگیر، ۱۰ مضمون سازمان‌دهنده و ۳۳ مضمون پایه بود. یافته‌های ناشی از مدلسازی بازنمایی سیستمی در بخش کمی نشان داد، محرک‌ترین بعد رفتار مخرب سرمایه‌گذاران نهادی، فساد ساختار یافته است که محرک‌ی برآمده از الگوی رفتارهای مخرب ادراکی قلمداد می‌شود و می‌تواند پیامد تحلیل تک‌بعدی و اثر سوء را به همراه داشته باشد.

واژه‌های کلیدی: رفتارهای مخرب قضاوتی، رفتارهای مخرب ادراکی، سرمایه‌گذاران نهادی، بازار سرمایه. طبقه‌بندی موضوعی: G10 – General Financial Markets

doi: 10.22034/JSE.2025.12491.2336

۱. گروه حسابداری، واحد قم، دانشگاه آزاد اسلامی، قم، ایران. (r.jaberi.f@gmail.com)

۲. گروه حسابداری، واحد قم، دانشگاه آزاد اسلامی، قم، ایران. (نویسنده مسئول) (sa.sborhani1352@iau.ac.ir)

۳. گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (zhajiha@qdiau.ac.ir)

۴. گروه مدیریت، واحد قم، دانشگاه آزاد اسلامی، قم، ایران. (Mostafa.khajeh@iau.ac.ir)

حق انتشار این مستند، متعلق به نویسندگان آن است. © ۱۴۰۴. نشر این مقاله، سازمان بورس و اوراق بهادار است.

این مقاله تحت گواهی زیر منتشر شده و هر نوع استفاده غیرتجاری از آن مشروط بر استناد صحیح به مقاله

و با رعایت شرایط مندرج در آدرس زیر مجاز است.

Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license

(https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)

استناد: جابری فردوئی، روح الله؛ برهانی، سید عباس؛ حاجیهبا، زهره؛ خواجه، مصطفی. (۱۴۰۴). بازخوانی نظام‌مند محرک‌ها و

پیامدهای رفتار مخرب سرمایه‌گذاران نهادی: بازنمایی سیستمی و مدلسازی پویا. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*,

۱۸ (۷۱)، ۱۴۳-۱۸۴. https://10.22034/JSE.2025.12491.2336



مقدمه

سرمایه‌گذاران نهادی، بعنوان بازیگران اصلی در عرصه بازارهای مالی، همواره نقشی تعیین‌کننده در شکل‌گیری روندهای اقتصادی ایفا می‌کنند. اما گاهی رفتارهای آن‌ها، به‌جای آنکه به تعادل و پویایی بازار بینجامد، به سمتی مخرب و ویرانگر سوق پیدا می‌کند. این رفتارها، که می‌توان آن‌ها را تحت عنوان «تخریب سیستماتیک» توصیف کرد، اغلب ناشی از حرص سیری‌ناپذیر برای کسب سودهای کلان در کوتاه‌ترین زمان ممکن است. این سرمایه‌گذاران، با استفاده از ابزارهای پیچیده مالی و دسترسی به اطلاعات محرمانه، گاهی بازار را به سمت نوسانات مصنوعی سوق می‌دهند و با ایجاد حباب‌های قیمتی، بنیان‌های اعتماد عمومی را تضعیف می‌کنند. این رفتارها نه تنها به بی‌ثباتی بازار منجر می‌شود بلکه به نوعی «خودویرانگری جمعی» را نیز رقم می‌زند، جایی که همه بازیگران، حتی خود این سرمایه‌گذاران، در بلندمدت متضرر می‌شوند (پوترا و همکاران، ۲۰۲۴، لیو و همکاران، ۲۰۲۰). از منظر فلسفی، این رفتارهای مخرب را می‌توان به مثابه «فردگرایی افراطی» تفسیر کرد، جایی که منافع شخصی بر مصالح جمعی ترجیح داده می‌شود. این رویکرد، که ریشه در تفکر سودمحور و کوتاه‌مدت دارد، به نوعی «ازخودبیگانگی اقتصادی» منجر می‌شود. در این حالت، سرمایه‌گذاران نهادی و حقوقی، به‌جای آنکه خود را بخشی از یک اکوسیستم مالی بزرگ‌تر بدانند، به موجوداتی تبدیل می‌شوند که تنها به دنبال تغذیه از منابع موجود هستند. این رفتار، که می‌توان آن را «شکارچی‌گری مالی» نامید، نه تنها به تخریب بازار می‌انجامد، بلکه به نوعی «اخلاق‌زدایی از فضای اقتصادی» نیز کمک می‌کند. در چنین شرایطی، ارزش‌هایی مانند عدالت، شفافیت و مسئولیت‌پذیری به حاشیه رانده می‌شوند و جای خود را به بی‌عدالتی و بی‌ثباتی می‌دهند. اما در پس این رفتارهای مخرب، می‌توان امید به تغییر و تحول را نیز مشاهده کرد. با نگاهی تفسیرگرایانه، می‌توان گفت که این بحران‌ها، در واقع فرصتی برای بازنگری و بازسازی نظام‌های مالی هستند. اینجاست که مفهوم «مسئولیت‌پذیری جمعی» به میان می‌آید. سرمایه‌گذاران نهادی و حقوقی، به‌عنوان بخشی از این سیستم، باید به این درک برسند که رفتارهای آن‌ها نه تنها بر سرنوشت خودشان، بلکه بر سرنوشت جامعه به‌طور کلی تأثیر می‌گذارد. این تغییر نگرش، که می‌توان آن را «گذار از فردگرایی به جمع‌گرایی اقتصادی» نامید، مستلزم ایجاد چارچوب‌های نظارتی قوی‌تر، شفافیت بیشتر و ترویج اخلاق حرفه‌ای در فضای مالی است. تنها در این صورت است که می‌توان امید

داشت بازارهای مالی به جای آنکه صحنه‌ای برای جنگ و تخریب باشند، به عرصه‌ای برای همکاری و رشد پایدار تبدیل شوند (لیو و همکاران، ۲۰۲۰).

بررسی رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران نهادی از منظر نظری، به‌عنوان یک ضرورت فلسفی و علمی، درک عمیق‌تری از ماهیت تعاملات انسانی در سیستم‌های پیچیده اقتصادی ارائه می‌دهد. این رفتارها، که گاه در قالب تصمیم‌های کوتاه‌مدت و سودجویانه ظاهر می‌شوند، در واقع بازتابی از تنش‌های ذاتی بین منافع فردی و جمعی هستند. از دیدگاه فلسفی، این موضوع به مفهوم «دیالکتیک قدرت و مسئولیت» مرتبط است، جایی که سرمایه‌گذاران نهادی، با دارا بودن منابع عظیم مالی، در موقعیتی قرار می‌گیرند که می‌توانند بر سرنوشت جوامع تأثیر بگذارند. بررسی این رفتارها نه تنها به درک بهتر از پویایی‌های بازار کمک می‌کند، بلکه به عنوان یک لنز تحلیلی، امکان نقد ساختارهای نهادی و اقتصادی را فراهم می‌آورد (کایوم و همکاران، ۲۰۲۴).

از جنبه عملی، بررسی رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران نهادی به‌عنوان یک ضرورت فوری و راهبردی، نقش کلیدی در حفظ ثبات و سلامت سیستم‌های مالی ایفا می‌کند. این رفتارها، که گاه در قالب دستکاری بازار، استفاده از اطلاعات محرمانه یا ایجاد نوسانات مصنوعی بروز می‌کنند، می‌توانند به بی‌اعتمادی عمومی و بی‌ثباتی اقتصادی منجر شوند. در اینجا، اهمیت نظارت و تنظیم مقررات به‌عنوان ابزاری برای مهار این رفتارها آشکار می‌شود. از منظر حرفه‌ای، این بررسی‌ها به ایجاد چارچوب‌هایی کمک می‌کند که نه تنها از حقوق سرمایه‌گذاران خرد محافظت می‌کنند بلکه به تقویت شفافیت و پاسخگویی در بازارهای مالی نیز می‌انجامند. این رویکرد عملی که مبتنی بر داده‌ها و تحلیل‌های علمی است، می‌تواند به کاهش ریسک‌های سیستماتیک و افزایش تاب‌آوری اقتصادی کمک کند (دی و همکاران، ۲۰۲۴). در نهایت، بررسی رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران نهادی از اهمیت استراتژیک برخوردار است زیرا این رفتارها نه تنها بر بازارهای مالی، بلکه بر کل ساختارهای اجتماعی و سیاسی تأثیر می‌گذارند. از دیدگاه جامعه‌شناختی، این رفتارها می‌توانند به تشدید نابرابری‌های اقتصادی و کاهش انسجام اجتماعی منجر شوند. بنابراین، بررسی این پدیده به‌عنوان یک مسئله چندبعدی، نیازمند همکاری بین‌رشته‌ای و استفاده از ابزارهای تحلیلی پیشرفته است. این فرآیند، که می‌توان آن را «مهندسی اجتماعی اقتصادی» نامید، مستلزم مشارکت فعال نهادهای دانشگاهی، سیاست‌گذاران و فعالان بازار است. تنها از طریق چنین رویکردی است که می‌توان به ایجاد سیستم‌های مالی عادلانه‌تر و پایدارتر امید داشت، سیستم‌هایی که در آن منافع فردی و جمعی در تعادل قرار گیرند.

در دنیای پیچیده و به‌هم‌تنیده بازارهای مالی، رفتار سرمایه‌گذاران نهادی به‌عنوان بازیگران کلیدی، همواره تأثیری شگرف بر روندهای اقتصادی و اجتماعی داشته است. با این حال، برخی از این رفتارها که در قالب اقدامات مخرب و سودجویانه بروز می‌کنند، نه تنها ثبات بازارها را تهدید می‌کنند، بلکه به ایجاد نابرابری‌های ساختاری و بی‌اعتمادی عمومی دامن می‌زنند. این پژوهش با هدف «بازخوانی نظام‌مند محرک‌ها و پیامدهای رفتار مخرب سرمایه‌گذاران نهادی: بازنمایی سیستمی»، به دنبال کشف و تحلیل لایه‌های پنهان این پدیده است. پرسش اصلی این است که چه عواملی به‌عنوان محرک‌های اصلی، سرمایه‌گذاران نهادی را به سمت رفتارهای مخرب سوق می‌دهند و این رفتارها چه پیامدهای سیستمی در سطح خرد و کلان ایجاد می‌کنند؟ با استفاده از رویکرد سیستمی، این پژوهش تلاش می‌کند تا با نگاهی جامع و چندسطحی، تعاملات پیچیده بین عوامل اقتصادی، روان‌شناختی، نهادی و محیطی را بررسی کند و به بازنمایی دقیق‌تری از این پدیده دست یابد. این بازنمایی نه تنها به درک بهتر از مکانیسم‌های پشت پرده این رفتارها کمک می‌کند بلکه راهکارهایی برای طراحی سیاست‌های مؤثرتر و پایدارتر در جهت کاهش این رفتارهای مخرب ارائه می‌دهد. نتایج این پژوهش می‌تواند دانش‌افزایی قابل توجهی برای ادبیات پژوهش در حوزه رفتار سرمایه‌گذاران نهادی و تأثیرات آن بر سیستم‌های مالی و اجتماعی داشته باشد:

نخست اینکه پژوهش حاضر، نخستین پژوهشی است که با رویکردی نظام‌مند و سیستمی، به بازخوانی محرک‌ها و پیامدهای رفتار مخرب سرمایه‌گذاران نهادی می‌پردازد. این رویکرد، که ریشه در تفکر فلسفی کل‌نگر و انتقادی دارد، به جای تمرکز صرف بر عوامل فردی یا محیطی، تعاملات پویا و چندسطحی بین این عوامل را تحلیل می‌کند. این پژوهش با ارائه چارچوبی نوآورانه، نه تنها شکاف‌های موجود در ادبیات پیشین را پر می‌کند، بلکه به‌عنوان پایه‌ای برای پژوهش‌های آینده در این حوزه عمل می‌کند. از این منظر، این مطالعه به درک عمیق‌تری از «چرایی» و «چگونگی» شکل‌گیری رفتارهای مخرب و تأثیرات گسترده آنها کمک می‌کند و ادبیات پژوهش را به سمت نگاهی جامع‌تر و چندبعدی سوق می‌دهد.

