

Phenomenology of The Abnormal Occurrence of Euphoria Phase in Tehran Stock Exchange

Mojtaba jafari Mayani¹ , Mohammadreza Abdoli^{*2} , Maryam Shahri³ , Hasan Valiyan⁴ 

1. Department of Accounting, Sha.C., Islamic Azad University, Shahrood, Iran. Email: Mojtaba.jafarimayani@iau.ac.ir
ORCID: 0009-0001-4498-9098

2. Department of Accounting, Sha.C., Islamic Azad University, Shahrood, Iran. Email: mr.abdoli@iau.ac.ir
ORCID: 0000-0002-8927-1231

3. Department of Accounting, Sha.C., Islamic Azad University, Shahrood, Iran. Email: maryam.shahri@iau.ac.ir
ORCID: 0009-0009-4709-1433

4. Department of Accounting, Sha.C., Islamic Azad University, Shahrood, Iran. Email: Hasan.valiyan@yahoo.com
ORCID: 0000-0002-3365-1593



10.22080/iejm.2021.19723.1797

Received:
September 8, 2020
Accepted:
August 23, 2021
Available online:
March 17, 2021

Keywords:
Financial Market Anomaly,
Euphoria Phase, Stock Price
Bubble

JEL:
C61;H21;H60;Q38

Abstract

The growing trend of stock price bubbles in financial markets, which is always a function of a series of interconnected drivers of uncontrollable, intermittent anomalies, has made investor behavior unpredictable based on classical rationality. Euphoria phenomenon, as one of the abnormal events of the financial market, refers to intermittent periods that, with the increase of excitement and extreme optimism, stimulate investors to obtain higher expected returns in order to make the most of the gap created in the cross-sectional value with the intrinsic value of the stock price due to the occurrence of such a phenomenon, regardless of what problems the market may face under the influence of such interactions. Therefore, due to the lack of sufficient knowledge of this concept in the capital market, the present study, through a phenomenological approach, seeks to present a paradigmatic model of the abnormal occurrence of the manic phase in the Tehran Stock Exchange. A methodological approach that can identify emerging aspects of this phenomenon through the ontological nature of the structure in the context of study. The tools used in implementing such an approach are interviews and a researcher-made scoring checklist to arrive at open codes, propositional themes, and paradigmatic categories. The participatory technique to achieve the aforementioned goals is to utilize focal panels that, through discussion and debate, can be effective in categorizing propositional themes in the formation of paradigmatic categories. The findings of the present study, by identifying "385" open codes from "19" interviews conducted, indicate the identification of "65" propositional themes in the form of a researcher-made scoring checklist, which, by assigning focal points to each of the separated actors in the specified evaluation panels, ultimately led to the presentation of a paradigmatic model by identifying "13" categories in the 5 dimensions of causal conditions, context, intervention, strategies, and consequences. The results obtained from the application of the paradigmatic model of the abnormal occurrence of the manic phase in the Tehran Stock Exchange indicate excessive optimism and unrealistic expectations of sudden changes in the price of a stock in financial markets without sufficient fundamental arguments as to why such short-term fluctuations occur, which, although they increase the trading volume in the short term, after reaching the saturation point, in accordance with the stock price bubble cycle in the financial market, causes the stock price to decline even to a price lower than its initial intrinsic value. At this point, the formation of stock supply queues causes the capital market to face stagflation, while stocks become illiquid and other investment opportunities are lost.

* **Corresponding Author:** Mohammadreza Abdoli

Address: Department of Accounting, Sha.C., Islamic Azad University, Shahrood

Email: mr.abdoli@iau.ac.ir

Tel: +989122731246

Extended Abstract

1. Introduction

Financial market events are an integral part of environmental challenges that fall into the category of exogenous risk factors and, as an abnormal factor, disrupts the predictability of the market, causing behavioral outcomes in financial decision-making. In other words, these events in financial markets cause anomalies that make the predictability of markets uncertain, even for short periods of time. It is important to note that not all events are necessarily observable when drawing up financial market outlooks, and depending on the type of governance adopted (such as the events in the Iranian capital market in 2019) on the one hand and international challenges (such as the coronavirus pandemic or global financial crises) on the other, they are usually accompanied by convulsions, which even temporarily make mitigating decisions to reduce their consequences are not sufficiently effective. In fact, events with uncertainty such as the coronavirus pandemic, as an exogenous stimulus in the market, suddenly lead to the emergence of anomalies.

2. Research Methodology

In the present study, which seeks to understand the anomaly arising from the phenomenon of market mania in the Tehran Stock Exchange, the principles of the phenomenological method are used. The process that, by going through the implementation steps of this qualitative analysis method, ultimately presents a paradigmatic model that, although similar to the Strauss & Corbin (1998) model, is different in terms of implementation until reaching the paradigmatic model. This method of methodology usually follows two effective sources of nutrition for implementation, the first of which is the newness of the phenomenon under study in terms of the lack of a theoretical framework that has not been presented before for a better understanding of it, and the second is the level of its impact in terms of the functions of hidden realities that are evaluated with a set of other indicators due to the lack of sufficient knowledge of a phenomenon. Therefore, since the mania effect is known as an abnormal phenomenon in financial markets for which specific examples have not been defined in the past and it has been sufficient to simply provide a definition of it, an attempt will be made to provide a coherent model in this regard through phenomenology. Therefore, in methodological categories, this study should be considered exploratory in terms of purpose, developmental in terms of result, and qualitative in terms of data collection. Because the phenomenological tool is a combination of interviews with scoring checklists that, after open coding of the interviews conducted, determine the themes and categories that can be placed in the final paradigmatic model.

3. Research Findings

In this study, which used the steps of implementing phenomenology due to the lack of sufficient knowledge of the central phenomenon, an attempt was made to explore the contexts that could encompass the structure of the abnormal event of the manic phase in the stock exchange through two interview tools and researcher-made scoring checklists. For this reason, this study, in addition to identifying the causes and contexts of the emergence of this abnormal and often hidden event in the Tehran Stock Exchange, also determined the functions that could be effective in facilitating the spread of this phenomenon in the price gap of stocks in the form of intervening conditions so that, by combining with the operational strategies of companies in intensifying this abnormal event, the consequences that arise behind the emergence of this phenomenon can be identified. By integrating these criteria, a paradigmatic model of the abnormal event of the manic phase in the Tehran Stock Exchange was finally presented.

4. Conclusion

The purpose of this research is phenomenology of the abnormal occurrence of manic phase in the Tehran Stock Exchange. The process of conducting this study began with conducting "19" interviews with selected life-experienced actors, and after coding at the end of each interview, the number of game codes that could indicate the contexts of the abnormal occurrence of the manic phase in the Tehran Stock Exchange was determined. Then, by conceptually integrating the identified open codes and making each of them synonymous in a specific propositional theme, the study proceeded to integrate the aspects that shape the abnormal occurrence of the manic phase in the Tehran Stock Exchange. From now on, by determining the number of "65" propositional themes, the researcher-made, scaled, and scored checklists were distributed among the panel members so that after discussing and combining the propositional themes, the paradigmatic categories of the phenomenon under study could be addressed. Therefore, "13" categories out of "65" propositional themes were considered to constitute the implementation of the paradigmatic model.

Funding

There is no funding support.

Authors' Contribution

Authors contributed equally to the conceptualization and writing of the article. All of the authors approved the content of the manuscript and agreed on all aspects of the work

Conflict of Interest

Authors declared no conflict of interest.

Acknowledgments

We are grateful to all the persons for scientific support.

پدیدارشناسی رُخداد ناهنجار فاز شیدایی در بورس اوراق بهادار تهران

مجتبی جعفری مایانی ^۱  محمد رضا عبدلی ^۲  * مریم شهری ^۳  حسن ولیان ^۴ 

۱. گروه حسابداری، واحد شاهرود، دانشگاه آزاد اسلامی، شاهرود، ایران Email: Mojtaba.jafarimayani@iau.ac.ir

۲. گروه حسابداری، واحد شاهرود، دانشگاه آزاد اسلامی، شاهرود، ایران Email: mr.abdoli@iau.ac.ir

۳. گروه حسابداری، واحد شاهرود، دانشگاه آزاد اسلامی، شاهرود، ایران Email: maryam.shahri@iau.ac.ir

۴. گروه حسابداری، واحد شاهرود، دانشگاه آزاد اسلامی، شاهرود، ایران Email: Hasan.valiyan@yahoo.com

چکیده

پدیده شیدایی به عنوان یکی از رُخدادهای ناهنجار بازار مالی، به دوره‌های متناوبی اشاره دارد که با افزایش هیجان و خوش‌بینی‌های افراطی، سرمایه‌گذاران را در کسب بازده‌های انتظاری بالاتر تحریک می‌نماید تا از شکاف ایجاد شده در ارزش مقطعی با ارزش ذاتی قیمت سهام به دلیل وقوع چنین پدیده‌ای، نهایت استفاده را ببرند، فارغ از اینکه بازار تحت تأثیر چنین فعل و انفعالاتی ممکن است با چه مشکلاتی مواجه گردد. لذا بدلیل عدم شناخت کافی از این مفهوم، مطالعه حاضر از طریق رویکرد پدیدارشناسی به دنبال ارائه الگوی پارادایمی رُخداد ناهنجار فاز شیدایی در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. رویکرد روش‌شناسی که می‌تواند از طریق ماهیت هستی‌شناسانه‌ی ساختاری در بستر مطالعه، جنبه‌های نوظهور این پدیده را مشخص نماید. ابزار مورد استفاده در پیاده‌سازی چنین رویکردی، مصاحبه و چک‌لیست امتیازی محقق ساخت برای رسیدن به ابعاد مدل می‌باشد. یافته‌های مطالعه حاضر با شناسایی «۳۸۵» کد باز از «۱۹» مصاحبه انجام شده، حکایت از شناسایی «۶۵» مضمون گزاره‌ای در قالب یک چک‌لیست امتیازبندی محقق ساخت، دارد که با اختصاص امتیازهای کانونی هریک از کنشگران تفکیک شده در پانل‌های مشخص شده ارزیابی، در نهایت منجر به ارائه الگوی پارادایمی با شناسایی «۱۳» مقوله در ۵ بعد شرایط علی، زمینه‌ای، مداخله‌گر، استراتژی‌ها و پیامدها شد. شناخت ناهنجارهایی است که بورس اوراق بهادار را وارد فاز شیدایی می‌نماید.