افزون بر این، نتایج این پژوهش می‌تواند به‌عنوان نقشه‌ای راهبردی برای سیاست‌گذاران، نهادهای نظارتی و فعالان بازار مالی مورد استفاده قرار گرفت. با ارائه تحلیل‌های عمیق و مبتنی بر شواهد، این مطالعه ابزارهایی مفهومی و عملی برای شناسایی نقاط ضعف سیستم‌های کنونی و طراحی مکانیسم‌های نظارتی مؤثرتر فراهم می‌آورد. از منظر فلسفی، این پژوهش به بازتعریف

رابطه بین «قدرت» و «مسئولیت» در بازارهای مالی کمک می‌کند و نشان می‌دهد که چگونه می‌توان با ایجاد تعادل بین این دو، به سمت سیستم‌های مالی عادلانه‌تر و پایدارتر حرکت کرد. این دانش افزایی نه تنها به غنای نظری ادبیات موجود می‌افزاید بلکه به عنوان پلی بین نظریه و عمل، راهکارهایی کاربردی برای مواجهه با چالش‌های واقعی در دنیای مالی ارائه می‌دهد.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

رفتار سرمایه‌گذاران نهادی نه به عنوان پدیده‌ای خطی و تک‌بعدی، بلکه به عنوان بخشی از یک شبکه‌ی به هم تنیده از تعاملات پویا و چندسطحی قابل تحلیل است (خان و همکاران، ۲۰۲۱). از منظر نظریه سیستم‌های پیچیده، بازارهای مالی به عنوان اکوسیستم‌هایی در نظر گرفته می‌شوند که در آن‌ها رفتار هر کنشگر، از جمله سرمایه‌گذاران نهادی، نه تنها بر خود آن کنشگر، بلکه بر کل سیستم تأثیر می‌گذارد. این تأثیرات اغلب غیرخطی، پیش‌بینی‌ناپذیر و دارای اثرات موجی هستند که می‌توانند به صورت فرایندهای خودتقویتی یا خودتضعیفی ظاهر شوند (پوترا و همکاران، ۲۰۲۴). در این چارچوب، رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران نهادی نه به عنوان تصمیم‌های مجزا بلکه به عنوان نتیجه تعاملات پیچیده بین عوامل درونی (مانند انگیزه‌های سودجویانه، فشارهای رقابتی و ساختارهای تشویقی نادرست) و عوامل بیرونی (مانند مقررات ناکارآمد، نهادهای ضعیف و شرایط کلان اقتصادی) درک می‌شوند. از سوی دیگر، با بهره‌گیری از فلسفه اخلاق اقتصادی، این چارچوب نظری به بررسی ماهیت اخلاقی رفتارهای مخرب و پیامدهای آن‌ها می‌پردازد. بر اساس این دیدگاه، سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان بازیگرانی با قدرت تأثیرگذاری گسترده، مسئولیتی اخلاقی در قبال جامعه و سیستم اقتصادی دارند. این مسئولیت، که ریشه در مفهوم «اخلاق مسئولیت» هانس یوناس دارد، بر این اصل استوار است که کنش‌های امروز ما باید به گونه‌ای باشند که امکان حیات و شکوفایی نسل‌های آینده را تضمین کنند. در این راستا، رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران نهادی نه تنها به عنوان نقض اصول اخلاقی فردی بلکه به عنوان تهدیدی برای پایداری سیستم‌های اقتصادی و اجتماعی در نظر گرفته می‌شوند (لیو و همکاران، ۲۰۲۰). این چارچوب نظری، با ترکیب دیدگاه‌های سیستم‌محور و اخلاق‌محور، به ارائه تحلیلی جامع و عمیق از رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران نهادی می‌پردازد و نشان می‌دهد که چگونه این رفتارها می‌توانند به عنوان علامت هشداردهنده‌ای برای ناکارآمدی‌های ساختاری و اخلاقی در سیستم‌های مالی عمل کنند.

۱- رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران نهادی

رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران نهادی به اقداماتی گفته می‌شود که با هدف کسب سود کوتاه‌مدت یا حفظ مزیت رقابتی، به صورت آگاهانه یا ناخودآگاه، به بی‌ثباتی بازارها، کاهش اعتماد عمومی و ایجاد نابرابری‌های اقتصادی منجر می‌شوند. این رفتارها شامل دستکاری قیمت‌ها، استفاده از اطلاعات محرمانه، ایجاد نوسانات مصنوعی و سوءاستفاده از قدرت بازار است. از منظر نظریه سیستم‌های پیچیده، این رفتارها نه تنها به‌عنوان تصمیم‌های فردی، بلکه به‌عنوان نتیجه تعاملات پویا و چندسطحی در یک اکوسیستم مالی بزرگ‌تر در نظر گرفته می‌شوند. برای مثال، دستکاری قیمت‌ها می‌تواند به‌عنوان یک فرایند خودتقویتی عمل کند که در آن، رفتار یک سرمایه‌گذار نهادی، دیگران را به تقلید وادار می‌کند و در نهایت به ایجاد حباب‌های قیمتی یا سقوط ناگهانی بازار منجر می‌شود. این رفتارها، افزون بر تأثیرات اقتصادی، پیامدهای اجتماعی گسترده‌ای نیز دارند، از جمله کاهش اعتماد عمومی به بازارهای مالی و تشدید نابرابری‌های اقتصادی (کایوم و همکاران، ۲۰۲۴). از دیدگاه فلسفه اخلاق اقتصادی، رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران نهادی به‌عنوان نقض مسئولیت‌های اخلاقی و اجتماعی آن‌ها در قبال جامعه و نسل‌های آینده تلقی می‌شود. این رفتارها، که اغلب ناشی از تمرکز بیش‌ازحد بر منافع کوتاه‌مدت و نادیده گرفتن منافع بلندمدت است، به نوعی «اخلاق‌زدایی از فضای اقتصادی» منجر می‌شوند. در این چارچوب، رفتارهای مخرب نه تنها به‌عنوان یک مساله اقتصادی، بلکه به‌عنوان یک چالش اخلاقی و اجتماعی در نظر گرفته می‌شوند که نیازمند بازنگری در ساختارهای تشویقی و نظارتی است. این دیدگاه بر این اصل استوار است که سرمایه‌گذاران نهادی، به‌عنوان بازیگران قدرتمند در بازارهای مالی، مسئولیتی اخلاقی در قبال حفظ تعادل و پایداری سیستم‌های اقتصادی دارند (خان و همکاران، ۲۰۲۱).

از دیدگاه استاپلدان، سرمایه‌گذاران نهادی جایگاه توانمندی در حاکمیت شرکتی دارند، به‌طوری‌که می‌توانند بر مدیریت شرکت نظارت موثری داشته باشند. سرمایه‌گذاران نهادی کیفیت حاکمیت شرکتی را افزایش می‌دهند. وجود سیستم حاکمیت شرکتی مناسب در شرکت‌ها، افزایش شفافیت اطلاعاتی را به دنبال دارد که این به نوبه خود در کارایی بازار سرمایه نقش مهمی ایفا می‌کند و در صورت کارا بودن بورس، هم قیمت اوراق به‌درستی و عادلانه تعیین می‌شود و هم تخصیص سرمایه که مهم‌ترین عامل تولید و توسعه اقتصادی است،

به صورت مطلوب و بهینه انجام می‌شود. بوهل و همکاران (۲۰۰۷) درباره رابطه میان سرمایه-گذاران نهادی و نوسان‌پذیری بازده سهام پژوهش کردند. یافته‌های آنها بیانگر آن است که افزایش مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی اثر ثابت‌کنندگی بر نوسان‌پذیری بازده سهام دارد، چرا که آنان قیمت سهام را به سرعت با اطلاعات جدید تنظیم کرده، و باعث کارآتر شدن بازار سهام می‌شوند. کمپل و همکاران (۲۰۰۹) در پژوهشی به بررسی سرمایه‌گذاران نهادی، بازده سهام و اعلان سود پرداختند. یافته‌های پژوهش این پژوهشگران بیانگر آن است تغییرات در دارایی‌های سهام نهادی به صورت متوالی و مثبتی با بازده سهام آینده همبسته است. تی سای (۲۰۰۹)، در مطالعه خود موضوع مالکیت نهادی و بازده سهام را بررسی کرد. نتایج این بررسی نشان می‌دهد شرکت‌هایی با مالکیت نهادی بیشتر، شرکت‌هایی هستند که مدیران به صورت کارآتری تحت نظارت قرار می‌گیرند و اطلاعات بیشتری در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهند. بوهل و سینزکی (۲۰۰۶)، در مطالعه خود این موضوع را مورد پژوهش قرار دادند که آیا سرمایه‌گذاران نهادی باعث بی‌ثباتی قیمت‌های سهام می‌شوند؟ نتایج پژوهش‌های آنها نشان می‌دهد که وقتی سرمایه‌گذاران نهادی سهامداران عمده شرکت می‌شوند، نوسان‌پذیری بازده سهام سقوط می‌کند. پژوهش اوساجی و همکارانش (۲۰۰۵) نیز نشان می‌دهد شرکت‌هایی که در آنها مالکان نهادی مشارکت بیشتری دارند، قیمت سهامشان نسبت به شرکت‌هایی با مالکیت کمتر بالاتر است، از این رو، بالا بودن مالکیت نهادی برای شرکت‌ها ارزش محسوب می‌شود. از سوی دیگر، مفهوم همگرایی منافع نیز طیف دیگری از پژوهش‌ها را در مورد پیامدهای حضور سهامداران نهادی به دنبال داشته است. از جمله این پژوهشگران، می‌توان به نگوین و چن (۲۰۰۸) اشاره کرد که، به پژوهش در مورد رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران نهادی و تأثیر آن بر قیمت سهام پرداختند. آنها دلیل این بررسی را به این موضوع ارتباط دادند که وقتی سرمایه‌گذاران نهادی بازیگران اصلی بازار سرمایه می‌شوند، انجام رفتار توده‌وار از طرف آنها ممکن است باعث بی‌ثباتی قیمت سهام و در نتیجه نوسان بازده شود. همچنین بوش و نو (۲۰۰۱) در پژوهشی به بررسی تأثیر فعالیت‌های افشا سازی بر مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی پرداختند و این موضوع را مورد مطالعه قرار دادند که آیا این تأثیر بر نوسان‌پذیری بازده شرکت ارتباط دارد یا خیر؟ نتایج پژوهش آنها بیانگر آن است که شرکت‌هایی که از کیفیت افشاگری بالا و مالکیت سرمایه‌گذاری نهادی بیشتری برخوردارند، نوسان‌پذیری بازده سهام بیشتر و مستمری را تجربه می‌کنند.

تنها پژوهش‌های مرتبط و به ترتیب زمانی یا موضوعی بررسی شود و نتیجه آن در پایان این بخش استخراج نظریه و یا مدل مفهومی یا تحلیلی باشد که تدوین فرضیه‌های پژوهش متغیرهای پژوهش را مستند می‌سازد.

۲- عوامل مؤثر بر رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران نهادی

عوامل مؤثر بر رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران نهادی را می‌توان در دو دسته کلی عوامل درونی و بیرونی طبقه‌بندی کرد. عوامل درونی شامل انگیزه‌های سودجویانه، فشارهای رقابتی، ساختارهای تشویقی نادرست و فرهنگ سازمانی است. برای مثال، زمانی که پاداش مدیران سرمایه‌گذاری بر اساس سودهای کوتاه‌مدت تعیین می‌شود، این امر می‌تواند به رفتارهای مخربی مانند دستکاری قیمت‌ها یا استفاده از اطلاعات محرمانه منجر شود. از سوی دیگر، فشارهای رقابتی در بازارهای مالی نیز می‌تواند سرمایه‌گذاران نهادی را به سمت اتخاذ تصمیم‌های پرریسک و غیراخلاقی سوق دهند. این عوامل درونی، که اغلب ناشی از طراحی نادرست سیستم‌های انگیزشی و مدیریتی هستند، به‌عنوان محرک‌های اصلی رفتارهای مخرب در سطح فردی و سازمانی عمل می‌کنند (لیو^۱ و همکاران، ۲۰۲۰).

عوامل بیرونی نیز نقش تعیین‌کننده‌ای در شکل‌گیری رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران نهادی دارند. این عوامل شامل مقررات ناکارآمد، ضعف نهادهای نظارتی، شرایط کلان اقتصادی و نوسانات بازار است. برای مثال در نبود مقررات سختگیرانه و نظارت مؤثر، سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است از فرصت‌های موجود برای دستکاری بازار یا سوءاستفاده از اطلاعات محرمانه استفاده کنند. افزون بر این، شرایط کلان اقتصادی مانند رکود یا تورم بالا نیز می‌توانند به افزایش رفتارهای مخرب منجر شوند، زیرا سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است در تلاش برای حفظ سودآوری، به اقدامات پرریسک و غیراخلاقی روی آورند. این عوامل بیرونی، که اغلب ناشی از ناکارآمدی سیستم‌های نهادی و محیطی است، به‌عنوان بستری برای شکل‌گیری و تشدید رفتارهای مخرب عمل می‌کنند (دی^۲ و همکاران، ۲۰۲۴).

1. Liu

2. Dey



شکل ۱. عوامل مؤثر بر رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران نهادی

پیشینه پژوهش

در راستای بررسی عمیق و نظام‌مند پدیده‌های پیچیده‌ی علمی، پیشینه‌ی پژوهش به عنوان سنگ بنای هر پژوهش، نقش حیاتی در شناسایی شکاف‌های دانش و تعیین مسیرهای نوین پژوهشی ایفا می‌کند. این بخش نه تنها به مرور جامع مطالعات پیشین می‌پردازد، بلکه با تحلیل انتقادی یافته‌ها، زمینه نظری و تجربی لازم برای توسعه فرضیه‌ها و مدل‌های جدید را فراهم می‌آورد. در این راستا، استفاده از روش‌های تحلیلی پیشرفته و رویکردهای میان‌رشته‌ای، امکان دستیابی به بینش‌های عمیق‌تر و جامع‌تری را مهیا می‌سازد.

- کایوم و همکاران (۲۰۲۴) بر اساس نظریه‌های رفتاری تثبیت‌شده و پژوهش‌های قبلی، چهار دسته از سوگیری‌های رفتاری، خودفریبی (شامل اسناد خود و اعتماد به نفس بیش از حد)، اکتشافی (شامل بازنمایی، از دست دادن بی‌زاری، و لنگر انداختن)، احساسات (به ویژه، پشیمانی‌گریزی) را مطرح می‌کند. و سوگیری‌های اجتماعی (از جمله هردینگ). عوامل رفتاری شکل‌دهنده تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی فعال در بورس اوراق بهادار پاکستان را مورد بررسی قرار دادند، یافته‌های این مطالعه وجود عوامل رفتاری متمایز را نشان می‌دهد که به طور چشمگیری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی در بورس اوراق بهادار پاکستان تأثیر می‌گذارد. همه سوگیری‌ها بجز رفتار گله‌ای تأثیر مثبت چشمگیری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری نشان دادند. یافته‌های پژوهش همچنین نشان داد که برخلاف انتظار، هیچ اثر تعدیل‌کننده‌ای از تجربه سرمایه‌گذاری بر رابطه بین تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و سوگیری‌های رفتاری در بین سرمایه‌گذاران نهادی وجود ندارد. در پژوهش دیگری پوترا و همکاران (۲۰۲۴) نشان دادند سرمایه‌گذاران نهادی نسبت به سرمایه‌گذاران فردی عقلانیت متمایز دارند و در

معرض سوگیری فساد ساختار یافته هستند. نتایج مطالعه دی و همکاران (۲۰۲۴) نشان داد کل دارایی‌ها، گردش سهام و بازده حقوق صاحبان سهام دلایل مالکیت سرمایه‌گذار نهادی خارجی را توصیف می‌کنند، اگرچه ریسک خاص، بتا، نسبت سهام مروج و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام در توضیح بازار سهام بسیار مهم‌تر هستند. لیو و همکاران (۲۰۲۰) نشان دادند سرمایه‌گذاران نهادی خارجی در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که از نظر اندازه، سود و غرامت مدیریت تفاوت چشمگیری با شرکت‌های داخلی دارند و هنگام تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران نهادی خارجی تمایل دارند بر برخی از شاخص‌های حاکمیت شرکتی تکیه کنند، که با نتایج حاصل از مطالعات قبلی که بازارهای توسعه‌یافته سازگار نیست. مطالعه هادسون و همکاران (۲۰۲۰) شواهدی از شوک روانی کوتاه‌مدت و رفتار گله‌داری صندوق‌ها را پیدا می‌کند، که نشان می‌دهد آنها در پرتفوی بازار، اندازه و فاکتورهای ارزش گله دارند. شاخص احساس سرمایه‌گذاران در سطح بازار انگلستان برای بررسی اثرات احساسات سرمایه‌گذاران بر رفتار گله‌نهادی استفاده می‌شود. ما تأثیر احساسات یک طرفه سرمایه‌گذاران را در گله‌داری مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک انگلستان مشاهده می‌کنیم. ما همچنین نشان می‌دهیم که عوامل احساسی تأثیرگذار بر رفتار گله‌داری مدیران صندوق‌های باز و بسته پایان انگلستان به دلیل تفاوت در ساختار صندوق متفاوت است. قلعه و دستگیر (۱۴۰۲) نشان دادند سرمایه‌گذاران نهادی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری حسابداری و هزینه سرمایه تأثیری ندارد. زینی وند و همکاران (۱۴۰۲) در بررسی سوگیری‌های رفتاری و تصمیمات سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی مبتنی بر اطلاعات تکنیکال در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند که تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی اثرات متفاوتی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری آنها در سطوح مقاومت و حمایت داشته‌اند و همچنین تورش‌های رفتاری در بین سرمایه‌گذاران حقیقی، قدرت پیش‌بینی‌کنندگی بیشتری از تصمیمات سرمایه‌گذاران آنها داشته است. نتایج همچنین نشان داد که تورش‌های رفتاری کوتاه‌نگری، خوش‌بینی مفرط و تحلیل تک بعدی بین این دو گروه از سرمایه‌گذاران یکسان بوده است. مهرانی و معدنچی (۱۳۹۷) در بررسی اثر احساس و رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران بر بازده مازاد سهام، سه متغیر رفتاری شامل «شاخص احساس سرمایه‌گذار»، «شاخص رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران حقیقی» و «شاخص رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران حقوقی» را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد

که اضافه کردن سه متغیر رفتاری یادشده، باعث بهبود مدل ۵ عاملی فاما و فرنچ شده و مدل ۸ عاملی، برازش بهتری نسبت به مدل ۵ عاملی، در تبیین «بازده مازاد هر سهم» دارد. ضمن اینکه اثر احساس سرمایه گذار، بیش از اثر رفتار معاملاتی سرمایه گذاران بوده است. مطالعه دولو و بابائی (۱۳۹۶) در خصوص بررسی پدیده رفتار جمعی سرمایه گذاران نهادی و انفرادی در دو سطح خرد و کلان و تأثیر آن در نوسان‌های بازار نشان دادند. رفتار جمعی در بین هر دو گروه سرمایه گذاران وجود دارد و این پدیده در بین سرمایه گذاران نهادی بیشتر است. براساس یافته‌های حاصل، میزان رفتار جمعی به ویژگی‌های بنیادی سهام وابسته است که سرمایه گذاران نهادی نسبت به این ویژگی‌ها، حساسیت بیشتری دارند. یافته‌های سطح کلان نیز نشان می‌دهد افزون بر اینکه رفتار جمعی سرمایه گذاران نهادی بیشتر تحت تأثیر عوامل بازار به‌ویژه بازده بازار قرار دارد، این رفتار آنان در نوسان‌های بازار نیز مؤثر است. نتایج آزمون علیت گرنجر و گارچ نیز یافته‌های سطح کلان را تأیید می‌کند.

در جمع‌بندی پیشینه‌ی پژوهش حاضر، می‌توان به این نکته اشاره کرد که مطالعات متعدد به بررسی تأثیر سوگیری‌های رفتاری، احساسات، و عوامل اجتماعی بر تصمیمات سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی پرداخته‌اند. کایوم و همکاران (۲۰۲۴) با تأکید بر چهار دسته سوگیری رفتاری، نشان دادند که این عوامل به‌طور معناداری بر تصمیمات سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار پاکستان تأثیر می‌گذارند، هرچند رفتار گله‌ای تأثیر چشمگیری نداشته است. پوترا و همکاران (۲۰۲۴) و دی و همکاران (۲۰۲۴) نیز بر عقلانیت متمایز سرمایه گذاران نهادی و تأثیر عوامل مالی و حاکمیتی بر تصمیمات آنان تأکید کرده‌اند. از سوی دیگر، لیو و همکاران (۲۰۲۰) و هادسون و همکاران (۲۰۲۰) به تفاوت‌های رفتاری سرمایه گذاران نهادی خارجی و تأثیر احساسات بر رفتار گله‌داری اشاره کرده‌اند. در بازار ایران نیز مطالعاتی همچون زینی‌وند و همکاران (۱۴۰۲) و مهرانی و معدنچی (۱۳۹۷) به بررسی سوگیری‌های رفتاری و تأثیر احساسات و رفتار معاملاتی بر بازده سهام پرداخته‌اند. این یافته‌ها در کنار نتایج مطالعاتی مانند دولو و بابائی (۱۳۹۶) که بر رفتار جمعی سرمایه گذاران نهادی و تأثیر آن بر نوسان‌های بازار تأکید دارند، نشان می‌دهد که رفتار سرمایه گذاران نهادی تحت تأثیر پیچیدگی‌های رفتاری، احساسی، و ساختاری قرار دارد. بنابراین، پژوهش حاضر با هدف بازخوانی نظام‌مند محرک‌ها و پیامدهای

رفتار مخرب سرمایه‌گذاران نهادی، در پی ارائه‌ی چارچوبی جامع برای درک بهتر این پدیده و تأثیرات آن بر بازارهای مالی است.

پرسش‌های پژوهش

در فرآیند پژوهش حاضر، هدف یافتن پاسخ برای پرسش‌های زیر است:

- ۱- مضامین فراگیر الگوی رفتار مخرب سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه کدامند؟
 - ۲- مضامین سازمان‌دهنده الگوی رفتار مخرب سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه کدامند؟
 - ۳- مضامین پایه الگوی رفتار مخرب سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه کدامند؟
- پرسش بخش کمی:

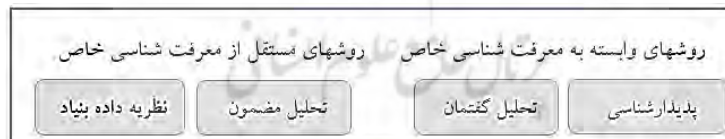
۴- محرک‌های رفتار مخرب سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه کدامند؟

۵- پیامدهای رفتار مخرب سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه کدامند؟

همانطور که مشاهده می‌شود، سه پرسش اول این مطالعه از طریق تحلیل مضمون به دنبال تعیین ابعاد چارچوب رفتار مخرب سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه است و پرسش چهارم و پنجم این مطالعه تلاش دارد تا از طریق تحلیل سیستماتیک بازنمایی سیستمی، پیامدها و محرک‌های شناسایی شده رفتار مخرب سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه مورد بررسی قرار دهد.

روش پژوهش

این پژوهش از نظر فلسفی در پارادایم تفسیری قرار می‌گیرد، از لحاظ منطق اجرا از نوع استقرایی و از نظر هدف، پژوهش کاربردی و از دیدگاه نوع، پژوهش کیفی است (دانایی فرد و همکاران، ۱۳۹۸). به صورت کلی می‌توان روش‌های مورد استفاده در پژوهش‌های کیفی را به دو دسته به شرح شکل ۲ طبقه‌بندی کرد. در این پژوهش از روش تحلیل مضمون بهره گرفته شده است.



شکل ۲. انواع روش پژوهش کیفی (براون و کلارک، ۲۰۰۶)

تحلیل مضمون در دسته روش‌هایی قرار می‌گیرد که وابسته به جایگاه معرفت‌شناسی یا نظری خاصی نیستند و می‌توان در طیف وسیعی از روش‌های نظری از آن استفاده کرد (براون و کلارک، ۲۰۰۶). به این ترتیب تحلیل مضمون، تحلیلی مناسب و منعطف برای روش‌های مختلف است (بویاتزیس^۱، ۱۹۹۸). به طور کلی مضمون، ویژگی متمایز و تکراری در متن است که از نظر پژوهشگر، مبین درک و تجربه خاصی در ارتباط با پرسش‌های پژوهش است (کینگ و هورکس^۲، ۲۰۱۰). برخی از مزایای روش تحلیل مضمون به این شرح است: ۱- تحلیل مضمون، تصویر محرکی از نحوه ایجاد مضامین در دوره‌های مختلف فراهم می‌کند، نه تصویر ثابتی از ایجاد مضامین در یک زمان خاص ۲- مضامین را به طور مستقیم، از منابع استخراج می‌کند و از پارادایم مشخص شده برای توسعه مضامین استفاده نمی‌کند ۳- تعریف مضامین را با توجه به طیف‌ها تعیین می‌کند ۴- در طیف متنوعی از شرایط انسانی می‌توان این روش را مورد استفاده قرار داد (نول^۳ و همکاران، ۲۰۱۷).

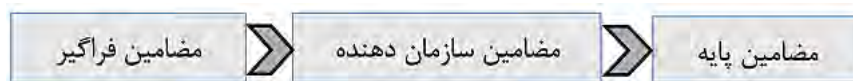
با توجه به تنوع دیدگاه صاحب‌نظران و گوناگونی روش‌های به کاررفته در تحلیل مضمون، طبقه‌بندی‌ها و عناوین مختلفی برای مضامین وجود دارد. در جدول (۱) انواع مضمون‌ها، بر اساس دیدگاه صاحب‌نظران مختلف ارائه شده است.

جدول ۱. انواع مضامین از دیدگاه صاحب‌نظران مختلف (منبع: عابدی و همکاران، ۱۳۹۰)

مبنای طبقه بندی	انواع مضمون	پژوهشگر
زمان شناخت مضمون	اولیه، نهایی	ریان و برنارد، ۲۰۰۳
ماهیت مضمون در متن	توصیفی، تفسیری، رابطه ای	کینگ و هورکس، ۲۰۱۰
سلسله مراتب مضمون در قالب مضامین	اصلی، فرعی	کینگ، ۲۰۰۴-ریان و برنارد، ۲۰۰۳
جایگاه مضمون در شبکه مضامین	فراگیر، سازماندهنده، پایه	آتراید- استرلینگ، ۲۰۰۱
مشاهده مضمون در متن	مشهود، مکنون	براون و کلارک، ۲۰۰۶
منشأ شناسایی مضمون	داده محور، نظریه محور	
نقش مضمون در تحلیل	کلان، یکپارچه، کلیدی	کینگ و هورکس، ۲۰۱۰
تثبیت موقعیت مضمون	تثبیت نشده، تثبیت شده	ریچاردز، ۲۰۰۸

1. Boyatzis
2. King, N; and C. Horrocks
3. Nowell

تحلیل مضمون استفاده شده در پژوهش حاضر بر مبنای روش آتراید-استرلینگ^۱ (۲۰۰۱) است، که این روش بر اساس یک رویه مشخص و در سه سطح به شرح زیر نظام‌مند می‌شود و نقش‌های از کل مضامین ارائه می‌کند: مضامین فراگیر^۲ که شامل مضامین عالی در برگیرنده اصول حاکم بر متن به عنوان یک کل است و در کانون شبکه مضامین قرار می‌گیرد، مضامین سازمان‌دهنده^۳ که در برگیرنده مضامین حاصل از ترکیب و تلخیص مضامین پایه است و در نهایت مضامین پایه^۴ که شامل کدها و نکات کلیدی موجود در متن است (آتراید-استرلینگ، ۲۰۰۱). ارتباط بین این مضامین در شکل ۳ نشان داده شده است.