کلید واژه: ناهنجاری بازار، فاز شیدایی، حباب قیمت سهام

H60

H21

Q38

C61

JEL

طبقه‌بندی

۱- مقدمه

رُخدادهای بازارهای مالی جزء لاینفک چالش‌های محیطی است که در دسته ریسک فاکتورهای برون‌زا قرار می‌گیرد و به عنوان یک عامل ناهنجار، با برهم زدن قابلیت‌های پیش‌بینی‌پذیری بازار، سبب بروندهای رفتاری در تصمیم‌گیری‌های مالی می‌گردد (تورکار و ملادنیک^۱، ۲۰۲۲). به عبارت دیگر این رُخدادهای بازارهای مالی سبب به وجود آمدن ناهنجاری‌هایی می‌گردد که قابلیت پیش‌بینی‌پذیری بازارها را حتی برای بازه‌های زمانی کوتاه‌مدت، با عدم قطعیت مواجه می‌کند (زینودین و محمد^۲، ۲۰۲۱). نکته حائز اهمیت این است که الزاماً تمامی رُخدادهای در زمان ترسیم چشم‌اندازهای بازارهای مالی از قابلیت رصد شدن برخوردار نمی‌باشند و بسته به نوع حکمرانی‌هایی که اتخاذ می‌شود (مثل وقایع بازار سرمایه ایران در سال ۱۳۹۸) از یک سو و چالش‌های بین‌المللی (مثل پاندمی کرونا یا بحران‌های مالی جهانی) از سویی دیگر، معمولاً با تشنج‌هایی همراه است، که حتی به طور مقطعی اتخاذ تصمیم‌های تسکین‌بخش برای کاهش پیامدهای آن از اثربخشی کافی برخوردار نیست. در واقع رُخدادهای دارای عدم قطعیت مثل پاندمی کرونا به عنوان یک محرک برون‌زا در بازار، به یکباره منجر به بروز ناهنجاری می‌شود (ژانگ و همکاران^۳، ۲۰۲۱) و گاهی برحسب تجارب دوره‌ای گذشته است که یک رُخدادهای مهم در بازارهای مالی همچون اثر ژانویه یا پدیده تقویمی^۴، ظهور می‌یابد و ناهنجاری‌های کنترل شده‌تری را در پی دارد (حسن و آل-نجر^۵، ۲۰۲۵). شاید نقل به مضمون‌ترین واژه برای پیش زمینه‌ی وقوع چنین شرایطی در بازارهای مالی را بتوان در دیدگاه‌های بنجامین گراهام^۶ (۱۹۴۹) جستجو نمود که از تمثیل «آقای بازار»^۷ برای آماده بودن بستر بازارهای مالی جهت وقوع رُخدادهای غیرقابل پیش‌بینی استفاده کرد که در راستای خصایل غیرمنطقی و متناقض بازار سهام، به مخاطراتی که ناشی از گروه اندیشی^۸ در بازارهای مالی می‌باشد، اشاره می‌کند. در واقع پدیده آقای بازار، تمثیلی است که تحت تأثیر فاکتورهای محرک غیرقابل پیش‌بینی می‌تواند، بروز نوسانات و هیجانات غیرمنطقی بازار سهام را به وجود بیاورد (شاتونس^۹، ۲۰۱۴). لذا استفاده از استعاره‌ی آقای بازار، رفتارهایی در سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد که در دو سر طیف اختلال دو قطبی یعنی افسردگی و شیدایی^{۱۰} به وقوع می‌پیوندد که در زمره بروندهای پنهان و دارای عدم قطعیتی است که ناهنجاری‌های گسترده در این بازارها را در پی خواهد داشت (کوآی و همکاران^{۱۱}، ۲۰۱۶).

یکی از رُخدادهای مهم و نوظهور بازارهای مالی، رُخدادهای سرخوشی^{۱۲} یا اصطلاحاً فاز شیدایی بازارها^{۱۳} می‌باشد. این رُخدادهای اصطلاحی در خصوص بازارهای ناهنجار در نظر گرفته می‌شود، در یک تعریف نسبتاً قابل ادراک‌تر به شرایطی اشاره دارد که سرمایه‌گذاران اقدام به خرید بیش از اندازه سهام و تشکیل پرتفوی‌های گسترده می‌نمایند. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران غالباً با افق‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت یا اصطلاحاً «سفته‌باز» با بروز رفتارهای غیرمنطقی و تحت تأثیر هیجانات مقطعی، به تغییر استراتژی‌های سرمایه‌گذاری از بازار پولی به بازار مالی اقدام می‌کنند که تحت تأثیر چنین رُخدادی، به تدریج حباب‌های قیمتی شروع به شکل‌گیری می‌نمایند (گائو و همکاران^{۱۴}، ۲۰۲۲). در این رُخدادهای غالباً سرمایه‌گذاران بدون در نظر گرفتن تحلیل‌های فاندamental^۱ و ارزش واقعی

¹ Torkar & Mladenec

² Zainudin & Mohamad

³ Zhang et al

⁴ Calendar Effect

⁵ Hasan & Al-Najjar

⁶ Graham

⁷ Mr. Market

⁸ Groupthink

⁹ Schotanus

¹⁰ Depression and Euphoria

¹¹ Quay et al

¹² Frenzy

¹³ Euphoria Markets

¹⁴ Guo et al

سهام، اقدام به خرید بیش از حد و تشکیل پرتفوی‌هایی می‌نمایند که الزاماً در آن، از قابلیت کنترل ریسک و بازده خبری نیست و همزمانی آن با چالش‌های اقتصادی بازار سرمایه همچون عدم گردش نقدینگی، وقوع حباب قیمت‌ها و رکود تورمی را در پی خواهد داشت (کئوز و همکاران^۲، ۲۰۲۱). نکته حائز اهمیت در بروز چنین ناهنجاری‌هایی، شدت فعالیت‌های خرید و فروش ناشی از سفته‌بازی در بازارهای مالی می‌باشد که غالباً به دلیل پدیدار شدن رفتارهای غیرمنطقی در سرمایه‌گذاری، اگرچه افزایش حجم معاملات را به همراه دارد، اما به سرعت بازار را در آینده‌ای نزدیک با چالش مواجه می‌کند و بازارهای مالی را به سمت ناپایداری هدایت می‌نماید (رائو-نیکلسون و آیتون^۳، ۲۰۱۸). به عبارت دیگر، در طول دوره‌های شیدایی بازار، این باور که ارزش سهام به یکباره تا بی‌نهایت بالا می‌رود همواره صادق است، چراکه سرمایه‌گذاران به دلیل جذابیت‌های کاذب ایجاد شده، با تغییر مبنایی مسیر سرمایه‌گذاری‌شان از بازارهای پولی به بازارهای مالی، سبب تزریق سرمایه فراوانی به بازار مالی می‌گردند که این رفتارها به دلیل ایجاد پدیده جاماندگی در علوم اقتصادی-اجتماعی قابل توجیه می‌باشد (لاهاو و همکاران^۴، ۲۰۱۶). به این دلیل که گستردگی پدیده احساس کسب بازده‌های بالاتر در زمانی کوتاه، به ایجاد جنبشی برای سرمایه‌گذاری در این بازار منجر می‌گردد، غافل از اینکه به وجود آمدن چنین شرایطی باعث برهم خوردن توازن بازار خواهد شد و بازار برحسب نظام آزاد اقتصادی و چرخه تجاری، به سرعت نسبت به آن واکنش منفی نشان می‌دهد، چراکه شکاف انتظارات بازده سهام قابل دستیابی با بازده واقعی سهام به شکل فزاینده‌تری شروع به عمق بخشی می‌کند و در نتیجه در بلندمدت می‌تواند زیان‌های گسترده‌ای را به سرمایه‌گذاران تحمیل کند (وو و همکاران^۵، ۲۰۲۰).

سر جان تمپلتون^۶ سرمایه‌گذار فقید آمریکایی براساس الگوی چرخه‌ی معرفی شده‌ی خود بنام «تمپلتون»، معتقد است که شیدایی بازار اغلب در پایان یک چرخه تجاری رخ می‌دهد. موقعیتی که برحسب فرضیه نقطه اشباع^۷ در تئوری‌های کلاسیک اقتصادی، سبب نزولی شدن بازارهای صعودی مقطعی می‌گردد و بازار را به فاز شیدایی وارد می‌کند. چراکه در پایان یک بازار نزولی، تمایل سرمایه‌گذاران به مشارکت در بازار کاهش می‌یابد، که خود نشانه‌ای از بدبینی‌هایی است که به دلیل بروز رفتارهای هیجان‌انگیز در بازار به وقوع پیوسته است. در این شرایط با شروع روند فزاینده‌ی ارزش سهام و هجوم یکباره سرمایه‌گذاران، بازار دچار شکی مبتنی بر فاکتورهای روانشناختی بازار می‌شود و با کاهش تب هیجانات سرمایه‌گذاری، خوش‌بینی‌های مقطعی ایجاد شده، جای خود را به بدبینی‌های بازار و به وقوع پیوستن رفتارهای توده‌وار می‌دهد. در واقع خوش‌بینی‌های مقطعی باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران انتظارات خود را افزایش دهند و همزمان، ترس از دست دادن سودهایی که ممکن است در آینده ایجاد شود نیز گسترش می‌یابد. در این مرحله که آخرین مرحله از چرخه تمپلتون^۸ می‌باشد، سرمایه‌گذاران احتیاط را کنار می‌گذارند و تنها به دنبال سرمایه‌گذاری‌های داغ و سودده می‌گردند. در این مرحله که همان وقوع فاز شیدایی بازار است، سرمایه‌گذاران با این تصور که رشد بازار متوقف نمی‌شود، اصول فاندمنتال سرمایه‌گذاری را نادیده گرفته و تنها بر مبنای احساسات، سرمایه‌گذاری می‌کنند و همین موضوع است احتمال سقوط بازار را در آینده‌ای نزدیک رقم خواهد زد (آرویس و همکاران^۹، ۲۰۱۲). اما مسئله‌ای که قابل استنباط می‌باشد، این است که شواهد قابل پیش‌بینی از وقوع رُخداد شیدایی بازار وجود ندارد که اولاً به دلیل فقدان شناخت نظری کافی علت، زمینه، مداخلات، استراتژی

¹ Fundamental Analysis

² Kose et al

³ Rao-Nicholson and Ayton

⁴ Lahav et al

⁵ Woo et al

⁶ Sir John Marks Templeton

⁷ Saturation Point

⁸ Templeton Cycle

⁹ Arvis et al

و پیامدهایی باشد که الزاماً مطالعه‌های گذشته به شکل یک پارادایم مالی به آن ورود نکرده‌اند و ثانیاً ریل‌گذاری‌های منسجمی در خصوص این پدیده در سیاست‌گذاری‌های بازار سرمایه برای کنترل نسبی این پدیده مشاهده نمی‌شود. لذا این مطالعه با تمرکز بر شکاف نظری ارائه شده در بخش اول، تلاش دارد تا براساس فرآیند پدیدارشناسی پارادایمی، بازار مالی ایران را از زمان وقوع این پدیده تا پسایندهایی را که تجربه می‌کند، مورد کنکاش قرار دهد و به ارائه‌ی یک الگوی بومی شده در این حوزه کمک نماید. در واقع ماحصل انجام این مطالعه پوشش دهنده شکاف دوم اشاره شده در بالا تلقی می‌گردد، چراکه یافته‌های نظری در قالب الگوی پارادایمی، سطح شناخت سیاست‌گذاری‌های آینده بازارهای مالی را افزایش می‌دهد و تاحدی می‌تواند در اتخاذ تدابیری منسجم‌تر در کنترل پیامدهای منفی این رخداد، مؤثر باشد. لذا براساس توالی شیوه استقرائی در رویکرد پدیدارشناسی، این مطالعه از طریق دو فرآیند آبرازی مصاحبه و چک‌لیست‌های امتیازی محقق‌ساخت سلسله‌مراتبی، به دنبال آن است تا با تفکیک کدهای باز به مضامین گزاره‌ای، از طریق تشکیل پانل‌های کانونی، نسبت به مقوله‌بندی مضامین شناسایی شده در ۵ بُعد «شرایط علی»، «زمینه‌ای»، «مداخله‌گر»، «استراتژی‌ها» و «پیامدها» اقدام نماید تا در نهایت بتواند الگوی پایداری منسجم از رخداد فاز شیدایی بازار در بورس اوراق بهادار تهران ارائه نماید.