شکل ۳. ارتباط بین مضامین (منبع: آتراید-استرلینگ، ۲۰۰۱)

برای جمع‌آوری داده‌ها از مصاحبه عمیق نیمه ساختاریافته و به منظور شناسایی خبرگان از تکنیک گلوله‌برفی که یکی از روش‌های نمونه‌گیری هدفمند می‌باشد، استفاده شده است.

دلیل استفاده از مصاحبه نیمه ساختاریافته این است که افزون بر آنکه امکان تبادل نظر و فکر وجود دارد، می‌توان بحث و موضوع مصاحبه را در جهت دستیابی به اهداف پژوهش هدایت کرد. همچنین در طول فرآیند مصاحبه، امکان مشاهده احساسات و رسیدن به باورها و اعتقادات مصاحبه‌شوندگان درباره موضوع پژوهش نیز وجود دارد. قبل از شروع مصاحبه، خلاصه‌ای از طرح پژوهش، نتایج بررسی پیشینه پژوهش، به همراه اهداف و پرسش‌های پژوهش برای مطالعه و آمادگی اولیه برای مصاحبه‌شوندگان از طریق ایمیل ارسال خواهد و در ابتدای جلسه مصاحبه نیز در مورد کارهای انجام شده به طور مختصر توضیح داده می‌شود، سپس نسبت به طرح پرسش مصاحبه و انجام فرآیند مصاحبه اقدام می‌شود. انتخاب نفرات به گونه‌ای است که کلیه گروه‌های ذی‌نفوذ و اثرگذار نماینده‌ای در نمونه مورد مصاحبه داشته باشند.

1. Attride-Stirling
2. Global
3. Organizing
4. Basic

۱- روش و ابزار گردآوری داده‌ها

داده‌های این مرحله از ۲ طریق زیر گردآوری شده است:

الف) بررسی متن‌ها: ابتدا ۱۳ متن با استفاده از روش کتابخانه‌ای برای مرور ادبیات نظری انتخاب و شماره‌گذاری شد.

ب) مصاحبه: در این مرحله از ابزار مصاحبه نیمه‌ساختاریافته استفاده شده و مصاحبه‌ها با متخصصین و صاحب‌نظران حوزه حسابداری و مالی صورت گرفت و شماره‌گذاری شد.

تجزیه و تحلیل نهایی داده‌های پژوهش حاضر از طریق مصاحبه با خبرگان و اساتید دانشگاهی با تجربه حرفه‌ای در حوزه حسابداری و مالی در سال ۱۴۰۲ انجام شده است. بنابراین جامعه آماری شامل خبرگان دانشگاهی و اساتید حسابداری صاحب‌نظر و دارای تجربه حرفه‌ای در حوزه حسابداری و گزارشگری مالی شرکت‌ها هستند. روش نمونه‌گیری به صورت ترکیبی از روش‌های نمونه‌گیری هدفمند و گلوله‌برفی است. برای این منظور در گام نخست سه نفر از بین اعضای جامعه آماری که براساس مقاله‌های منتشرشده در زمینه‌های مرتبط با موضوع پژوهش یا سابقه‌های علمی و اجرایی در حوزه حسابداری و گزارشگری مالی، به‌عنوان صاحب‌نظر شناخته می‌شدند، به صورت هدفمند انتخاب شدند. در گام دوم، افرادی از جامعه آماری که براساس روش گلوله‌برفی توسط مصاحبه‌شوندگان به پژوهشگر معرفی شدند و امکان مصاحبه داشتند، به نمونه آماری اضافه شدند و معیار رسیدن به پایان جمع‌آوری داده‌ها، نقطه اشباع نظری است. منطق نمونه‌گیری هدفمند، انتخاب مواردی است که در مورد موضوع مورد پژوهش غنی از اطلاعات باشند و امکان پژوهش عمیق را فراهم کنند (برنز و گروو، ۲۰۰۶). روند معرفی نفرات بعدی توسط مشارکت‌کنندگان و انجام مصاحبه تا زمان اشباع نظری ۱ به تعداد ۱۵ نفر ادامه یافت. اشباع نظری بر مبنای قضاوت ذهنی پژوهشگر تعیین می‌شود و رسیدن به اشباع نظری کفایت جمع‌آوری داده‌ها را نشان می‌دهد (لوپز، ۲۰۱۰).

1. Burns & Grove
2. Lopes

جدول ۲. مشخصات جمعیت شناختی خبرگان پژوهش

متغیر	معیارها	تعداد	درصد
جنسیت	مرد	۱۲	۸۰٪
	زن	۳	۲۰٪
جمع		۱۵	۱۰۰٪
سن	تا ۴۵ سال	۲	۱۳٪
	۴۶ تا ۵۵ سال	۴	۲۷٪
	بالای ۵۶ سال	۹	۶۰٪
جمع		۱۵	۱۰۰٪
سابقه کاری	زیر ۱۰ سال	۴	۲۶٪/۶۷
	بالای ۱۰ سال	۱۱	۷۳٪/۳۳
جمع		۱۵	۱۰۰٪

روایی پژوهش

در این بخش با هدف سنجش اعتبار کدگذاری، از روش مثلث بندی در مطالعه کیفی استفاده شد. در واقع، مثلث‌سازی برگرفته از دانش هندسه، قابلیت اطمینان را در پژوهش‌های کیفی از طریق حداقل سه منبع ارزیابی می‌کند تا مشخص کند که کدهای ایجاد شده از اعتبار و اعتماد کافی برخوردار هستند و این مطالعه به اصطلاح از «سوگیری ذاتی» رنج نمی‌برد. بنابراین در این پژوهش برای دستیابی به این امر در ۴ بعد پس از مشاهده نظرات کارشناسان پس از پایان کدگذاری، اعتبارسنجی در بخش کیفی انجام شد.

جدول ۳. اعتبارسنجی مثلث‌سازی ابعاد شناسایی شده

تشریح	ابعاد مثلث‌سازی
در این بعد، هدف ارزیابی تناسب نظری یا همسویی مفهومی مضامین سازماندهی با منابع علمی در تحقیقات گذشته است. بنابراین با توجه به اینکه در این پژوهش بر اساس ماهیت تحلیل، مضامین سازمانی از مطالعات قبلی استخراج شد، روایی داده‌های کدهای شناسایی شده تأیید شد. زیرا همسویی مضمون با مفاهیم شناسایی شده در مطالعه قبلی انجام شده است.	مثلث‌سازی منابع داده‌ها ^۱

1. Data Source Triangulation

ابعاد مثلث‌سازی	تشریح
مثلث‌سازی همکاران پژوهشگر ^۱	در این بعد، هدف ارزیابی فرآیند جمع‌آوری داده‌ها در مصاحبه و کدگذاری بود. در واقع، تفاسیر ذهنی شرکت‌کنندگان از کدگذاری و طراحی پرسش‌ها در طول مصاحبه، مبنای اعتبارسنجی بود. در این پژوهش چندین پژوهشگر با هم شرکت کردند، ضمن اینکه تفسیر کدها به یکدیگر نزدیک بود، سبک مصاحبه و هرگونه انحراف در کدها مورد بحث قرار گرفت.
مثلث‌سازی روش ^۲	در این بعد، هدف از روش گردآوری داده‌ها، مطالعه کیفی است. به عنوان مثال نحوه رسیدن به نقطه رضایت نظری در مصاحبه مورد توجه قرار می‌گیرد. بنابراین با توجه به اینکه در طول مصاحبه از مصاحبه‌های باز (عمیق) و نیمه باز برای رسیدن به رضایت نظری استفاده شد، بنابراین می‌توان گفت که روش جمع‌آوری داده‌ها یک طرفه نیست و بر اساس است ترکیبی از روش‌های مصاحبه و کدگذاری اولیه در محل مصاحبه به اعتبارسنجی مطالعه کمک کرد.
مثلث‌سازی نظریه ^۳	در این بعد که از نظر پیاده‌سازی دارای مرز خاکستری با مثلث‌سازی منابع است، هدف اتصال مضامین سازمانی و مضامین جامع از مرحله کدگذاری مرکزی و انتخابی است. بنابراین، با توجه به اینکه فرآیند سازمان‌دهی مضامین برای سازمان‌دهی نام‌های نظری مبتنی بر نظریه‌های مرتبط در سایر دانش‌های میان‌رشته‌ای مانند مدیریت بود، بنابراین، از نظریه مثلث‌سازی، کدهای شناسایی شده تأیید می‌شوند.

اما در بخش کمی از تحلیل دلفی برای سنجش روایی استفاده شد. در واقع به منظور کسب کفایت نظری در جامعه هدف در خصوص ابعاد و مولفه‌های شناسایی شده، تحلیل دلفی برای بررسی میزان کاربرد مفاهیم در جامعه هدف انجام شد.

یافته‌های پژوهش

در این بخش ابتدا از طریق واکاوی در پژوهش یافته‌های مشابه، ابتدا مضامین فراگیر مرتبط با الگوی رفتار مخرب سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه بایست از طریق غربالگری محتوایی مشخص شود. برای این منظور ابتدا در سه مرحله ابتدایی ارزیابی محتوایی، عنوان و تحلیل نسبت به تعیین میزان پژوهش‌های مشابه اقدام شد. بنابراین با هدف شناسایی مضامین فراگیری، فهرستی از مفاهیمی که در شناسایی پژوهش‌های مشابه می‌تواند مورد توجه قرار گیرد، ابتدا برپایه جدول (۴) ارائه شد تا براساس آن نسبت به شناسایی پژوهش‌ها برای تعیین مضامین فراگیر اقدام شود.

1. Investigator Triangulation
2. Method Triangulation
3. Theory Triangulation

جدول ۴. جستجوی کلمات کلیدی در انتخاب پژوهش‌های مشابه

• Structured corruption	فساد ساختار یافته
• Short-term psychological shock	شوک روانی کوتاه‌مدت
• Relying on analysis in the process of stock market transactions	اتکا به تحلیل در روند معاملات بورس
• Center of control	کانون کنترل

سرمایه‌گذاران نهادی
کلیدواژه‌های رفتار مخرب

بنابراین با توجه به تعیین کلیدواژگان الگوی رفتار مخرب سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه در ادامه، به منظور یافتن مطالعه‌های مشابه جهت تعیین مضامین فراگیر از پایگاه‌ها و مراجع پژوهشی بین‌المللی و داخلی، استفاده شد. کلیه منابع ابتدایی شناسایی شده ۲۵ مورد هستند که پس از چند مرحله فرآیند غربالگری از نظر محتوا، عنوان و تحلیل در نهایت، ۱۱ پژوهش متناسب با محتوا، عنوان و فرآیندهای تحلیلی مورد نظر این پژوهش انتخاب شدند. در این مرحله می‌بایست مفاهیم را براساس مضامین فراگیر تفکیک کرد تا براساس آن از طریق مصاحبه، مضامین پایه و سازمان‌دهنده ایجاد شوند. در این تحلیل و به واسطه روش ارزیابی انتقادی با مشارکت خبرگان پژوهش براساس معیارهای اهداف پژوهش، منطبق روش پژوهش، طرح پژوهش، نمونه‌برداری، جمع‌آوری داده‌ها، انعکاس‌پذیری، دقت تجزیه و تحلیل، بیان تئوریک و شفاف یافته‌ها و ارزش پژوهش و براساس کلیدواژه‌های پژوهش، اقدام به تعیین ابعاد و مضامین گزاره‌ای می‌شود. براساس نتایج این تحلیل مشخص شد، ۶ پژوهش که امتیاز لازم (بیشتر از ۳۰ امتیاز) را کسب نکردند، از دور بررسی خارج شدند. در ادامه به منظور تعیین برخی مضامین سازمان‌دهنده الگوی رفتار مخرب سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه از روش امتیازی زیر استفاده می‌شود. بر مبنای این روش کلیه معیارهای فرعی استخراج شده از متن مقالات تأیید شده، در ستون جدول نوشته می‌شود و سپس در ردیف هر جدول نام محققان پژوهش‌های تأیید شده آورده می‌شود. بر مبنای استفاده از هر پژوهشگر از معیارهای فرعی نوشته شده در ستون جدول، علامت «✓» درج می‌شود، سپس امتیازهایی هر در ستون معیارهای فرعی، باهم جمع می‌شود و امتیازهای بالاتر از میانگین پژوهش‌های انجام شده، به عنوان مولفه‌های پژوهش انتخاب می‌شوند.