براین اساس در ادامه این مطالعه و در بخش دوم، ادبیات نظری باهدف پشتوانه‌سازی و استحکام تئوریک ارائه می‌گردد تا با تدوین سوال‌های پژوهش در انتهای ادبیات نظری، رویکردهای اجرایی مطالعه به لحاظ پیاده‌سازی تحلیلی در بخش سوم ارائه می‌گردد. سپس در راستای این توضیح‌ها، یافته‌های پژوهش طی مراحل مشخصی از اجرای پدیدارشناسی پارادایمی ارائه می‌شود تا در نهایت در بخش آخر مطالعه، علاوه بر تفسیر یافته‌های پژوهش‌ریال بتوان نسبت به بیان پیشنهادها کاربردی مطالعه، اقدام لازم را انجام داد.

۲- مبانی نظری

در دو دهه گذشته غالباً بازارهای نوظهور با مسائل عدیده‌ای همچون بروز هیجانات غیرقابل پیش‌بینی مواجه بوده‌اند که باعث گردیده تا بی‌اعتمادی به بخشی از بدنه تصمیم‌گیری‌های مالی در این بازارها تبدیل گردد (آرین تبار و همکاران، ۱۴۰۳). بی‌اعتمادی که با تحت تأثیر قرار دادن محرک‌های تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری، شرایط بازار را به سمت عدم قطعیت‌های فزاینده سوق داده است (اصغری‌برمائی و همکاران، ۱۴۰۴). یکی از پدیده‌های بروز چنین جو ناهمگونی در بازارهای مالی نوظهور، رخداد «شیدایی» است که اشاره به دوره‌هایی دارد که قیمت دارایی‌ها به طور قابل توجهی از ارزش ذاتی خود فراتر رفته و این افزایش قیمت عمدتاً ناشی از هیجانات، انتظارات خوش‌بینانه و رفتارهای توده‌واری است که سرمایه‌گذاران در پی تشدید نوسانات قیمت در بازار از خود نشان می‌دهند (فریثرا و کیانو^۱، ۲۰۲۵). به عبارت دیگر این رخداد کاهنده در آف‌های سرمایه‌گذاری، غالباً به صورت تصاعدی، قیمت‌ها را دستخوش نوسان می‌کند که اصطلاحاً به آن چرخش اسپایک^۲ گفته می‌شود. چرخشی که همانند یک جریان «U» شکل در نمودار ارزیابی سهام عمل می‌کند و با حرکات ناگهانی و غیرقابل پیش‌بینی به یکباره، سبب فزآیندگی قیمت‌ها و سپس سقوط آن پس از یک بازه زمانی کوتاه و بالعکس می‌گردد. در واقع فاز شیدایی سبب می‌شود تا نوسان ایجاد شده در بازار از دو حالت شکاف به بالا « $U^{\uparrow}$ » یا شکاف پایین « $U^{\downarrow}$ » برخوردار باشد. شرایطی که منجر می‌گردد تا قیمت یک دارایی به‌طور قابل توجهی بالاتر یا کمتر از قیمت بسته‌شدن قبلی آن، همچون یک گوی کوچک در نماد «U» در حرکت باشد و افزایش یا کاهش سریع قیمت سهام را منجر گردد. مکانیزمی که در چرخش اسپایک می‌تواند به الگویی برای ناهنجاری وقایع بازار شناخته شود (آندرین و همکاران^۳، ۲۰۲۵). به علاوه فاز

¹ Ferrara and Ciano

² Spike

³ Andrian et al

شیدایی بازار سرمایه، مکانیزمی برای تغییر بازده‌های واقعی نسبت به بازده‌های مورد انتظاری است که به دلیل ریسک فاکتورهای برون‌زا به دو شکل [غیرقابل پیش‌بینی] و [قابل پیش‌بینی] به وقوع می‌پیوندد و زمینه را برای برهم‌خوردن توازن در تصمیم‌گیری‌های مالی شامل می‌گردد (رُزنبرگ و همکاران^۱، ۲۰۲۴).
شکل (۱) محرک‌های بروز رُخدادهای شیدایی در بازار سرمایه در اثر ریسک فاکتورهای برون‌زا



(منبع: رُزنبرگ و همکاران، ۲۰۲۴)

همانطور که در شکل (۱) مشاهده می‌شود، هریک از این ریسک فاکتورها، از زنجیره متفاوتی در اثرگذاری بر بازار مالی در وقوع رُخدادهای شیدایی برخوردار هستند. به عنوان مثال فاکتورهای برون‌زا غیرقابل پیش‌بینی را می‌بایست به بحران‌های ناشناخته و یکباره‌ای منتسب دانست، که مثلاً در اثر وقوع یک پدیده طبیعی (زلزله، آتش سوزی، سونامی) ایجاد کننده شرایط ناهنجار در یک بازار می‌گردد یا در ازای بحران‌های سیاسی و تقابلی منطقه‌ای بین دو کشور در اثر جنگ زمینه بروز آن به وجود می‌آید (کاسنکین و پیتورز^۲، ۲۰۲۴). در حالیکه فاکتورهای برون‌زا قابل پیش‌بینی را می‌توان در زمره پدیده‌هایی دسته‌بندی نمود که در اثر تجارب قبلی مثل اثر تقویمی، منجر به شرایط ناهنجار در بازار سرمایه می‌گردد. وقایعی مثل دوره‌های عزاداری (محرم) یا دوره‌های مذهبی (ماه رمضان) در ایران که احتمالاً به کاهش قیمت مقطعی سهام منجر می‌گردد و شرایط را برای سفته‌بازی به عنوان یک پدیده محرک در تشدید شیدایی بازار، به وجود می‌آورد (وُ و همکاران^۳، ۲۰۲۰).

از طرف دیگر، تشدید برون‌زا بودن ریسک‌های مؤثر در رُخدادهای شیدایی باعث می‌گردد تا محرک‌های درون‌زا در تصمیم‌گیری‌های بازار نیز در یک چرخه سیستماتیک، تحت تأثیر مجموع علل روانشناختی و ناساختاریافته‌های درونی (عدم بلوغ‌شناختی) تصمیم‌گیرندگان منجر به بروز ناهنجارهای ادراکی همچون رفتارهای توده‌وار یا لنگراندختن در تصمیم‌گیری گردد. مکانیزمی که با ترکیب ریسک فاکتورهای برون‌زا و درون‌زا می‌تواند در قالب شکل (۲) نشان دهنده تشدید رُخدادهای شیدایی در بازار سرمایه گردد (دارمونو و همکاران^۴، ۲۰۲۴).

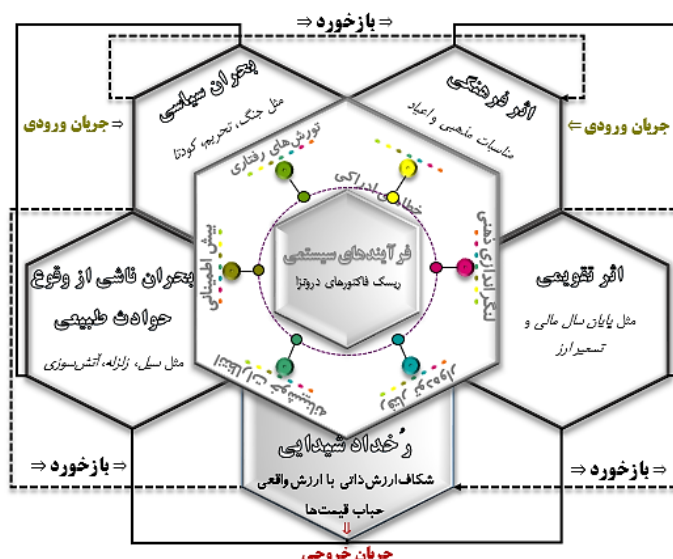
شکل (۲) چرخه ریسک فاکتورهای برون‌زا و درون‌زا مؤثر در رُخدادهای شیدایی بازار مالی

¹ Rosenberg et al

² Coskun, & Pitros

³ Woo et al

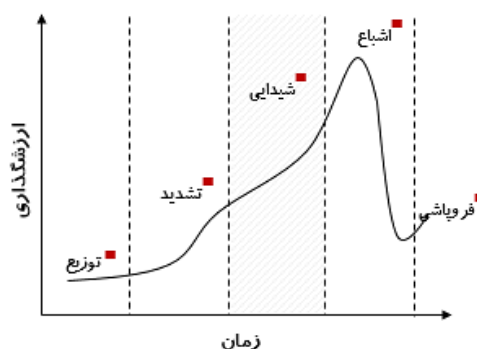
⁴ Darmono et al



(منبع: دارمون و همکاران، ۲۰۲۴)

در واقع ترسیم جریان شکل گیری رُخداد شیدایی در بازار مالی، نشان می‌دهد، تحت تأثیر ریسک فاکتورهای دارای عدم قطعیت بازار مالی مثل علل سیاسی یا حوادث طبیعی، از یک سو و ریسک فاکتورهای دارای پیشینه تکرار در گذشته مثل اثرات فرهنگی و تقویمی به عنوان ورودی‌های چرخه سیستمی، محرک‌های درون زا در کارکردهای تصمیم‌گیری به عنوان فرآیند چرخه سیستمی، باعث می‌گردد تا شیوه‌های تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران عمدتاً همراه با چالش‌های تورش رفتاری، بیش اطمینانی، خطای اداری، لنگراندازی ذهنی، خوش بینی و بروز رفتارهای توده‌وار مواجه باشد که در نتیجه ترکیب توالی‌های کارکردی در رویکردهای تصمیم‌گیری در بازار مالی، احتمال رُخداد ناهنجار شیدایی به شکل فزاینده‌ای منجر به شکاف ارزش ذاتی با ارزش واقعی قیمت سهام گردد و در نتیجه به تقویت حباب قیمت‌ها منجر خواهد شد (دیسی و همکاران^۱، ۲۰۲۵). از طرف دیگر دیوران^۲ (۲۰۲۴) با تمرکز بر مراحل شکل‌گیری حباب قیمت سهام در بازار مالی، شکل (۳) را ارائه می‌دهد.