جدول ۵. واکاوی مولفه‌های پژوهش

پژوهش ها	پژوهشگران همکاران (۲۰۲۴)	گوناگونی و فصلنامه (۲۰۲۱)	هادسون و همکاران (۲۰۲۰)	آرن و همکاران (۲۰۱۹)	ساتو و همکاران (۲۰۰۵)
مضامین سازمان دهنده	✓	✓	✓	✓	-
۱ فساد ساختار یافته	✓	✓	✓	✓	-
۲ شوک روانی کوتاه مدت	-	✓	✓	✓	✓
۳ اتکا به تحلیل در روند معاملات بورس	✓	✓	✓	-	✓
۴ کانون کنترل	-	✓	✓	✓	✓

باتوجه به تأیید پنج مطالعه از مرحله ارزیابی انتقادی، جهت تعیین مضامین سازمان دهنده برای تمرکز بر پرسش های مصاحبه برای رسیدن به مضامین فراگیر و پایه، ابعاد اصلی که بیش از نصف پژوهش های تأیید شده را کسب کردند، به عنوان اصلی ترین مضامین سازمان دهنده الگوی رفتار مخرب سرمایه گذاران نهادی در بازار سرمایه شناسایی شدند که در ادامه به بررسی نتایج مطالعات مورد بررسی و مصاحبه با خبرگان و شناسایی جامع مضامین فراگیر، سازمان دهنده و پایه پرداخته شده است.

اطلاعات مربوط به مضامین پایه، فراگیر و سازمان دهنده در جدول (۶) نشان داده شده است.

جدول ۶. شناسایی و استخراج مضامین فراگیر، سازمان دهنده و پایه

منبع	مضامین پایه	مضامین سازمان دهنده	مضامین فراگیر
مصاحبه	تعیین اهداف و آستانه های سود و زیان	نقطه مرجع (نقطه اتکا)	رفتارهای مخرب قضاوتی
	تعیین نقاط اتکا در تصمیم گیری		
	تعیین نقطه مرجع جهت سبدهای سرمایه گذاری		
	تعیین اهداف و حرکت های معکوس بعد از اجرای تصمیم		
مصاحبه	بهبتر دانستن خود در اطلاعات در مقابل سرمایه گذاران حقیقی	خود بیش نگری	
	بهبتر دانستن خود در تحلیل در مقابل سرمایه گذاران حقیقی		
	بهبتر دانستن خود در اخذ تصمیم در مقابل سرمایه گذاران حقیقی		

منبع	مضامین پایه	مضامین سازمان‌دهنده	مضامین فراگیر
	بزرگ‌نمایی توانمندی‌های خود در مقابل سرمایه‌گذاران حقیقی		
مصاحبه پوتر و همکاران (۲۰۲۴)	اتکا به توانایی‌های خود در خصوص شاخص قیمت	اتکا به تحلیل در روند معاملات بورس	
گوناتیلاکا و فماندو (۲۰۲۱)	اتکا به تحلیل‌های خود در خصوص بی‌ثباتی بازار		
هادسون و همکاران (۲۰۲۰)	اتکا به تحلیل‌های خود در خصوص پیش‌بینی سودآوری سبدها		
ساتو و همکاران (۲۰۰۵)	اتکا به تحلیل‌های خود در خصوص پیش‌بینی سرمایه‌گذاری‌های زیان‌ده		
مصاحبه گوناتیلاکا و فماندو (۲۰۲۱)	عدم اعتقاد به تاثیر دانش و تحلیل	کانون کنترل	
هادسون و همکاران (۲۰۲۰) آرن و همکاران (۲۰۱۶)	عدم امکان برنامه‌ریزی برای آینده		
ساتو و همکاران (۲۰۰۵)	عدم انتساب موفقیت‌ها و شکست‌ها به عملکرد مقهور عوامل بیرونی بودن		
مصاحبه	تصمیم بر اساس موقعیت حقوقی	تحلیل تک بعدی و اثر سوء	رفتارهای مخرب ادراکی
	اتخاذ تصمیم بر اساس گروه‌ها و منابع در دسترس (شناخته شده)		
	اتخاذ تصمیم بر اساس اطلاعات پیشین		
مصاحبه	توجه و بررسی موقعیت‌های شناخته شده	توجه محدود	
	توجه به اتفاقات خاص روزانه (برجستگی)		
	توجه به موقعیت‌های مشابه پیش آمده در گذشته		
مصاحبه پوتر و همکاران (۲۰۲۴)	تاثیرپذیری از مسائل و اخبار سیاسی	فساد ساختار یافته	
گوناتیلاکا و فماندو (۲۰۲۱)	عدم ارائه اطلاعات صحیح		
هادسون و همکاران (۲۰۲۰) آرن و همکاران (۲۰۱۶)	تخریف در اطلاعات موجود بازار		
مصاحبه گوناتیلاکا و فماندو (۲۰۲۱)	پیروی از رفتارهای جمعی دوره‌ای	شوک روانی کوتاه‌مدت	
هادسون و همکاران (۲۰۲۰)	بلوکه کردن قیمت‌ها		
آرن و همکاران (۲۰۱۶) ساتو و همکاران (۲۰۰۵)	عدم تمایل مواجهه با موضوعات و مسائل پیچیده		
مصاحبه	غلبه مشابهت‌ها	رفتارهای قالبی	

منبع	مضامین پایه	مضامین سازمان دهنده	مضامین فراگیر
مصاحبه	تسری قالب ها و دسته بندی ها	خود خدمتی	
	عدم بررسی تفاوت ها		
	انتساب عملکرد مطلوب به خود (عوامل درونی)		
	انتساب عملکرد نامطلوب به عوامل بیرونی		

شبکه‌های مضامین برخلاف رویکرد قالب مضامین، شبیه یک تارنما و به صورت گرافیکی نشان داده می‌شوند تا تصور هرگونه سلسله مراتب بین آنها از بین برود (شیخزاده و بنی اسد، ۱۳۹۹). این شبکه‌ها فقط ابزاری تحلیلی هستند و نه خود تحلیل (آتراید استرلینگ، ۲۰۰۱). شکل ۴ شبکه مضامین رفتار مخرب سرمایه‌گذاران نهادی را نشان می‌دهد، که می‌توان از آن به عنوان یک سازوکار تصویری برای تفسیر متن استفاده کرد تا نتایج حاصل برای پژوهشگران قابل فهم و روشن باشد.



شکل ۴. مدل مفهومی پژوهش - منبع یافته های پژوهش

۱- یافته‌های تحلیل دلفی

تحلیل دلفی به عنوان پلی میان تحلیل کیفی و کمی عمل می‌کند زیرا از طریق ارزیابی پایایی ابعاد مدل طراحی شده، امکان تبیین مولفه‌های مدل را در قالب ابزارهای پژوهش برای جامعه هدف در بخش کمی فراهم می‌آورد. در این پژوهش، به منظور سنجش پایایی مضامین مدل ارائه شده از تحلیل دلفی استفاده شده است. این روش بر دو معیار اصلی ضریب توافق و میانگین استوار است. برای اجرای این فرآیند، ابتدا مولفه‌های پژوهش در قالب یک پرسشنامه

هفت گزینه‌ای طراحی و در اختیار اعضای پانل قرار گرفت. سپس، با انجام چند دور توزیع و جمع‌آوری پرسشنامه‌ها، سطح پایایی مولفه‌های پژوهش مورد ارزیابی قرار گرفت. این رویکرد تکرار شونده به دستیابی به اجماع و اعتبارسنجی دقیق‌تر یافته‌ها کمک می‌کند.

جدول ۷. تحلیل دلفی مضامین شناسایی شده

نتیجه	دور دوم دلفی		دور اول دلفی		مضامین سازمان دهنده	مضامین فراگیر
	ضریب توافق	میانگین	ضریب توافق	میانگین		
تایید	۰/۹۲	۶/۰۴	۰/۹۱	۵/۸۴	نقطه مرجع (نقطه اتکا)	رفتارهای مخرب قضاوتی
	۰/۸۴	۵/۶۹	۰/۸۵	۶/۰۵	خود بیش نگری	
	۰/۸۰	۶	۰/۷۰	۵/۴۰	اتکا به تحلیل در روند معاملات بورس	
	۰/۹۰	۶/۱۲	۰/۸۹	۵/۸۸	کانون کنترل	
	۰/۸۴	۵/۹۳	۰/۹۲	۶/۰۱	تحلیل تک بعدی و اثر سوء	رفتارهای مخرب ادراکی
	۰/۸۳	۶/۰۲	۰/۸۷	۵/۹۵	توجه محدود	
	۰/۹۲	۶/۰۴	۰/۹۱	۵/۸۴	فساد ساختار یافته	
	۰/۷۵	۵/۵۰	۰/۶۵	۵/۳۰	شوک روانی کوتاه‌مدت	
	۰/۸۴	۵/۷۴	۰/۸۲	۶/۱۱	رفتارهای قالبی	
	۰/۸۱	۵/۴۹	۰/۶۲	۵/۳۰	خودخدمتی	

بر اساس تحلیل‌های انجام‌شده و با استناد به دو شاخص کلیدی میانگین و ضریب توافق، تمامی مضامین اصلی مرتبط با الگوی رفتار مخرب سرمایه‌گذاران نهادی تأیید شدند. به‌طور مشخص، میانگین مولفه‌های اصلی بالاتر از ۵ (در مقیاس ۵ نقطه‌ای) و ضریب توافق محاسبه‌شده بیش از ۰/۵ بود که نشان‌دهنده توافق بالا و اعتبار مضامین شناسایی‌شده در بخش کیفی پژوهش است. بر این اساس، می‌توان نتیجه گرفت که مضامین استخراج‌شده از اعتبار کافی برخوردارند. در گام بعدی، به منظور شناسایی محرک‌ها و پیامدهای مرتبط با این مضامین، از روش تحلیل بازنمایی سیستماتیک استفاده خواهد شد.

۲- یافته‌های تحلیل بازنمایی سیستمی پویا

پس از مشخص کردن ابعاد الگوی رفتار مخرب سرمایه گذاران نهادی می‌بایست نسبت به مشخص کردن پیوند درونی بین محورهای پاسخ به پرسش چهارم مطالعه مبنی بر تعیین پیامدها و محرک‌های الگوی رفتار مخرب سرمایه گذاران نهادی، از این تحلیل استفاده کرد. در واقع روابط پیوندهای درونی براساس تعیین جهت تاثیرگذاری ابعاد بر یکدیگر براساس چک‌لیست ماتریسی انجام می‌پذیرد و در تحلیل روابط درونی سیستمی پژوهشگر با استفاده از تفسیر برای رابطه، از پیکان رو به بالا یا رو به چپ استفاده می‌کند. از دو علامت پیکان به سمت رو به بالا و رو به چپ به عنوان یک مبنای تحلیلی و دارای بار معنایی استفاده می‌کنند. بر این اساس دو جهت یاد شده پیکان دارای معنا و مفهومی مشخص در این تحلیل که تعریف آن در جدول (۸) ارائه شده است:

جدول ۸. تعریف جهت پیکان‌های در تحلیل روابط درونی پیوندها

تشریح جهت	جهت پیکان	
جهت پیکان در سمت رو به بالا نشان دهنده خروجی‌های سیستم می‌باشد و بیان کننده سطر عامل و دلالت کننده بر ستون می‌باشد.	↑	جهت پیکان رو به بالا
جهت پیکان در سمت چپ نشان دهنده ورودی‌های سیستم می‌باشد و بیان می‌کند معیار ستون عامل و دلالت کننده بر سطر می‌باشد.	←	جهت پیکان رو به سمت چپ

بنابراین باتوجه به پرسشنامه ارائه شده در جدول (۸) می‌بایست نسبت به سنجش روابط پیوندهای درونی معیارهای شناسایی شده اقدام کرد.

جدول ۹. چک‌لیست ماتریسی روابط هر یک از ابعاد پژوهش

M10	M9	M8	M7	M6	M5	M4	M3	M2	M1	نماد	مضامین
										M1	نقطه مرجع (نقطه اتکا)
										M2	خود بیش نگری
										M3	اتکا به تحلیل در روند معاملات بورس
										M4	کانون کنترل
										M5	رفتارهای قالبی
										M6	توجه محدود
										M7	فساد ساختار یافته
										M8	شوک روانی کوتاه مدت

M10	M9	M8	M7	M6	M5	M4	M3	M2	M1	نماد	مضامین
										M9	تحلیل تک بعدی و اثر سوء
										M10	خودخدمتی

بر اساس چک‌لیست طراحی شده، از هریک از مشارکت‌کنندگان خواسته شد تا بر اساس فرآیند تحلیلی ارتباط مولفه سطر «i» با مولفه ستون «j» را بر اساس سه ماهیت اعداد ترتیبی «۱»؛ «۲»؛ «۳» امتیازبندی کنند. عدد «۱» به معنای اثر مستقیم سطر «i» بر ستون «j» است، عدد «۲» به معنای اثر معکوس یا اثر ستون «j» بر سطر «i» است و عدد «۳» به معنای عدم وجود تأثیر در سطر «i» و ستون «j» با یکدیگر است. پس از تعیین بالاترین توزیع فراوانی مربوط به ارتباط هریک از مولفه‌ها، اعداد به صورت فلش مشخص می‌شوند. به طوریکه اگر بالاترین توزیع فراوانی یک مولفه در سطر و ستون عدد «۱» بود، از علامت فلش «←» استفاده می‌شود اگر بالاترین توزیع فراوانی یک مولفه در سطر و ستون عدد «۲» بود، از علامت فلش «→» استفاده می‌شود و اگر بالاترین توزیع فراوانی در مورد مولفه‌ای عدد «۳» بود از علامت «⊖» استفاده می‌شود. بنابراین با توجه به توضیح‌های ارائه شده، در این مرحله می‌بایست به شناسایی پیوندهای درونی اقدام نمود و نیز جدول (۱۰) تأثیرگذاری‌های سیستمی را ترسیم کرد. کدگذاری مفاهیم پیوندهای درونی نیز در همین مرحله انجام شد. در این بخش طبق توضیح‌های داده شده و با استناد به ابعاد شناسایی شده، اقدام به انجام تحلیل روابط پیوندهای درونی به منظور مشخص کردن محرک‌ترین و پیامدترین مضامین سازمان دهنده می‌شود.