شکل (۳) مراحل شکل‌گیری حباب قیمت سهام در بازار مالی



(منبع: دیوران، ۲۰۲۴)

همانطور که مشاهده می‌شود، براساس محور عمودی «ارزشگذاری» و محور افقی «زمان»، مراحل شکل‌گیری حباب قیمت سهام، تعیین‌کننده نوع تصمیم‌های سرمایه‌گذاران می‌باشد که به تفکیک، نسبت به توزیع این ناهنجاری‌ها تا زمان ورود بازار به فاز شیدایی اقدام به توضیح مراحل می‌گردد. در مرحله اول ناهنجاری بازار مالی، که

¹ Dieci et al

² Dewan

به یکباره ارزش برخی از سهام به دلایل محرک‌های تأثیرگذار تغییر می‌کند، مرحلهٔ توزیع^۱ در تصمیم‌گیری‌های مالی شکل می‌گیرد. در واقع در این مرحله یک تغییر بنیادی یا یک رویداد خاص (مانند ورود سرمایه خارجی، سیاست‌های حمایتی دولت، یا کشف یک فناوری جدید) باعث شروع روند صعودی قیمت دارایی‌ها (سهام) می‌شود. در این مرحله حباب اولیه به دلیل تغییرات ایجاد شده در قیمت برخی از سهام بر رویکردهای تصمیم‌گیری مالی مبنی بر تمرکز از طریق تشکیل پرتفوی چنین سهامی، به شکل فزاینده در اولویت سرمایه‌گذاران قرار داده می‌شود (پوتریکائس^۲، ۲۰۲۵). سپس با گذشت زمان کوتاهی، تشکیل حباب قیمت سهام وارد مرحلهٔ تشدید^۳ می‌شود، مرحله‌ای که با ورود سرمایه‌گذاران بیشتر به بازار مبنی بر اختصاص منابع برای خرید بیشتر سهام موردنظر، قیمت‌ها به شکل فزاینده‌ای در کوتاه‌مدت افزایش می‌یابد، که این امر ناشی از خوش‌بینی و جذابیت بازده بالا برای برآورده‌سازی انتظارات سرمایه‌گذاران می‌باشد. این مرحله تحت‌الشعاع افزایش گمانه‌زنی‌ها و تبلیغات رسانه‌ای، به تحریک بیشتر سرمایه‌گذاران برای خرید چنین سهامی منتج می‌گردد. به طوریکه با شروع روند صعودی قیمت‌ها، سطح انتظارات خوشبینانهٔ سرمایه‌گذاران با شیبی فزاینده‌تر برای کسب ارزش‌های مورد انتظارتر افزایش می‌یابد (کرتوتی و لومباردینی^۴، ۲۰۲۲). پس از این مرحله است که بازار، وارد فاز شیدایی به عنوان گام سوم تشکیل حباب قیمتی سهام می‌شود. مرحله‌ای که سرخوشی‌های ایجاد شده، روند رو به صعود قیمت دارایی‌ها را تقویت می‌کند و اصطلاحاً جنون سفته‌بازی بر بازار، حاکم می‌گردد. لذا سرمایه‌گذاران با کنار گذاشتن سطح احتیاط در خرید سهام به قیمت تورمی، تلاش می‌کنند از جو ایجاد شده در بازار عقب نمانند. با اینکه این باور در آنان وجود دارد که برای خرید سهام مورد نظر، قیمت بالاتری را پرداخت می‌کنند. این مرحله بر پایهٔ انتظارات ایجاد شده و تحریک شور و شوق غیرمنطقی، سیر صعودی ارزشگذاری سهام در کوتاه‌مدت را فزاینده‌تر می‌نمایند. در این مرحله احتمال بروز رفتارهای توده‌وار با انحراف معیار معکوس نسبت به زمانی که بازار در تب و تاب زیان است، بسیار بالا است و اغلب به دلیل بیش‌اعتمادی که در بازار ایجاد شده است، سرمایه‌گذاری بر روی سهامی که از ریسک بالایی برخوردار است، به شکل قابل توجهی افزایش می‌یابد. لازم به ذکر است که شاخصهٔ فاز شیدایی در این مرحله، شکاف ارزش ذاتی با ارزش مقطعی قیمت سهام می‌باشد که باعث می‌گردد تا خیل عظیمی از سرمایه‌گذاران در تشکیل پرتفوی‌های خود به آن توجه نمایند (گائو و همکاران^۵، ۲۰۲۲). در مرحله چهارم، حباب قیمت سهام وارد فاز اشباع^۶ می‌شود. مرحله‌ای که با اوج گرفتن قیمت سهام به دلیل تورم انتظاری ایجاد شده، باعث می‌گردد تا نوسانات مقطعی به وجود بیایند، اما کماکان سرمایه‌گذاران سرخوش از پذیرش آن سر باز می‌زنند. مسئله‌ای که باتدوام ناپایداری قیمت‌ها، سرمایه‌گذاران را مجاب به فروش سهام با سطح انتظارت بازده بالاتر می‌کند. شرایطی که به دلیل عرضهٔ بیش از حد از تقاضا، باعث سرعت افت قیمت و در نتیجه ورود به مرحله سقوط حباب قیمت سهام می‌گردد. در آخرین مرحله نیز با تشدید شرایط بازار مالی، حباب قیمت سهام وارد مرحلهٔ سقوط^۷ و فروپاشی می‌گردد و اصطلاحاً رکود تورمی بر بازار حکم فرما می‌شود (دیوران، ۲۰۲۴). رویکردی که بدلیل سرعت ریسک فاکتورهای قابل پیش‌بینی در بازار، زمینهٔ بروز محرک‌های رفتاری سرمایه‌گذاران را تشدید می‌کند که شروع رفتارهای توده‌وار نسبت به زیان احتمالی، بسیار بالاست. شرایطی که سرمایه‌گذاران حتی به قیمت‌های بسیار نازل‌تر در تلاش برای فروش سهام تورمی خریداری شده‌ای هستند که نتوانسته در کوتاه‌مدت انتظارات بازدهی سرمایه‌گذاری آنان را پوشش دهد (آگراوال و همکاران^۸،

¹ Displacement

² Potrykus

³ Boom

⁴ Cerruti and Lombardini

⁵ Guo et al

⁶ Peak

⁷ Collapse

⁸ Agarwal et al

۲۰۲۵). در این شرایط قیمت سهام با فاصله گرفتن از ارزش‌های فزاینده مقطعی، به سمت ارزش ذاتی و حتی کمتر از ارزش تعیین شده حرکت می‌کند و عملاً بازار در گیرودار نبود سرمایه‌گذاران مشتاق، با ریسک‌های فزاینده‌تری مثل بحران‌های مالی مواجه می‌شود. در ایران در این راستا اسدی و همکاران (۱۳۹۷) یک مدل از تعادل عمومی پویای تصادفی^۱ (DSGE) از طریق رویکرد چرخه تجاری واقعی^۲ (RBC) باهدف شناسایی عوامل شکل‌گیری حباب قیمت بورس اوراق بهادار در دو سناریو ساختند. در سناریوی نخست، پس از بررسی مدل پایه با شوک احساسی، حباب قیمت سهام به طور درون‌زا در یک مکانیسم بازخورد مثبت ظاهر می‌شود که توسط خوش‌بینی مردم پشتیبانی می‌گردد. در سناریوی دوم تنها شوک احساسات در مدل وجود ندارد و با توجه به نتایج حاصل از برآورد مدل درست نمایی نهایی براساس تقریب لاپلاس^۳، مدل پایه بیشتر با ساختار اقتصادی ایران و داده‌های واقعی سازگار می‌شود، در نتیجه شوک احساسات نقش مهمی در ایجاد نوسان قیمت سهام و متغیرهای کلان اقتصادی دارد. از سوی دیگر، سهیلی و همکاران (۱۳۹۸) در مقاله خود تأثیرگذاری شوک‌های سیاست پولی و مالی بر حباب قیمت سهام در اقتصاد ایران را در چارچوب الگوی تعادل عمومی پویای تصادفی بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهد که شوک سیاست پولی تمایل به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار را افزایش می‌دهد و در نتیجه نسبت کیوتوبین افزایش و حباب در قیمت سهام تشدید می‌شود. در پاسخ به شوک سیاست مالی از طریق افزایش مخارج دولت تمایل سرمایه‌گذاران نسبت به سرمایه‌گذاری در بازارهای دارای نظیر بورس اوراق بهادار کاهش می‌یابد و در نتیجه قیمت سهام نیز رو به افول حرکت می‌کند. به علاوه رحمانیان و همکاران (۱۳۹۸) نسبت به بررسی «تأثیر شوک‌های احساسی نسبت به نوسانات مصرف، سرمایه‌گذاری و تولید بر حباب قیمت سهام» اقدام نمودند و یافته‌های پژوهش این محققان نشان داد، که آثار شوک‌های احساسی بر روی حباب قیمت سهام در چهل دوره مورد مطالعه تداوم دارد و از بین نمی‌رود. بنابراین شوک‌های احساسی بخش قابل توجهی از حباب قیمت سهام را در ایران را می‌تواند توضیح دهد. با بیان ادبیات نظری ارائه شده در خصوص شناخت منسجم‌تر از پدیده فاز شیدایی در بازار مالی و ارائه الگویی مبتنی بر انسجام‌بخشی مفهومی به آن در سیاست‌گذاری‌های آینده مبنی بر ارتقاء کیفیت تصمیم‌گیری‌های مالی سرمایه‌گذاران، می‌توان سوال‌های پژوهش را به ترتیب زیر ارائه نمود.

□ سوال اول پژوهش: مضامین گزاره‌ای مؤثر در پدیدارشدن رُخداد ناهنجار فاز شیدایی در بورس اوراق بهادار تهران کدامند؟

□ سوال پژوهش: مقوله‌های پارادایمی برآمده از مضامین گزاره‌ای مؤثر در پدیدارشدن رُخداد ناهنجار فاز شیدایی در بورس اوراق بهادار تهران کدامند؟

در واقع براساس ماهیت پیاده‌سازی پدیدارشناسی مبتنی بر رویکرد پارادایمی، با استطاعت از مصاحبه با کنشگران تجربی، نسبت به تعیین کدهای باز که نشان دهنده مبانی شکل‌گیری رُخداد شیدایی در بازار مالی می‌باشد، اقدام خواهد شد. سپس با دسته‌بندی و یکپارچه‌سازی کدهای باز هم‌معنا از یک سو و حذف زوائد تکرار مشابهت کدهای باز شناسایی شده در قرارگیری در یک معیار مشخص از سوی دیگر، نسبت به شناسایی مضامین گزاره‌ای اقدام می‌شود. سپس با دسته‌بندی مضامین گزاره‌ای و تعیین تعداد مشخص برای قرار گرفتن در مقوله‌ها، نسبت به ایجاد یک چک‌لیست محقق ساخت امتیازی سلسله‌مراتبی اقدام می‌شود تا امکان ارائه الگوی پارادایمی به عنوان هدف غایی این مطالعه مبنی بر بازآرایی چگونگی رُخداد فاز شیدایی بازار در بورس اوراق بهادار تهران، مهیا گردد.

¹ Dynamic Stochastic General Equilibrium

² Real Business Cycle

³ Laplace Transform

۳- روش پژوهش

در مطالعه حاضر که در پی شناخت ناهنجاری برآمده از پدیده شیدایی بازار در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد، از مبانی روش پدیدارشناسی بهره برده می‌شود. فرآیندی که با طی گام‌های اجرایی این روش تحلیل که به صورت کیفی است، در نهایت مدل پارادایمی ارائه می‌شود که اگرچه مشابه با الگوی اشتراوس و کوربین^۱ (۱۹۹۸) می‌باشد، اما توالی فرآیندهای پیاده‌سازی آن به لحاظ اجرایی تا رسیدن به مدل پارادایمی متفاوت است. این شیوه از روش‌شناسی معمولاً دو منبع تغذیه مؤثر برای پیاده‌سازی را دنبال می‌کند که اولی نوظهور بودن پدیده مورد بررسی به لحاظ فقدان چارچوب نظری است که تا قبل الگویی برای ادراک بهتر از آن ارائه نشده است و دومی سطح تأثیرگذاری آن به لحاظ کارکردهای واقعیت‌های پنهانی است که به دلیل عدم شناخت کافی از یک پدیده با یک مجموعه شاخص‌های دیگر مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. لذا از آنجاییکه اثر شیدایی به عنوان یک رخداد ناهنجار در بازارهای مالی شناخته می‌شود که مصادیق مشخصی برای آن در گذشته تعریف نشده است و صرفاً به ارائه یک تعریف از آن بسنده گردیده، تلاش خواهد شد تا از طریق طی پدیدارشناسی به ارائه الگوی منسجمی در این رابطه دست یافته شود. لذا در دسته‌بندی‌های روش‌شناسی این مطالعه را به لحاظ هدف بایستی اکتشافی، به لحاظ نتیجه بایستی توسعه‌ای و به لحاظ جمع‌آوری داده بایستی کیفی تلقی نمود. چراکه ابزار پدیدارشناسی، ترکیب مصاحبه با چک‌لیست‌های امتیازی است که از پس کدگذاری باز مصاحبه‌های انجام شده، تعیین کننده مضامین و مقوله‌های قابل قرار گیری در الگوی نهایی پارادایمی می‌باشد. لذا به صورت استقرائی این مطالعه می‌تواند در قالب شکل (۴) مبنای روش‌شناسی توضیح داده شده را برای ادراک بهتر از پیاده‌سازی ارائه دهد.

شکل (۴) رویکردهای مبنایی روش‌شناسی



(منبع: فرآیند پژوهش)

با ارائه خلاصه‌ای از ماهیت اجرایی مطالعه، در بخش بعدی به طور جزئی‌تر نسبت به روش‌های اجرای مطالعه برای رسیدن به هدف نهایی توضیح‌های کافی ارائه می‌شود.

مشارکت‌کنندگان پژوهش

فلسفه وجودی اجرای پدیدارشناسی، مبتنی بر بایستگی‌های مشارکت، از طریق تجارب گذشته افرادی معنا می‌یابد که از همزیستی تفسیری بالاتری به لحاظ شناختی از پدیده مورد بررسی، برخوردار هستند (میر و دهدشتی‌شاهرخ، ۱۴۰۱). به همین دلیل غالباً از واژگان «تجربه‌گرایان»^۲؛ «نقش‌آفرینان»^۳ و به طور ملموس‌تر از «کنشگران زیسته»^۴ (سوسن، ۲۰۲۱) در این نوع از تحلیل برای توصیف مشارکت‌کنندگان بهره برده می‌شود. چراکه هدف بسط سطحی از تفکر بین‌الذهانی براساس ابزارهای مصاحبه و چک‌لیست‌های مقیاس‌بندی شده امتیازی

¹ Strauss & Corbin

² Empiricists

³ Actors

⁴ Live activists

⁵ Susen

می‌باشد. لذا براساس این رویکرد، برای جمع‌آوری داده‌های ناشی از مصاحبه و چک‌لیست‌های مقیاس‌بندی امتیازی، افرادی به عنوان «کنشگران زیسته» بایستی انتخاب شوند، که به لحاظ سوابق قبلی فعالیت در حوزه‌های تحلیلی بورس اوراق بهادار تهران، از ظرفیت‌های بالاتری به لحاظ شناختی برخوردار بوده‌اند. به همین دلیل این مطالعه به سراغ کارشناسان فنی بازار سرمایه و اعضای کمیته راهبری پژوهش و هسته‌های اندیشه‌ورزی در سازمان بورس اوراق بهادار برای ارزیابی ناهنجاری‌های اثر شیدایی در بازار مالی، رفته است. در واقع این خبرگان به واسطه تدوین سیاست‌های نظری و کاربردی در حوزه‌های بورس اوراق بهادار تهران، از شناخت بهتری در رابطه با پدیده مورد بررسی برخوردار بوده‌اند. چراکه با ارجاع به منشور نقش‌های تعریف شده این خبرگان در ساختار (چارت وظیفه‌ای) سازمان بورس اوراق بهادار، می‌توان دریافت که وظیفه اصلی آنان، ارزیابی پدیده‌های احتمالی است که می‌تواند سیاست‌گذاری‌های آتی بازار سرمایه برای حفظ توازن منابع و جلوگیری از هیجانات در تصمیم‌گیرندگان مالی، را تعیین نمایند. لذا با تعیین «۱۹» نفر از خبرگان مذکور به عنوان کنشگران دارای تجربه زیسته و تأیید سطح کفایت خبرگی براساس سطح دانش و سوابق اجرایی حضور در کمیته‌های فنی بورس اوراق بهادار، این افراد در سه مرحله مصاحبه برای شناسایی کدهای باز (مرحله اول)؛ امتیازدهی به مضامین گزاره‌ای در قالب چک‌لیست‌های مقیاس‌بندی شده‌ی محقق ساخت در شاکله گروه کانونی (مرحله سوم) و تفکیک مقوله‌ها برای قرار گرفتن در الگوی نهایی پارادایمی (مرحله چهارم) مشارکت فعال خواهند داشت. نکته حائز اهمیت این است که برای حفظ هم‌افزایی بالاتر در جریان مصاحبه‌ها، سوالات به صورت باز و اصطلاحاً «پینک‌پنگی» مطرح می‌شد تا ضمن کنترل جریان مصاحبه، با عمق‌بخشی بیشتر برای رسیدن به کدهای باز، اثربخشی مشارکت فعال کنشگران دارای تجربه زیسته حفظ گردد.

روش و ابزارهای جمع‌آوری داده‌ها

باتوجه به رویکرد پژوهشی مطالعه به لحاظ پیاده‌سازی پدیدارشناسی، در این بخش نسبت به ارائه توالی‌های تحلیلی تا رسیدن به الگوی نهایی پژوهش اقدام می‌شود.

□ مرحله اول: جمع‌آوری داده‌ها از طریق مصاحبه

همانطور که در روش‌شناسی بیان شد، اولین ابزار در طی پدیدارشناسی یک پدیده به لحاظ نوظهور بودن و کاربردی بودن، مصاحبه با گروهی از تجربه‌گرایانی است که از ظرفیت‌های بالایی در شناخت از مبانی نظری در رابطه با بستر شکل‌گیری آن پدیده نیز برخوردار هستند. لذا با توصیف ویژگی‌های مشارکت‌کنندگان در این بخش، نسبت به انجام مصاحبه در راستای دسته‌بندی‌های نظری صورت گرفته از مبانی گذشته در این رابطه، اقدام لازم صورت می‌گیرد. لذا با طرح سوالات باز، در مصاحبه با مشارکت‌کنندگان مطالعه، تلاش خواهد شد تا زوایایی پنهانی از پدیده مورد بررسی شناسایی گردد که تا قبل هیچ مصداق مشخصی برای آن ارائه نشده است. لذا در جریان مصاحبه تلاش خواهد شد تا جهت رسیدن به نقطه اشباع برای اعلام اتمام مصاحبه، پس از هر مصاحبه نسبت به انجام کدگذاری باز اقدام می‌شود تا با رعایت سطح توازن کدهای باز در تعیین مضامین گزاره‌ای بتوان، نقطه اشباع نظری را مشخص نمود. نقطه‌ای که پس از آن کدهای باز غالباً تکرار کدهای شناسایی شده قبلی است و سطح بدیع بودن کدهای اولیه شناسایی شده را ندارد. لذا با استطاعت از مبانی نظری دسته‌بندی شده در جریان شناخت بهتر از پدیده شیدایی برای طرح سوالات باز، مصاحبه‌ها باهدف چگونگی پدیدارشدن، نحوه تأثیرگذاری آن و پیامدهای احتمالی که می‌تواند داشته باشد، مورد رفت و برگشت قرار گرفت. در واقع سوالات باهدف سینرژی ناشی از ارائه کدهای بیشتر به صورت کلی مطرح و از نقطه پایان یک سوال و بیانات ارائه شده، سوال‌های بعدی در جریان یک مصاحبه پرسیده می‌شد. سپس بلافاصله نسبت به کدگذاری محتوای جریان جلسه مصاحبه اقدام می‌شد، چراکه حضور ذهن فعال مصاحبه‌کننده، به گستردگی تعداد کدهای باز شناسایی شده کمک می‌نمود. این فرآیند تا رسیدن به تعداد کدهای باز بیشتر برای اعلام اشباع نظری به طور مستمر در جریان مصاحبه‌ها رعایت می‌گردید.^{Phe}

□ مرحله دوم: مضمون‌یابی از طریق تفکیک کدهای باز

مرحله دوم از این فرآیند تحلیلی (پدیدارشناسی) تعیین مضامین گزاره‌ای از مجموع کدهای باز برآمده از مصاحبه‌ها می‌باشد. به طوریکه با دسته‌بندی کدهای باز شناسایی شده، ابتدا نسبت به تعیین تکرار معیارهای شناسایی شده و سپس نسبت به یکپارچه کردن مفاهیم هم معنا در مسیر مضمون‌یابی اقدام می‌شود. سپس براساس حذف زوائد و تعیین نسبت مشخص از قرار گرفتن کدهای باز در یک مضمون گزاره‌ای، نسبت به یکدست کردن مفاهیم مصاحبه‌ها اقدام می‌شود. به عبارت دیگر، پس تعیین کدهای باز ناشی از مصاحبه‌های انجام شده با کنشگران دارای تجربه‌زیسته، به منظور دسته‌بندی گزاره‌ها ایجاد شده مبنی بر تبیین آن به عنوان مقوله‌های قابل توصیف، اقدام به یکدست نمودن هریک از کدهای باز ایجاد شده، می‌شود. برای این کار کافی است تا با قراردادن کدهای باز مشابه به لحاظ مفهومی در یک دسته از شبکه مضامین، تلاش شود تا طیفی از پرتکرارترین کدهای باز ناشی از مصاحبه را تحت یک مفهوم یا معیار زمینه‌ای مشخص به صورت گزاره‌های تشکیل دهنده سازه یک پدیده، مشخص نمود. به عنوان مثال ممکن است یک مفهوم در بازه‌های مختلف انجام مصاحبه با کنشگران دارای تجربه‌زیسته، به انحاء مختلف تکرار شده باشد که بایستی با حذف تکرار کدهای باز، صرفاً یک مفهوم مشخص تحت مضمون گزاره‌ای را ایجاد نمود.