جدول ۱۰. روابط پیوندی مضامین سازمان دهنده الگوی رفتار مخرب سرمایه‌گذاران نهادی

فرآوانی	شاخص سطر	سطح اول / نقطه مرجع (نقطه اتکا)			شاخص سطر
		بدون ستون بر سطر	ستون بر سطر	بدون ستون	
۱۴	خود بیش نگری	-	→	←	نقطه مرجع (نقطه اتکا)
۱۳	اتکا به تحلیل در روند معاملات بورس	-	→	-	نقطه مرجع (نقطه اتکا)
۱۵	کانون کنترل	-	→	-	نقطه مرجع (نقطه اتکا)
۱۲	رفتار های قالبی	-	→	-	نقطه مرجع (نقطه اتکا)
۱۴	توجه محدود	-	-	←	نقطه مرجع (نقطه اتکا)

۱۴	فساد ساختار یافته	-	-	←	نقطه مرجع (نقطه اتکا)
۱۵	شوک روانی کوتاه‌مدت	-	→	-	نقطه مرجع (نقطه اتکا)
۱۴	تحلیل تک بعدی و اثر سوء	-	→	-	نقطه مرجع (نقطه اتکا)
۱۵	خود خدمتی	-	→	-	نقطه مرجع (نقطه اتکا)

■ سطح دوم / خود بیش نگری

۱۴	اتکا به تحلیل در روند معاملات بورس	-	→	-	خود بیش نگری
۱۵	کانون کنترل	-	-	←	خود بیش نگری
۱۳	رفتار های قالبی	-	-	←	خود بیش نگری
۱۴	توجه محدود	-	-	←	خود بیش نگری
۱۵	فساد ساختار یافته	-	→	-	خود بیش نگری
۱۵	شوک روانی کوتاه‌مدت	-	→	-	خود بیش نگری
۱۵	تحلیل تک بعدی و اثر سوء	-	-	←	خود بیش نگری
۱۵	خود خدمتی	-	-	←	خود بیش نگری

■ سطح سوم / اتکا به تحلیل در روند معاملات بورس

۱۳	کانون کنترل	-	→	-	اتکا به تحلیل در روند معاملات بورس
۱۵	رفتار های قالبی	-	→	-	اتکا به تحلیل در روند معاملات بورس
۱۴	توجه محدود	-	→	-	اتکا به تحلیل در روند معاملات بورس
۱۴	فساد ساختار یافته	-	-	←	اتکا به تحلیل در روند معاملات بورس
۱۵	شوک روانی کوتاه‌مدت	-	-	←	اتکا به تحلیل در روند معاملات بورس
۱۵	تحلیل تک بعدی و اثر سوء	-	-	←	اتکا به تحلیل در روند معاملات بورس
۱۴	خود خدمتی	-	→	-	اتکا به تحلیل در روند معاملات بورس

■ سطح چهارم / کانون کنترل

۱۵	رفتار های قالبی	-	-	←	کانون کنترل
۱۳	توجه محدود	-	-	←	کانون کنترل
۱۴	فساد ساختار یافته	-	→	-	کانون کنترل
۱۳	شوک روانی کوتاه‌مدت	-	→	-	کانون کنترل
۱۵	تحلیل تک بعدی و اثر سوء	-	-	←	کانون کنترل

۱۵	خودخدمتی	-	-	←	کانون کنترل
■ سطح پنجم / رفتار های قالبی					
۱۴	توجه محدود	-	→	-	تحلیل تک بعدی و اثر سوء
۱۴	فساد ساختار یافته	-	→	-	تحلیل تک بعدی و اثر سوء
۱۵	شوک روانی کوتاه‌مدت	-	→	-	تحلیل تک بعدی و اثر سوء
۱۵	تحلیل تک بعدی و اثر سوء	-	-	←	تحلیل تک بعدی و اثر سوء
۱۴	خودخدمتی	-	-	←	تحلیل تک بعدی و اثر سوء
■ سطح ششم / توجه محدود					
۱۴	فساد ساختار یافته	-	→	-	توجه محدود
۱۳	شوک روانی کوتاه‌مدت	-	→	-	توجه محدود
۱۵	تحلیل تک بعدی و اثر سوء	-	-	←	توجه محدود
۱۵	خودخدمتی	-	-	←	توجه محدود
■ سطح هفتم / فساد ساختار یافته					
۱۴	شوک روانی کوتاه‌مدت	-	-	←	فساد ساختار یافته
۱۵	تحلیل تک بعدی و اثر سوء	-	-	←	فساد ساختار یافته
۱۵	خودخدمتی	-	-	←	فساد ساختار یافته
■ سطح هشتم / شوک روانی کوتاه‌مدت					
۱۵	تحلیل تک بعدی و اثر سوء	-	-	←	شوک روانی کوتاه‌مدت
۱۴	خودخدمتی	-	→	-	شوک روانی کوتاه‌مدت
■ سطح نهم / تحلیل تک بعدی و اثر سوء					
۱۳	خودخدمتی	-	→	-	رفتار های قالبی

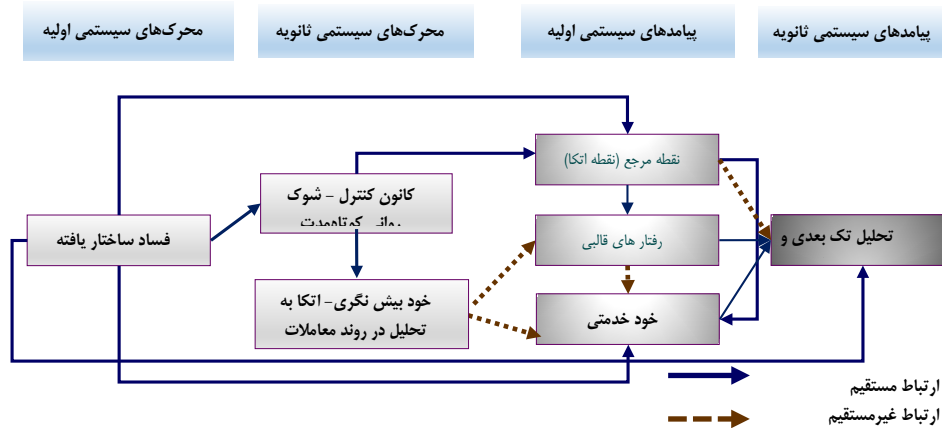
باتوجه به ارتباط درونی بین مضامین سازمان دهنده الگوی رفتار مخرب سرمایه‌گذاران نهادی، اقدام به ایجاد روابط پیوند درونی براساس اختصاص کدهایی از M1 تا M10 می‌شود تا براساس آن پیامدها و محرک‌ها مشخص شود.

جدول ۱۱. خروجی و ورودی مضامین سازمان دهنده الگوی رفتار مخرب سرمایه‌گذاران

		نهادی															
		خروجی	ورودی	دلنا	مبین	M10	M9	M8	M7	M6	M5	M4	M3	M2	M1		
پیامد	۳-	۶	۳			←	←	←	↑	↑	←	←	←	↑	●	M1	نقطه مرجع (نقطه اتکا)
محرک	۱	۴	۵			↑	↑	←	←	↑	↑	←	←	●	←	M2	خود بیش نگری
محرک	۱	۴	۵			←	↑	↑	↑	←	←	←	←	●	↑	M3	اتکا به تحلیل در روند معاملات بورس

	میان	دلتا	ورودی	خروجی	M10	M9	M8	M7	M6	M5	M4	M3	M2	M1	
محرک	۳	۳	۳	۶	↑	↑	←	←	↑	↑	↑	←	↑	M4	کانون کنترل
پیامد	۱-	۵	۵	۴	↑	↑	←	←	←	←	←	↑	←	M5	رفتار های قالبی
پیامد	۱-	۵	۵	۴	↑	↑	←	←	←	↑	←	↑	←	M6	توجه محدود
محرک	۵	۲	۲	۷	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	←	↑	M7	فساد ساختار یافته
محرک	۳	۳	۳	۶	←	↑	↑	←	↑	↑	↑	←	↑	M8	شوک روانی کوتاه مدت
پیامد	۵-	۷	۷	۲	←	←	←	←	←	←	←	←	↑	M9	تحلیل تک بعدی و اثر سوء
محرک	۱	۴	۴	۵	←	↑	↑	↑	←	←	←	↑	←	M10	خودخدمتی

در آخرین مرحله تجزیه و تحلیل مضامین سازمان دهنده الگوی رفتار مخرب سرمایه گذاران نهادی نتایج اثرگذاری های سیستمی در نمودار ترسیم می شود. برای ترسیم این نمودار، نخست محرک های سیستم را در یک سمت و پیامدهای سیستم را در سمت دیگر در قالب جعبه های پیوندهای درونی قرار می گیرند. برای این منظور براساس تحلیل جهت پیکان ها عمل می شود. در جدول (۱۱) پیکان های سمت ورودی های سیستم و پیکان های رو به بالا خروجی های سیستم خوانش می شوند. تفریق مجموع تعداد خروجی های سیستم از ورودی های سیستم دلتای سیستم را نشان می دهد که در صورتی که این عدد مثبت باشد و خروجی ها بیش از ورودی ها باشد، آن عدد محرک سیستمی خوانش می شود و در صورتی که تعداد ورودی ها بیش از تعداد خروجی ها باشد و دلتای سیستم منفی شود، به این عدد پیامد سیستمی گفته می شود. در واقع این عدد میزان اثرگذاری مضامین را در کلیت سیستم نشان می دهد و فهم آن در خوانش استوار بر واقعیات سیستمی سهم به سزایی خواهد داشت. مرحله بعدی، پس از چینش مناسب این جعبه مؤلفه های پیوند درونی، نشان دادن ارتباط بین آن ها با خطوط نمایانگر ارتباط است که این خطوط می توانند به دو دسته نمایانگر ارتباط مستقیم و نمایانگر ارتباط غیرمستقیم تقسیم شوند.



شکل ۵. مدل بازنمایی سیستماتیک مضامین سازمان دهنده الگوی رفتار مخرب سرمایه‌گذاران نهادی

بر اساس الگوی بازنمایی سیستماتیک مشخص گردید، فساد ساختار یافته محرک‌آمیزترین بخش الگوی رفتار مخرب سرمایه‌گذاران نهادی تلقی می‌شود که می‌تواند پیامد تحلیل تک بعدی و اثر سوء را به همراه داشته باشد. همانطور که مشخص است، پیوند ارتباطی بین محرک‌ها و پیامدها از شدت اثر بالایی برخوردار است، زیرا به غیر از سه رابطه پیوندی که دارای اثر غیرمستقیم هستند، باقی روابط پیوندی از اثرگذاری مستقیم بر روی یکدیگر برخوردار هستند. همچنین مشخص شد، تمامی محرک‌های ابتدایی و دومی، بر پیامدهای سیستمی نخستین اثرگذار است که نشان می‌دهد فساد ساختار یافته هر دو عامل پیامد اول و پیامد دوم را در بر می‌گیرد.

بحث و نتیجه‌گیری

رفتار مخرب سرمایه‌گذاران نهادی در بازارهای مالی، به‌عنوان پدیده‌ای پیچیده و چند بعدی، نه تنها کارایی بازار را تحت الشعاع قرار می‌دهد بلکه ماهیت اعتماد و انصاف را در نظام مالی به چالش می‌کشد. این رفتارها، که گاه ریشه در منافع کوتاه‌مدت و فرصت‌طلبی‌های فردی دارد، می‌تواند ساختارهای کلان اقتصادی را دچار بی‌ثباتی کند و تعادل بین سودآوری و مسئولیت‌پذیری اجتماعی را برهم زند. در پژوهش حاضر به «بازخوانی نظام‌مند محرک‌ها و

پیامدهای رفتار مخرب سرمایه‌گذاران نهادی» پرداخته شد. نتایج نشان‌دهنده ۲ مضمون فراگیر (رفتارهای مخرب قضاوتی و رفتارهای مخرب ادراکی)، ۱۰ مضمون سازمان‌دهنده (نقطه مرجع، خود بیش‌نگری، اتکا به تحلیل در روند معاملات بورس، کانون کنترل، تحلیل تک بعدی و اثر سوء، توجه محدود، فساد ساختاریافته، شوک روانی کوتاه‌مدت، رفتارهای قالبی و خودخدمتی) و ۳۳ مضمون پایه بود. یافته‌های ناشی از کسب نتیجه در بخش کمی نشان داد، محرک‌ترین بعد رفتار مخرب سرمایه‌گذاران نهادی، فساد ساختاریافته است که محرکی برآمده از الگوی رفتارهای مخرب ادراکی قلمداد می‌شود و می‌تواند پیامد تحلیل تک بعدی و اثر سوء را به همراه داشته باشد.

رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران نهادی به‌عنوان یکی از چالش‌های عمده در بازارهای مالی، تأثیرات گسترده‌ای بر کارایی بازار، تخصیص منابع و اعتماد عمومی به نظام مالی دارند. این رفتارها که بیشتر ریشه در سوگیری‌های شناختی، انگیزه‌های فردی و ساختارهای نهادی ناکارآمد دارند، می‌توانند منجر به نوسانات غیرمنطقی قیمت‌ها، کاهش شفافیت و افزایش ریسک سیستماتیک شوند. بررسی این رفتارها نه تنها از جنبه اقتصادی، بلکه از منظر روان‌شناختی و اخلاقی نیز دارای اهمیت است چراکه آن‌ها ماهیت تعاملات انسانی و ساختاری در بازارهای مالی را به چالش می‌کشند. این پژوهش با بررسی عمیق رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران نهادی در بازار بورس، موفق به شناسایی دو مضمون فراگیر رفتارهای مخرب قضاوتی و رفتارهای مخرب ادراکی شده است. این دو مضمون نه تنها نشان‌دهنده تعاملات پیچیده بین عوامل روان‌شناختی و محیطی هستند، بلکه تأکید می‌کنند که چگونه این تعاملات می‌توانند به تصمیم‌گیری‌های مخرب و غیرمنطقی منجر شوند. رفتارهای مخرب قضاوتی، که شامل نقطه مرجع (نقطه اتکا)، خودبیش‌نگری، اتکا به تحلیل در روند معاملات بورس و کانون کنترل می‌شود، نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاران چگونه تحت تأثیر سوگیری‌های شناختی و خطاهای قضاوتی قرار می‌گیرند. از سوی دیگر، رفتارهای مخرب ادراکی، که شامل تحلیل تک‌بعدی و اثر سوء، توجه محدود، فساد ساختاریافته، شوک روانی کوتاه‌مدت، رفتارهای قالبی و خودخدمتی است، نشان می‌دهند که چگونه تفسیرهای نادرست و تحریف‌شده از اطلاعات می‌توانند به تصمیم‌گیری‌های مخرب منجر شوند. این یافته‌ها به‌طور جامع نشان می‌دهند که رفتارهای مخرب در بازارهای مالی تنها به عوامل فردی محدود نبوده بلکه تحت تأثیر ساختارهای سازمانی و محیطی نیز قرار دارد.

در سطح رفتارهای مخرب قضاوتی، نقطه مرجع (نقطه اتکا) به‌عنوان یکی از مضامین کلیدی، نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران چگونه از یک نقطه شروع خاص به عنوان مبنای تصمیم‌گیری‌های خود استفاده می‌کنند، حتی اگر این نقطه شروع به‌طور کامل با واقعیت‌های بازار همخوانی نداشته باشد. این سوگیری می‌تواند به تصمیم‌گیری‌های نادرست و مخرب منجر شود. نقطه مرجع یا نقطه اتکا به عنوان یکی از مضامین سازمان‌دهنده، نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران تمایل دارند تصمیم‌گیری‌های خود را بر اساس یک نقطه شروع خاص (مانند قیمت خرید اولیه یا ارزش ذاتی سهام) انجام دهند. این مفهوم به‌طور مستقیم با نظریه چارچوب‌بندی^۱ کانمن و تورسکی^۲ (۱۹۷۹) مرتبط است. بر اساس این نظریه، افراد تمایل دارند اطلاعات را در چارچوب‌های ذهنی خاصی تفسیر کنند، که این امر می‌تواند به تصمیم‌گیری‌های نادرست منجر شود. پژوهش‌های پیشین نیز نشان داده‌اند که سرمایه‌گذاران اغلب به نقطه مرجع خود وابسته می‌مانند و حتی در روبرویی با اطلاعات جدید، تمایل کمی به تعدیل این نقطه مرجع دارند. این رفتار می‌تواند به تصمیم‌گیری‌های مخرب مانند نگه‌داری سهام زیان‌ده یا فروش سهام سودده به‌صورت زود هنگام منجر شود. خودبیش‌نگری به عنوان یکی دیگر از مضامین سازمان‌دهنده، نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران تمایل دارند به توانایی‌ها و دانش خود بیش از حد اعتماد کنند. این مفهوم با نظریه اعتماد به نفس بیش از حد^۳ در روانشناسی تصمیم‌گیری مرتبط است. بر اساس این نظریه، افراد تمایل دارند توانایی‌های خود را بیش از حد برآورد کنند و خطرات را دست‌کم بگیرند. تحقیقات پیشین در حوزه مالی رفتاری، مانند مطالعات باربر و اودین (۲۰۰۱)، نشان داده‌اند که سرمایه‌گذاران بیش از حد مطمئن، تمایل به انجام معاملات بیشتر و پذیرش ریسک‌های غیرمنطقی دارند که این امر می‌تواند به کاهش بازدهی و افزایش رفتارهای مخرب منجر شود. اتکا به تحلیل در روند معاملات بورس نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران نهادی تمایل دارند به‌طور افراطی به روش‌های تحلیلی خاصی (مانند تحلیل تکنیکال یا بنیادی) تکیه کنند. این رفتار با نظریه وابستگی به روش‌های آشنا^۴ مرتبط است، که بر اساس آن، افراد تمایل دارند به روش‌هایی که با آن‌ها آشنا هستند، اعتماد کنند، حتی اگر این روش‌ها در شرایط جدید کارایی نداشته باشند. پژوهش‌های پیشین نشان داده‌اند که اتکای بیش از حد به یک روش تحلیلی خاص می‌تواند به تحلیل‌های ناقص

1. Framing Effect
2. Kahneman, D; & Tversky
3. Overconfidence Bias
4. Familiarity Bias

و تصمیم‌گیری‌های مخرب منجر شود. برای مثال، سرمایه‌گذارانی که تنها به تحلیل تکنیکال تکیه می‌کنند، ممکن است از عوامل بنیادی مؤثر بر قیمت سهام غافل شوند. کانون کنترل به عنوان یکی از مضامین سازمان‌دهنده، نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران چگونه کنترل خود بر رویدادها را برآورد می‌کنند. این مفهوم با نظریه کانون کنترل^۱ راتر مرتبط است، که بر اساس آن، افراد تمایل دارند رویدادها را یا به عوامل درونی (مانند توانایی‌های خود) یا به عوامل بیرونی (مانند شانس یا شرایط محیطی) نسبت دهند. سرمایه‌گذارانی که دارای کانون کنترل درونی هستند، ممکن است به‌طور افراطی به توانایی‌های خود اعتماد کنند و خطرات را دست‌کم بگیرند، در حالی که سرمایه‌گذاران با کانون کنترل بیرونی ممکن است به‌طور افراطی به عوامل خارجی وابسته شوند و از تصمیم‌گیری‌های فعالانه اجتناب کنند. هر دو حالت می‌توانند به رفتارهای مخرب منجر شوند. در سطح رفتارهای مخرب ادراکی، تحلیل تک‌بعدی و اثر سوء که به عنوان پیامد الگوی رفتار مخرب سرمایه‌گذاران نهادی نیز شناسایی شد، نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران نهادی چگونه ممکن است به‌طور افراطی بر یک بعد خاص از اطلاعات تمرکز کنند و ابعاد دیگر را نادیده بگیرند. این رفتار با نظریه سوگیری تأییدی^۲ مرتبط است، که بر اساس آن، افراد تمایل دارند اطلاعاتی را که با باورهای قبلی آن‌ها همخوانی دارد، تأیید کنند و اطلاعات متضاد را نادیده بگیرند. پژوهش‌های پیشین نشان داده‌اند که تحلیل تک‌بعدی می‌تواند به تصمیم‌گیری‌های نادرست و مخرب منجر شود.

فساد ساختاریافته به عنوان محرک‌ترین بعد رفتارهای مخرب، نشان می‌دهد که چگونه ساختارهای فاسد و ناکارآمد می‌توانند به رفتارهای مخرب دامن بزنند. این مفهوم با نظریه اقتصاد نهادی^۳ مرتبط است، که بر اساس آن، ساختارهای نهادی می‌توانند بر رفتارهای فردی تأثیر بگذارند. پژوهش‌های پیشین نشان داده‌اند که فساد ساختاریافته می‌تواند به کاهش شفافیت، افزایش ریسک و تصمیم‌گیری‌های مخرب منجر شود. برای مثال، در محیط‌های فاسد، سرمایه‌گذاران ممکن است به‌جای تحلیل‌های منطقی، بر روابط و رشوه‌گیری تکیه کنند. شوک روانی کوتاه‌مدت نشان می‌دهد که چگونه رویدادهای غیرمنتظره و شوک‌های روانی می‌توانند به تصمیم‌گیری‌های عجولانه و مخرب منجر شوند. این مفهوم با نظریه واکنش‌های

-
1. Locus of Control
 2. Confirmation Bias
 3. Institutional Economics

هیجانی مرتبط است، که بر اساس آن، افراد در مواجهه با شوک‌های روانی، تمایل به تصمیم‌گیری‌های هیجانی و غیرمنطقی دارند. پژوهش‌های پیشین نشان داده‌اند که شوک‌های روانی کوتاه‌مدت می‌توانند به فروش عجولانه سهام یا خریدهای پرریسک منجر شوند. رفتارهای قالبی نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران چگونه ممکن است به‌طور ناخودآگاه در دام الگوهای رفتاری تکراری بیفتند. این مفهوم با نظریه عادت‌های رفتاری مرتبط است که بر اساس آن، افراد تمایل دارند به رفتارهای تکراری و آشنا تکیه کنند، حتی اگر این رفتارها کارایی نداشته باشند. پژوهش‌های پیشین نشان داده‌اند که رفتارهای قالبی می‌توانند به تصمیم‌گیری‌های نادرست و مخرب منجر شوند. خودخدمتی به عنوان یکی از مضامین سازمان‌دهنده، نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران چگونه ممکن است به‌طور ناخودآگاه منافع شخصی خود را بر منافع جمعی ترجیح دهند. این مفهوم با نظریه منفعت‌طلبی شخصی^۱ مرتبط است، که بر اساس آن، افراد تمایل دارند به‌گونه‌ای رفتار کنند که منافع شخصی آن‌ها به حداکثر برسد. پژوهش‌های پیشین نشان داده‌اند که خودخدمتی می‌تواند به تصمیم‌گیری‌های مخرب و غیراخلاقی منجر شود.

در نهایت، این پژوهش با ارائه یک چارچوب جامع از رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران نهادی، نه تنها به ادبیات موجود در حوزه مالی رفتاری کمک می‌کند بلکه راه‌هایی برای پژوهش‌های آینده و بهبود عملکرد بازارهای مالی ارائه می‌دهد. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهند که برای کاهش رفتارهای مخرب، نیاز به یک رویکرد چندوجهی است که هم به عوامل فردی و هم به عوامل ساختاری توجه کند. بهبود سیستم‌های نظارتی، افزایش شفافیت، و آموزش سرمایه‌گذاران می‌تواند به کاهش رفتارهای مخرب و بهبود عملکرد بازارهای مالی کمک کند. این پژوهش همچنین تأکید می‌کند که درک بهتر از رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند به طراحی سیاست‌ها و استراتژی‌هایی منجر شود که نه تنها به نفع سرمایه‌گذاران، بلکه به نفع تمامی ذینفعان بازار باشد. بر اساس نتایج مطالعه حاضر پیشنهادهای زیر را می‌توان مطرح کرد:

یکی از راه‌های مقابله با رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران نهادی، افزایش شفافیت در فعالیت‌های مالی و تصمیم‌گیری‌های آن‌هاست. نهادهای نظارتی می‌توانند با الزام به افشای اطلاعات دقیق‌تر و به‌موقع، از اقدامات مخرب مانند دستکاری بازار یا معاملات مبتنی بر

اطلاعات محرمانه جلوگیری کنند. همچنین، ایجاد سیستم‌های نظارتی پیشرفته‌تر مانند استفاده از فناوری‌های هوش مصنوعی و تحلیل داده‌ها می‌تواند به شناسایی سریع‌تر رفتارهای مشکوک کمک کند. برای کاهش رفتارهای مخرب، ضروری است قوانین موجود به‌روزرسانی شده و جریمه‌های سنگین‌تری برای متخلفان در نظر گرفته شود. این جریمه‌ها باید به گونه‌ای باشد که هزینه‌های ناشی از تخلفات بیشتر از منافع حاصل از آن‌ها باشد. افزون بر این، ایجاد سازوکارهای گزارش‌دهی محرمانه برای کارکنان و ذی‌نفعان می‌تواند به شناسایی و مقابله با رفتارهای غیراخلاقی کمک کند. سرمایه‌گذاران نهادی و مدیران آن‌ها باید به‌طور مداوم در زمینه اصول اخلاقی و مسئولیت‌های اجتماعی آموزش ببینند. برگزاری دوره‌های آموزشی و کارگاه‌های تخصصی می‌تواند آگاهی آن‌ها را نسبت به پیامدهای رفتارهای مخرب افزایش دهد. همچنین، ترویج فرهنگ سازمانی مبتنی بر صداقت و مسئولیت‌پذیری در سطح نهادهای مالی می‌تواند به کاهش رفتارهای نامناسب و بهبود اعتماد عمومی به بازارهای سرمایه کمک کند.