□ مرحله سوم: مقوله‌یابی بر مبنای چک‌لیست‌های مقیاس‌بندی شده محقق ساخت

در این مرحله و با تعیین تعداد مضامین گزاره‌ای از کدهای باز، می‌بایست نسبت به ساخت یک چک‌لیست مقیاس‌بندی شده محقق ساخت که به صورت ابتکاری می‌باشد، اقدام نمود. برای اینکار با الگوی برداری از شاخص تحلیل کیو در ساخت چک‌لیست‌های تحلیل در روش‌های مقوله‌یابی، به تعداد مضامین گزاره‌ای شناسایی شده، می‌بایست مقیاسی با نمرات «مثبت [+]»، «خنثی [0]» و «منفی [-]» ایجاد نمود، به طوری که هر یک از مشارکت‌کنندگان بتوانند با قراردادن هر مضمون گزاره‌ای در یکی از خانه‌های جدول امتیازی چک‌لیست تحلیل، مشخص نمایند، چه مضامینی با قرار گرفتن در مقیاس نمرات مثبت، تشکیل دهنده یک مقوله مشخص از پدیده مورد نظر می‌باشد. معمولاً تعداد امتیازها در بازه تعیین «+۳»؛ «+۰»؛ «-۳» تا بازه‌های بالاتر همچون «+۱۰»؛ «-۱۰» نیز تعیین می‌شوند (راجرز^۱، ۲۰۱۱) که به دلیل نامشخص بودن تعداد مضامین گزاره‌ای، جدول امتیازی مشخصی برای ارزیابی واحد در تمام پژوهش‌ها به یک نسبت مشخص وجود ندارد و هر مطالعه بایستی باتوجه به مضامین گزاره‌ای که در مرحله دوم تعیین نموده است، این چک‌لیست‌ها را تدوین نماید تا بتواند نسبت به مقوله‌یابی مضامین اقدام لازم را انجام دهد. لذا پس از مضمون‌یابی کدهای باز، در مرحله اجرای تحلیل، نسبت به ارائه چک‌لیست مقیاس‌بندی امتیازی محقق ساخت اقدام لازم صورت می‌گیرد تا بتوان براساس امتیازهای کنشگران دارای تجربه زیسته، نسبت به تعیین مقوله‌های پارادایمی اقدام کرد.

□ مرحله چهارم: ارائه الگوی پارادایمی

در این مرحله و با تعیین بارعاملی چرخش یافته از طریق ماتریس متعامد^۲ که تعیین کننده تعداد مقوله‌های قابل قرارگیری در مدل پارادایمی است، نسبت انجام این مرحله از تحلیل اقدام خواهد شد. در واقع این الگو که برگرفته از مدل پارادایمی رویکرد اشتراوس و کوربین (۱۹۹۸) می‌باشد، شامل ۵ بُعد «شرایط علی»؛ «شرایط زمینه‌ای»؛ «شرایط مداخله‌گر»؛ «استراتژی‌ها» و «پیامدها» است که تعیین کننده مقوله‌های پدیده شیدایی باز در بورس اوراق بهادار تهران تلقی می‌شود. به عبارت دیگر، این الگو که منطبق بر ساختار رویکرد تحلیلی گردند تئوری

¹ Rogers

² Orthogonal Matrix

براساس رویکرد اشتراوس و کوربین (۱۹۹۸) است، تلاش دارد تا براساس تفکیک هریک از مضامین گزاره‌ای در یک مقوله مشخص، اقدام به ارائه مدلی که بتواند بازتابی از ناهنجاری پدیده شیدایی بازار در بورس اوراق بهادار تهران باشد، می‌نماید، با این تفاوت که براساس ترکیب مصاحبه و اختصاص امتیازهای مقیاس‌بندی شده، مدل ارائه شده مبتنی بر تفکر بین‌الذهانی در راستای معنابخشی به یک پدیده نوظهور مبتنی بر واقعیت‌های اثرگذار در بستر مطالعه می‌باشد. لذا براساس ساخت چک‌لیست امتیازی به تعداد مقوله‌های قابل پدیدار در ماتریس متعامد در آخرین مرحله از اجرای این تحلیل، با اختصاص امتیازهای هریک اعضای پانل‌های کانونی، مقوله‌های پدیدار شده در الگوی پارادایمی جایگذاری می‌شوند. این چک‌لیست در مرحله آخر پیاده‌سازی مراحل اجرای پدیدارشناسی در یافته‌های پژوهش ارائه شده است.

۴- یافته‌های تجربی

با اتکاء به روش‌شناسی ارائه شده در بخش سوم مطالعه حاضر، طی «۱۹» مصاحبه صورت گرفته با کنشگران زیسته، مجموعاً «۳۸۵» کد باز ایجاد شده منجر به شناسایی «۶۵» مضمون گزاره‌ای نهایی گردید که طبق جدول (۱) جزئیات مرتبط با انجام فرآیند مشابهت‌یابی مفهومی هریک از کدهای باز جایگذاری شده در یک معنای مشخص تحت مضامین گزاره‌ای، نسبت به بازآرایی کدهای اختصاری ارائه شده به آن برای طی مراحل بعدی این تحلیل براساس توزیع فراوانی، اقدام می‌گردد.

جدول (۱) مضامین گزاره‌ای پدیدار شده از کدهای باز

شماره	گزاره‌های پدیدار شده	کدها	تعداد تکرار	درصد فراوانی
[۱]	باز خرید سهام (سهام خزانه)	K ₁	۷	۱/۱۸
[۲]	ارتقاء معاملات فرکانس بالا ^۱ (HFT)	K ₂	۴	۱/۰۳
[۳]	بهره‌گیری از اختیار معامله	K ₃	۵	۱/۲۹
[۴]	استفاده از قراردادهای آتی ^۲ در خرید سهام	K ₄	۶	۱/۵۵
[۵]	افزایش سطح احساسات سرمایه‌گذاران	K ₅	۶	۱/۵۵
[۶]	تمرکز بر لحن مثبت در افشاء	K ₆	۷	۱/۱۸
[۷]	از دست رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری	K ₇	۵	۱/۲۹
[۸]	بهره‌گیری از پلتفرم‌های معاملاتی آنلاین برای سرمایه‌گذاری	K ₈	۶	۱/۵۵
[۹]	افزایش نرخ مؤثر مالیاتی در بازار پولی (خرید و فروش دارایی‌های سرمایه‌ای)	K ₉	۷	۱/۱۸
[۱۰]	تخصیص حق تقدم به سهامداران	K ₁₀	۸	۲/۰۷
[۱۱]	افشاء گزینشی اطلاعات به سهامداران	K ₁₁	۶	۱/۵۵
[۱۲]	آف‌های سرمایه‌گذاری کوتاه تصمیم‌گیرندگان مالی	K ₁₂	۵	۱/۲۹
[۱۳]	انباشت اخبار منفی عملکردی شرکت	K ₁₃	۶	۱/۵۵
[۱۴]	بکارگیری سیاست‌های پولی انبساطی	K ₁₄	۷	۱/۱۸
[۱۵]	بروز هیجانات در اتخاذ تصمیم‌گیری‌های مالی	K ₁₅	۶	۱/۵۵
[۱۶]	بکارگیری تجدید ساختار دارایی‌ها توسط شرکت‌ها	K ₁₆	۵	۱/۲۹
[۱۷]	بکارگیری سیاست‌های تقسیم سود مصنوعی	K ₁₇	۶	۱/۵۵
[۱۸]	بکارگیری فین‌تک‌های مالی در دسترسی سریع به اطلاعات	K ₁₈	۵	۱/۲۹
[۱۹]	افزایش فناوری‌های ولت‌تک ^۳ (فناوری مالی مدیریت ثروت) در سرمایه‌گذاری	K ₁₉	۵	۱/۲۹
[۲۰]	بهره‌گیری از الگوریتم‌های یادگیری ماشین در تشکیل سبد سرمایه‌گذاری	K ₂₀	۷	۱/۱۸
[۲۱]	توسعه سیستم‌های اطلاعات مدیریت سهام ^۴ (SMIS)	K ₂₁	۵	۱/۲۹
[۲۲]	تشدید اثر هاله‌ای در بازار مالی	K ₂₂	۷	۱/۱۸
[۲۳]	کاهش نرخ بهره بانک	K ₂₃	۶	۱/۵۵
[۲۴]	بیش اطمینانی در تصمیم‌گیری‌های مالی	K ₂₄	۸	۲/۰۷
[۲۵]	افزایش نوسانات بازار و کاهش نقدشوندگی	K ₂₅	۶	۱/۵۵

^۱ High-Frequency Trading

^۲ Futures Contracts

^۳ WealthTech

^۴ Stock Management Information Systems

۲/۰۷	۸	K ₂₆	پنهان بودن سطح تبادلات با اشخاص وابسته	[۲۶]
۱/۵۵	۶	K ₂₇	پیروی از صف‌های خرید و فروش	[۲۷]
۱/۲۹	۵	K ₂₈	تسهیل دسترسی به بازار سرمایه نسبت به گذشته	[۲۸]
۱/۵۵	۶	K ₂₉	تبلیغات رسانه‌ای برای تجمع سرمایه‌گذاری در بازار مالی به جای بازار پولی	[۲۹]
۱/۱۸	۷	K ₃₀	تحریف اطلاعات از طریق کاهش افشاء اختیاری	[۳۰]
۲/۰۷	۸	K ₃₁	بیش‌اطمینانی مدیران نسبت به برآوردها و احتمالات واقعی	[۳۱]
۱/۵۵	۶	K ₃₂	تخصیص یارانه‌های دولتی به صنایع	[۳۲]
۱/۵۵	۶	K ₃₃	تأثیرپذیری از اخبار و شایعات	[۳۳]
۱/۲۹	۵	K ₃₄	بهره‌گیری از شیوه انتقال «سهام تودلی» از شرکت اصلی به شرکت فرعی	[۳۴]
۱/۲۹	۵	K ₃₅	تقلیدپذیری بالا از الگوهای تصمیم‌گیری موفق	[۳۵]
۱/۰۳	۴	K ₃₆	فقدان دانش مالی در تجزیه و تحلیل‌های بنیادین بازار	[۳۶]
۱/۲۹	۵	K ₃₇	افزایش سیاست‌های مالی انقباضی	[۳۷]
۲/۰۷	۸	K ₃₈	تورش خود استنادی براساس تجارب ناموفق قبلی	[۳۸]
۱/۰۳	۴	K ₃₉	توسعه اتوماسیون فرآیندهای رباتیک ^۱ (RPA) در جریان اطلاعات	[۳۹]
۱/۲۹	۵	K ₄₀	توسعه سیستم اطلاعات حسابداری ^۲ (AIS)	[۴۰]
۱/۰۳	۴	K ₄₁	عدم استقلال هیئت‌مدیره شرکت‌ها	[۴۱]
۱/۲۹	۵	K ₄₂	جذابیت‌های سفته بازی در بازار مالی	[۴۲]
۱/۲۹	۵	K ₄₃	خودشیفتگی در اتخاذ تصمیم‌گیری‌های شرکت	[۴۳]
۱/۵۵	۶	K ₄₄	رشد سرمایه‌گذاری غیرفعال در صندوق قابل معامله ^۳ (ETF)	[۴۴]
۱/۱۸	۷	K ₄₅	رکود تورمی صنایع در نظام اقتصادی	[۴۵]
۱/۵۵	۶	K ₄₆	ساختار مالکیت خانوادگی بر شرکت‌ها	[۴۶]
۱/۱۸	۷	K ₄₇	سنگربندی مدیریتی در حفظ تصدی بلندمدت	[۴۷]
۲/۰۷	۸	K ₄₈	سوگیری در دسترسی بودن اطلاعات	[۴۸]
۱/۵۵	۶	K ₄₉	صعودی بودن شاخص مومنوم در بازار	[۴۹]
۱/۰۳	۴	K ₅₀	ظهور استارت‌آپ‌های مالی در افشاء اطلاعات	[۵۰]
۱/۲۹	۵	K ₅₁	افزایش قابلیت‌های اهرمی شرکت‌ها	[۵۱]
۲/۰۷	۸	K ₅₂	عدم پویایی کمیته‌های حسابرسی شرکت‌ها	[۵۲]
۱/۲۹	۵	K ₅₃	کاهش هزینه‌های استقراض از نهادهای بانکی	[۵۳]
۱/۵۵	۶	K ₅₄	عدم توازن در تخصیص بهینه منابع	[۵۴]
۱/۲۹	۵	K ₅₅	فزاینده‌ی دخالت‌های دولت در سیاست‌گذاری‌های بازار مالی	[۵۵]
۱/۵۵	۶	K ₅₆	لنگرانداختن ذهنی سرمایه‌گذاران	[۵۶]
۱/۲۹	۵	K ₅₇	فقدان آیین انتصاب مدیرعامل و دوره تصدی	[۵۷]
۱/۵۵	۶	K ₅₈	تقویت پشتیبانی‌های سیستمی در تصمیم‌گیری	[۵۸]
۱/۱۸	۷	K ₅₉	کاهش محدودیت‌های تأمین منابع مالی	[۵۹]
۱/۱۸	۷	K ₆₀	بی‌اعتمادی فزاینده به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار	[۶۰]
۱/۰۳	۴	K ₆₁	کاهش نوسانات نرخ ارز	[۶۱]
۱/۲۹	۵	K ₆₂	عدم تنوع‌بخشی سهام در تشکیل پرتفوی	[۶۲]
۲/۰۷	۸	K ₆₃	کوته‌بینی مدیریت در سیاست‌گذاری‌های مالی شرکت	[۶۳]
۱/۲۹	۵	K ₆₄	گسترده‌ی شبکه‌های اجتماعی و کانال‌های سیگنال‌دهی برای سرمایه‌گذاری	[۶۴]
۱/۵۵	۶	K ₆₅	فزاینده‌ی هوش مصنوعی در تحلیل‌های بازار سرمایه	[۶۵]
۱۰۰/۰۰	۳۸۵		تعداد کدهای باز مبنای پدیدار نمودن مضامین گزاره‌ای	

(منبع: یافته‌های پژوهش)

در واقع جدول (۱) بازنمایی مضامین گزاره‌ای مطالعه از «۱۹» مصاحبه انجام شده با کنشگران دارای تجربه زیسته و «۳۸۵» کد باز پدیدار شده می‌باشد. حداکثر تکرار «۸» مضمون هم‌معنا و «۲/۰۷٪» توزیع فراوانی تعیین شده نشان می‌دهد، تقریباً در جریان کدگذاری‌های انجام شده، رعایت حد توازن برای رسیدن به نقطه اشباع نظری مدنظر قرار گرفته است. چراکه تکرار هریک از کدهای باز در تشکیل مضامین گزاره‌ای می‌تواند نشان دهنده‌ی روایی

¹ Robotic Process Automation

² Accounting Information System

³ Exchange Traded Fund

سطح اشباع تئوریک پدیدار شده قلمداد گردد. پس از این مرحله می‌بایست با تعیین تعداد مقوله‌های قابل شکل‌گیری از مضامین گزاره‌ای، نسبت به انجام فرآیند واریماکس^۱ یا ماتریس متعامد^۲ اقدام نمود. در واقع این آزمون نشان می‌دهد براساس «۶۵» مضمون گزاره‌ای و طی دو مبنای عملیاتی واریانس و مجذورهای بارعاملی، چه تعداد مقوله‌های می‌تواند تشکیل دهنده‌ی الگوی پارادایمی نهایی باشند. لذا طبق فرآیند توضیح داده شده می‌بایست، مجذور هریک از امتیازهای داده شده‌ی توسط کنشگران به «۶۵» مضمون گزاره‌ای برآورد گردد تا درصد همفکری اعضای پانل در ایجاد تعداد مقوله‌های الگوی پارادایمی مشخص شود.

جدول (۲) فرآیند واریماکس برای تعیین تعداد مقوله‌های الگوی پارادایمی

مجموع مجذور بارهای چرخش یافته نهایی			مقادیر خاص آغازین			الگوی تفسیری
درصد واریانس تجمعی	درصد واریانس	مقدار ویژه	درصد واریانس تجمعی	درصد واریانس	مقدار ویژه	
۱۶/۰۰۳	۱۶/۰۰۳	۱۱/۹۱۸	۱۵/۲۰۹	۱۵/۲۰۹	۱۱/۱۱۱	۱
۳۱/۱۳۷	۱۵/۱۳۴	۱۱/۱۰۴	۲۹/۲۹۵	۱۴/۱۸۶	۱۰/۷۱۵	۲
۴۴/۱۵۸	۱۳/۰۲۱	۹/۳۸۹	۴۲/۳۱۳	۱۲/۹۱۸	۹/۰۰۱	۳
۵۴/۳۲۸	۱۰/۱۷۰	۹/۰۴۳	۵۲/۲۰۱	۹/۸۸۸	۸/۲۶۱	۴
۶۲/۸۸۳	۸/۵۵۵	۷/۸۱۷	۶۰/۴۴۱	۸/۲۴۰	۷/۰۰۱	۵
۷۰/۵۷۲	۷/۶۸۹	۶/۹۰۵	۶۷/۸۳۲	۷/۳۹۱	۶/۱۶۸	۶
۷۷/۲۸۹	۶/۷۱۷	۶/۰۱۰	۷۴/۰۴۰	۶/۲۰۸	۵/۵۴۳	۷
۸۲/۷۱۷	۵/۴۲۸	۴/۳۳۱	۷۹/۱۰۹	۵/۰۶۹	۳/۹۹۱	۸
۸۷/۶۳۶	۴/۹۱۹	۳/۷۱۹	۸۳/۵۷۴	۴/۴۶۵	۳/۰۱۳	۹
۹۱/۴۵۶	۳/۸۲۰	۲/۸۱۰	۸۷/۲۲۵	۳/۶۵۱	۲/۵۸۲	۱۰
۹۵/۰۱۸	۳/۵۶۲	۲/۴۱۶	۹۰/۵۵۷	۳/۳۳۲	۲/۱۰۱	۱۱
۹۷/۳۳۷	۲/۳۱۹	۱/۹۱۸	۹۲/۶۶۹	۲/۱۱۲	۱/۳۱۵	۱۲
۹۹/۵۶۴	۲/۲۲۷	۱/۷۲۰	۹۴/۶۸۹	۲/۰۲۰	۱/۰۰۹	۱۳
			۹۵/۷۰۳	۱/۰۱۴	۰/۸۷۳	۱۴
			۹۶/۴۸۴	۰/۷۸۱	۰/۶۱۶	۱۵
			۹۷/۰۹۱	۰/۶۰۷	۰/۵۱۰	۱۶
			۹۷/۶۷۲	۰/۵۸۱	۰/۳۴۲	۱۷
			۹۸/۱۲۱	۰/۴۴۹	۰/۲۵۳	۱۸
			۹۸/۴۹۸	۰/۳۷۷	۰/۲۰۱	۱۹
			۹۸/۸۱۴	۰/۳۱۶	۰/۱۹۲	۲۰
			۹۹/۱۱۵	۰/۳۰۱	۰/۱۷۶	۲۱
			۹۹/۴۰۵	۰/۲۹۰	۰/۱۵۴	۲۲
			۹۹/۶۷۹	۰/۲۷۴	۰/۱۲۳	۲۳
			۹۹/۸۹۵	۰/۲۱۶	۰/۱۰۲	۲۴
			۱۰۰/۰۰۰	۰/۱۰۵	۰/۰۹۴	۲۵

(منبع: یافته‌های پژوهش)

براساس «۲۵» مقوله احتمالی در ردیف‌های الگوی تفسیری، طبق امتیازهای داده شده در چرخش بار عاملی، «۱۳» مقوله براساس «۶۵» مضمون گزاره‌ای برآمده از «۳۸۵» کد باز طی «۱۹» مصاحبه، می‌تواند در تشکیل الگوی پارادایمی پدیدۀ مورد بررسی حضور داشته باشند. این به معنای آن است که بایستی هریک از «۶۵» مضمون گزاره‌ای برآمده از کدهای باز در یکی از «۱۳» مقوله پدیدار شده تفکیک گردد. در ادامه مسیر این مطالعه برحسب تعداد مقوله‌های پدیدار شده، می‌بایست کنشگران را در پانل‌های کانونی تفکیک نمود تا با اختصاص امتیازهایی به مضامین گزاره‌ای، تعیین کننده‌ی جایگاه هر مضمون پدیدار شده در یک مقوله مشخص برای تعیین رُخداد ناهنجاری بازار در ورود به فاز شیدایی بورس اوراق بهادار باشند. لذا از طریق قدر مطلق $\left| \frac{1/96}{\sqrt{n}} \right|$ می‌بایست مشخص شود تا هریک از

¹ Varimax

² Orthogonal Matrix

کنشگران در کدام پانل کانونی می‌توانند قرار داده شوند. طبق این رابطه « $\sqrt{n}$ » نشان دهنده‌ی تعداد مضامین گزاره‌ای پدیده آمده از کدهای باز می‌باشند.

$$\text{Sign} = \left| \frac{1/96}{\sqrt{65}} \right| = 0/243 \quad (1)$$

در واقع طبق رابطه (۱) نشان دهنده‌ی سطح معناداری تشکیل پانل‌های امتیازی براساس ضریب «۰/۲۴۳» می‌باشد که به این معناست، برای تشکیل هر پانل، حداقل شاخص معناداری که باید هر کنشگر کسب نماید تا در یک گروه کانونی مشخص قرار گیرد «۰/۲۴۳» می‌باشد. اما مسئله‌ی دیگری که بایستی تعیین شود، تعداد پانل‌های قابل تشکیل می‌باشد. به همین دلیل می‌بایست با ارجاع به رابطه (۲)، تعداد پانل‌های کانونی که از مجموع ۱۸ کنشگر دارای تجربه زیسته، قابل تشکیل است، را مشخص نمود.

$$X = \frac{N - \delta_n}{2} \quad (2)$$

N نشان دهنده‌ی تعداد کنشگران و δ_n نشان دهنده‌ی تعداد مقوله‌هایی که گزاره‌ها مطالعه، از قابلیت تبدیل شدن به آن‌ها برخوردار می‌باشد. لذا با انجام این معادله به ترتیب زیر مشخص می‌شود با «۱۹» کنشگر و «۱۳» مقوله قابل تفکیک از مجموع گزاره‌ها، «۳» پانل قابل تشکیل شدن می‌باشد.

$$X = \frac{19 - 13}{2} = 3 \quad (3)$$

این نتیجه در واقع نشان دهنده‌ی این موضوع است که «۳» پانل کانونی می‌بایست براساس شاخص معناداری «۰/۲۴۳» شناسایی گردد. براین اساس طبق جدول (۳) نحوه‌ی قرارگیری هریک از کنشگران در پانل‌های کانونی مشخص شده است.