همچنین پیشنهاد می‌شود پژوهش‌های آتی به بررسی نقش تنظیم‌گری و سیاست‌های نظارتی در کاهش رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران نهادی متمرکز شوند. مطالعه تطبیقی رویکردهای نظارتی در بازارهای مختلف و ارزیابی اثربخشی آن‌ها در کنترل رفتارهای نامتعارف می‌تواند به ارائه چارچوب‌های سیاستی مناسب برای کاهش ریسک‌های ناشی از این رفتارها منجر شود. این پژوهش‌ها می‌توانند به سیاست‌گذاران در طراحی مکانیسم‌های نظارتی کارآمدتر کمک کنند. پیشنهاد می‌شود مطالعات آتی به تحلیل نقش ساختارهای سازمانی و مکانیسم‌های حاکمیتی درون‌سازمانی در شکل‌دهی به رفتارهای مخرب سرمایه‌گذاران نهادی پردازند. بررسی تأثیر عواملی مانند سلسله‌مراتب تصمیم‌گیری، سیستم‌های پاداش و تنبیه، و فرهنگ سازمانی بر جهت‌گیری‌های مخرب می‌تواند به شناسایی ریشه‌های نهادی این پدیده کمک کند. همچنین، مطالعه تعامل میان الزامات حاکمیت شرکتی، مسئولیت‌پذیری مدیران نهادی و فشارهای کوتاه‌مدت سهامداران می‌تواند درک جامع‌تری از تضادهای ساختاری موجود ارائه دهد. این پژوهش‌ها می‌توانند به طراحی چارچوب‌های حاکمیتی کارآمدتر برای کاهش انگیزه‌های مخرب و تقویت پاسخگویی در سطح نهادی منجر شوند.

در این مطالعه همچون هر مطالعه‌ای که به صورت کیفی انجام می‌شود می‌توان نسبت به ارائه

محدودیت‌هایی به شرح زیر اقدام کرد:

-مهم‌ترین محدودیت، پژوهش‌های کیفی به‌ویژه از نوع مصاحبه، عدم امکان پایداری ابعاد شناسایی شده در بلندمدت و تعمیم آن به کل بسترهای مطالعه باشد. زیرا گستردگی ابعاد مورد بررسی در حوزه بازار سهام، با انجام چندین مصاحبه قابل اکتشاف نبوده و می‌تواند ابعاد شناسایی شده، به طور نسبی مورد کنکاش قرار گیرد.

-اگر چه این پژوهش با اتکا به چرخه ای قیاسی / استقرائی به نظریه سازی و توسعه الگوی رفتار مخرب سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه پرداخت، ماهیت استقرائی روش‌شناسی آن محدودیت‌هایی را بر تعمیم‌پذیری آماری نتایج آن وارد می‌کند.

-این پژوهش مجموعه‌ای از نتایج خاص را به تعدادی نظریه گسترده‌تر (و نه به شرایط و موقعیت‌های گسترده‌تر) تعمیم می‌دهد. از این‌رو، تعمیم‌پذیری آماری نتایج آن با محدودیت‌های چشمگیری روبه‌رو است.

ملاحظات اخلاقی

پیروی از اصول اخلاق پژوهش

نویسندگان اصول اخلاقی را در انجام و انتشار این پژوهش علمی رعایت کرده‌اند و این موضوع مورد تأیید آنهاست.

مشارکت نویسندگان

سهم هریک از نویسندگان در نگارش مقاله برابر بوده است.

تعارض منافع

بنابر اظهار نویسندگان این مقاله تعارض منافع ندارد.

حامی مالی

پژوهش حاضر دارای حامی مالی نبوده است.

سپاسگزاری

نویسندگان از تمام کسانی که در این پژوهش همکاری داشته‌اند، تشکر و قدردانی می‌کند.

References

- Abedi Jafari, H; Taslimi, M. S; Faghihi, A. H; & Sheikh-Zadeh, M. (2011). Analysis of theme and theme network: A simple and efficient method for explaining existing patterns in qualitative data. *Strategic Management Thought*, 5(2), 151-198. <https://doi.org/10.30497/smt.2011.163>. (In Persian).
- Aren, S; Aydemir, S. D; & Şehitoğlu, Y. (2016). Behavioral biases on institutional investors: A literature review. *Kybernetes*, 45(10), 1668-1684. <https://doi.org/10.1108/K-08-2015-0203>.
- Attride-Stirling, J. (2001). Thematic networks: An analytic tool for qualitative research. *Qualitative Research*, 1(3), 385-405. <https://doi.org/10.1177/146879410100100307>.
- Bohl, M. T; & Brzezczynski, J. (2006). Do institutional investors destabilize stock prices? Evidence from an emerging market. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 16(4), 370-383. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2005.05.005>.
- Bohl, M. T; Guttischalk, K; & Pal, R. (2007). Institutional investors and stock market efficiency: The case of the January anomaly. MPRA Paper No. 677. <https://hdl.handle.net/10419/22111>.
- Bohl, M; Brzezczynski, J; & Wilfling, B. (2009). Institutional investors and stock returns volatility: Empirical evidence from a natural experiment. *Journal of Banking & Finance*, 33, 627-639. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2008.02.003>.
- Braun, V; & Clarke, V. (2006). Using thematic analysis in psychology. *Qualitative Research in Psychology*, 3(2), 11-101. <https://doi.org/10.1191/1478088706qp063oa>.
- Burns, N; & Grove, S. K. (2006). *Understanding nursing research: Building an evidence-based practice* (4th ed.). Philadelphia, PA: Saunders Co.
- Bushee, B. (1998). Institutional investors, long-term investment, and earnings management. *Accounting Review*, 73, 305-340. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.52686>.
- Bushee, B. J; & Noe, C. (2001). Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock returns volatility. *Journal of Accounting Research*, 38, 171- 202. <https://doi.org/10.2307/2672914>.
- Campbell, J. Y; Ramadorari, T; & Schewortz, A. (2009). Institutional trading, stock returns, and earnings announcement. *Journal of Finance*, 92, 66-91. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.03.006>.
- Danayi-Fard, H; Alvani, S. M; & Azar, A. (2019). Qualitative research methodology in management: A comprehensive approach Tehran, Iran: Eshraqi Publications. (In Persian).
- De Bondt, W. F. M; & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact? *Journal of Finance*, 40(3), 793-805. <https://doi.org/10.2307/2327804>.
- Dey, M; Mishra, S; & De, S. (2024). A study on how institutional investors respond to risk, return and volatility: Evidence from the Indian Stock Market. *Journal of the Knowledge Economy*, 1-22. <https://doi.org/10.1007/s13132-023-01718-7>.

- Doloo, M; & Papai, S. S. (2017). Collective behavior of investors at micro and macro levels and its effect on market fluctuations. *Asset & Financial Management*, 5(2), 149-166. <https://doi.org/10.22108/amf.2017.21578>. (In Persian).
- Fromlet, H. (2001). Behavioral finance — Theory and practical application. *Business Economics*, 36(3), 63-69. <https://www.jstor.org/stable/23488166>.
- Ghaleh, Z; & Dastgir, M. (2023). The effect of institutional investors on the relationship between accounting reporting quality and cost of capital. *Accounting & Auditing Research*, 15(57), 5–28. <https://doi.org/10.22034/iaar.2023.172750.b>. (In Persian).
- Gunathilaka, R. C; & Fernando, J. M. (2021). Do behavioral biases differ among institutional and individual investors? *Accounting & Finance*, issue 2, pages 61-73, June. <https://ideas.repec.org/a/iaf/journal/y2021i2p61-73.html>.
- Han, B; & Kong, D. (2017). Institutional investors and equity prices: Information, behavioral bias, and arbitrage. Rotman School of Management Working Paper (2926401). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2926401>.
- Hoque, Z; Parker, L. D; Covalleski, M. A; & Haynes, K. (Eds.). (2017). *The Routledge companion to qualitative accounting research methods*. London: Routledge.
- Irani, M. V; & Kim, H. H. (2020). Inertia of institutional investors: Rational or behavioral? *SSRN Electronic Journal*.
- Kahneman, D; & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291. <https://doi.org/10.2307/1914185>.
- Khan, I; Afeef, M; Adil, M; & Ullah, W. (2021). Behavioral factors influencing investment decisions of institutional investors: Evidence from asset management industry in Pakistan. *Ilkogretim Online*, 20(2). <https://ilkogretim-online.org/index.php/pub/article/view/1567>.
- Khoushkar, F; Nikjoo, M; & Abedini, P. (2021). Institutional investors, dividend policy and firm value. *Journal of New Research Approaches in Management & Accounting*, 5(19), 402-418. <https://www.majournal.ir/index.php/ma/article/view/1120>. (In Persian).
- Lai, M. M; Tan, S. H; & Chong, L. L. (2013). The behavior of institutional and retail investors in Bursa Malaysia during the bulls and bears. *Journal of Behavioral Finance*, 14(2), 104-115. <https://doi.org/10.1080/15427560.2013.790822>.
- Lee, C; Shleifer, A; & Thaler, R. H. (1991). Investor sentiment and the closed-end fund puzzle. *Journal of Finance*, 46(1), 75-109. <https://doi.org/10.2307/2328690>.
- Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13-37. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-780850-5.50018-6>.

- Malmendier, U; & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *Journal of Finance*, 60(6), 2661-2700. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00813.x>.
- Mehrani, K; & Madanchi Zaj, M. (2018). Testing the effect of investor sentiment and trading behaviour on excess stock returns in the Tehran Stock Exchange. *Financial Management Strategy*, 6(2), 140-167. <https://doi.org/10.22051/jfm.2018.16581.1445>. (In Persian).
- Merton, R. C. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *Journal of Finance*, 42(3), 483-510. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1987.tb04565.x>.
- Mohammadpour, A. (2010). Quality assessment in qualitative research: Principles and strategies of validity and generalizability. *Quarterly of Social Sciences*, (48), 73-105. <https://doi.org/10.22054/qjss.2010.874>. (In Persian).
- Nagel, S. (2005). Short sales, institutional investors, and the cross-section of stock returns. *Journal of Financial Economics*, 78(2), 277-309. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.08.008>.
- Nofsinger, J. R; & Sias, R. W. (1999). Herding and feedback trading by institutional and individual investors. *Journal of Finance*, 54(6), 2263-2295. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00188>.
- North, D. C. (1990). *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Papi, F. (2023). Institutional investors and investment in banking stocks. In *6th National Conference on Development of New Technologies in Management, Accounting & Computer Science*, Tehran, Iran. <https://civilica.com/doc/1875469>. (In Persian).
- Pástor, L; & Veronesi, P. (2003). Stock valuation and learning about profitability. *Journal of Finance*, 58(5), 1749-1789. <https://www.jstor.org/stable/3648173>.
- Ritter, J. R. (2003). Behavioral finance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(4), 429-437. [https://doi.org/10.1016/S0927-538X\(03\)00048-9](https://doi.org/10.1016/S0927-538X(03)00048-9).
- Scharfstein, D. S; & Stein, J. C. (1990). Herd behavior and investment. *American Economic Review*, 80(3), 465-479. <https://www.jstor.org/stable/2006678>.
- Sheikh-Zadeh, M; & Bani Asad, R. (2020). *Thematic analysis: Concepts, approaches and applications*. Tehran, Iran: Logos Publications. (In Persian)
- Shleifer, A; & Vishny, R. W. (1997). The limits of arbitrage. *Journal of Finance*, 52(1), 35-55. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03807.x>.
- Statman, M. (2017). *Finance for normal people: How investors and markets behave*. Oxford: Oxford University Press.
- Tversky, A; & Kahneman, D. (1992). Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, 5(4), 297-323. <https://doi.org/10.1007/BF00122574>.
- Wermers, R. (1999). Mutual fund herding and the impact on stock prices. *Journal of Finance*, 54(2), 581-622. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00118>.

- Wurgler, J; & Zhuravskaya, E. (2002). Does arbitrage flatten demand curves for stocks? *Journal of Business*, 75(4), 583-608. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.235182>.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00844-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00844-5)
- Zeynivand, M; Jenani, M. H; Hemmatfar, M; & Setayesh, M. R. (2023). Behavioral biases and investment decisions of individual and institutional investors under uncertainty conditions in the Tehran Stock Exchange. *Investment Knowledge*, 12(45), 203-231. http://www.jik-ifea.ir/article_21388.html. (In Persian).