جدول (۳) تشکیل تعداد کنشگران قرار گرفته در پانل

شماره کنشگران	شماره پانل	پانل اول	پانل دوم	پانل سوم
کنشگر شماره «۱»	■ پانل شماره [۲]	۰/۱۰۱	۰/۲۵۵	۰/۱۱۸
کنشگر شماره «۲»	■ پانل شماره [۳]	۰/۱۳۸	۰/۱۰۳	۰/۳۰۴
کنشگر شماره «۳»	■ پانل شماره [۱]	۰/۲۸۰	۰/۱۵۶	۰/۱۰۴
کنشگر شماره «۴»	■ پانل شماره [۲]	۰/۲۱۷	۰/۱۱۷	۰/۲۹۵
کنشگر شماره «۵»	■ پانل شماره [۱]	۰/۳۱۲	۰/۲۰۱	۰/۲۳۱
کنشگر شماره «۶»	■ پانل شماره [۲]	۰/۲۴۰	۰/۳۱۸	۰/۲۱۵
کنشگر شماره «۷»	■ پانل شماره [۲]	۰/۱۸۰	۰/۱۷۹	۰/۲۷۷
کنشگر شماره «۸»	■ پانل شماره [۲]	۰/۱۷۱	۰/۲۷۵	۰/۱۰۶
کنشگر شماره «۹»	■ پانل شماره [۳]	۰/۱۸۶	۰/۲۱۳	۰/۲۴۹
کنشگر شماره «۱۰»	■ پانل شماره [۱]	۰/۲۵۷	۰/۲۰۵	۰/۱۹۹
کنشگر شماره «۱۱»	■ پانل شماره [۲]	۰/۲۴۰	۰/۱۰۵	۰/۳۰۹
کنشگر شماره «۱۲»	■ پانل شماره [۲]	۰/۱۳۵	۰/۲۷۲	۰/۱۳۰
کنشگر شماره «۱۳»	■ پانل شماره [۱]	۰/۲۹۱	۰/۲۱۴	۰/۱۷۸
کنشگر شماره «۱۴»	■ پانل شماره [۲]	۰/۱۴۱	۰/۲۴۴	۰/۱۰۰
کنشگر شماره «۱۵»	■ پانل شماره [۱]	۰/۳۸۳	۰/۱۸۷	۰/۱۲۱
کنشگر شماره «۱۶»	■ پانل شماره [۲]	۰/۲۱۲	۰/۳۰۷	۰/۱۳۷
کنشگر شماره «۱۷»	■ پانل شماره [۳]	۰/۱۱۹	۰/۱۹۰	۰/۲۸۵
کنشگر شماره «۱۸»	■ پانل شماره [۲]	۰/۲۰۲	۰/۲۶۱	۰/۱۱۰
کنشگر شماره «۱۹»	■ پانل شماره [۱]	۰/۳۶۲	۰/۱۸۱	۰/۲۱۸

(منبع: یافته‌های پژوهش)

با تعیین امتیازهای تشکیل پانل‌های کانونی در جدول (۳)، می‌توان در ادامه و طبق جدول (۴) نسبت به تشکیل پانل‌ها با سطح معناداری مجموع و کنشگران قابل جایگذاری در هر پانل اقدام نمود تا با مباحثه در مورد

مضامین گزاره‌ای برآمده از مصاحبه‌ها بتوانند نسبت به یکدست‌سازی مضامین جهت مقوله‌یابی پدیدۀ محوری باتوجه به امتیازهای قابل ارائه به چک‌لیست‌های توزیع شده اقدام نمایند.

جدول (۴) شماره پانل‌های تعیین شده

شماره پانل	شماره کنشگر	سطح معناداری
پانل اول	[۱] کنشگر شماره «۳»؛ [۲] کنشگر شماره «۵»؛ [۳] کنشگر شماره «۱۰»؛ [۴] کنشگر شماره «۱۳»؛ [۵] کنشگر شماره «۱۵»؛ [۶] کنشگر شماره «۱۹»	۰/۳۱۷
پانل دوم	[۱] کنشگر شماره «۱»؛ [۲] کنشگر شماره «۶»؛ [۳] کنشگر شماره «۸»؛ [۴] کنشگر شماره «۱۲»؛ [۵] کنشگر شماره «۱۴»؛ [۶] کنشگر شماره «۱۶»؛ [۷] کنشگر شماره «۱۸»	۰/۲۷۶
پانل سوم	[۱] کنشگر شماره «۲»؛ [۲] کنشگر شماره «۴»؛ [۳] کنشگر شماره «۷»؛ [۴] کنشگر شماره «۹»؛ [۵] کنشگر شماره «۱۱»؛ [۶] کنشگر شماره «۱۷»	۰/۲۸۶

(منبع: یافته‌های پژوهش)

اما قبل از توزیع چک‌لیست‌های مقیاس‌بندی شده، بایستی حدآستانه‌ی هر مقوله از نظر تعداد قرار گیری مقوله‌ها مشخص گردد تا مسیر انجام تحلیل در تشکیل «۱۳» مقوله، از تناسب نسبی روایی برخوردار باشد. برای این منظور می‌بایست به رابطه (۴) ارجاع گردد.

$$\sigma(s) = \sum_{n=1}^k \frac{n}{X} \quad (4)$$

در این رابطه، $\sigma(s)$ نشان دهنده‌ی تعداد گزاره‌ها پدیدار شده می‌باشد. k برابر با خوشه‌های قابل تفکیک مجموع گزاره‌ها به مقوله‌ها می‌باشد. n نشان دهنده‌ی قرار گرفتن هر یک گزاره در یک مقوله است. X تعداد پانل‌های تعیین شده می‌باشد. n تعداد کل گزاره‌ها تأیید شده از گام‌های قبلی است. لذا می‌توان از طریق رابطه (۵) تعداد هر گزاره که به طور متوسط می‌تواند در هر مولفه قرار گیرد را مشخص نمود.

$$\sigma(s) = \sum_{n=1}^k \frac{65}{13} = 5 \quad (5)$$

لذا همانطور که مشاهده می‌شود، به طور میانگین در هر مقوله، «۵» گزاره مورد تأیید است که بایستی مشابه جدول (۵)، خانه‌های «+۹» تا «+۴» مبنای تفکیک مقوله‌ها تلقی می‌شوند.

جدول (۵) چک‌لیست محقق ساخت امتیازی

+۱	+۲	+۳	+۴	+۵	+۶	+۷	+۸
[۸]	[۷]	[۶]	[۵]	[۴]	[۳]	[۲]	[۱]
[۱۵]	[۱۴]	[۱۳]	[۱۲]	[۱۱]	[۱۰]	[۹]	
[۲۱]	[۲۰]	[۱۹]	[۱۸]	[۱۷]	[۱۶]		
[۲۶]	[۲۵]	[۲۴]	[۲۳]	[۲۲]			
[۳۰]	[۲۹]	[۲۸]	[۲۷]				
[۳۳]	[۳۲]	[۳۱]					
[۳۵]	[۳۴]						
[۳۹]	[۳۸]	[۳۷]	[۳۶]				
[۴۴]	[۴۳]	[۴۲]	[۴۱]	[۴۰]			
[۵۰]	[۴۹]	[۴۸]	[۴۷]	[۴۶]	[۴۵]		
[۵۷]	[۵۶]	[۵۵]	[۵۴]	[۵۳]	[۵۲]	[۵۱]	
[۶۵]	[۶۴]	[۶۳]	[۶۲]	[۶۱]	[۶۰]	[۵۹]	[۵۸]
-۱	-۲	-۳	-۴	-۵	-۶	-۷	-۸

سطح امتیاز بالا ←

سطح امتیاز خنثی ←

سطح امتیاز پایین ←

(منبع: یافته‌های پژوهش)

همانطور که مشاهده می‌شود، از راست به چپ، بیشترین امتیاز به کمترین امتیاز براساس مقیاس «+۸» تا «-۸» مشخص شده است تا بتوان «۶۵» مضمون گزاره‌ای شناسایی شده از جریان کدگذاری باز را به مقوله‌های مشخصی تفکیک نمود. لذا برای تعیین «۱۳» مقوله از بین «۶۵» مضمون گزاره‌ای، پانل‌های کانونی در بازه شش ماه با نظارت دروازه‌بانان اطلاعات امتیازهای خود را ارائه دادند تا براساس شاخص «مُد» و ضرایب محاسبه شده بتوان نسبت به تعیین مقوله‌های رُخداد ناهنجاری بازار در ورود به فاز شیدایی اقدام نمود.

در این مرحله نسبت به ارائه هریک از «۱۳» مقوله مشخص از «۶۵» مضمون گزاره‌ای اقدام می‌شود تا بتوان با تفکیک آن‌ها در جداول زیر نسبت به ارائه الگوی پارادایمی در گام آخر پیاده‌سازی پدیدارشناسی اقدام نمود. حائز اهمیت است که باتوجه به تعداد مقوله‌ها و محدودیت صفحات مقاله، نسبت به ارائه خلاصه‌ای از نتایج در این بخش اقدام می‌شود. لذا برای نمونه تعیین مقوله اول در جدول (۶) و (۷) ارائه شده است و بقیه مقوله‌ها طبق جدول (۸) به صورت یکپارچه اقدام شده است.

جدول (۶) امتیازهای اختصاصی اعضای پانل در تشکیل مقوله اول

+۱	+۲	+۳	+۴	+۵	+۶	+۷	+۸
[K ₂₃]	[K ₂₁]	[K ₁₀]	[K ₂]	[K ₁₉]	[K ₂₀]	[K ₆₅]	[K ₃₉]
[K ₁₇]	[K ₃₂]	[K ₂₈]	[K ₅₀]	[K ₃₆]	[K ₂₂]	[K ₉]	
[K ₄₀]	[K ₂₄]	[K ₅₃]	[K ₃]	[K ₅₈]	[K ₁₃]		
[K ₆]	[K ₆₀]	[K ₁₅]	[K ₅₉]	[K ₂₅]			
[K ₃₅]	[K ₁₄]	[K ₄₂]	[K ₄₆]				
[K ₅₂]	[K ₂₆]	[K ₁]	سطح امتیاز خنثی ←				
[K ₁₂]	[K ₄₃]						
[K ₆₂]	[K ₁₆]	[K ₃₁]	[K ₁₁]				
[K ₅]	[K ₄₁]	[K ₃₈]	[K ₆₄]	[K ₆₁]			
[K ₆₃]	[K ₅₇]	[K ₃₃]	[K ₂₇]	[K ₄₇]	[K ₃₇]		
[K ₃₀]	[K ₄₈]	[K ₇]	[K ₄₉]	[K ₄]	[K ₄₅]	[K ₅₆]	
[K ₈]	[K ₁₈]	[K ₅₄]	[K ₄₄]	[K ₅₅]	[K ₃₄]	[K ₂₉]	[K ₅₁]
-۱	-۲	-۳	-۴	-۵	-۶	-۷	-۸

(منبع: یافته‌های پژوهش)

طبق جدول (۶) مشخص شده است که کدهای اختصاری «[K₃₉]»، «[K₆₅]»، «[K₂₀]»، «[K₁₉]» و «[K₂]» با قرار گرفتن در خانه‌های «+۸» تا «+۴» تعیین کننده مقوله اول از طریق یکدست کردن مضامین گزاره‌ای می‌باشند که برای آگاهی بیشتر در جدول (۷) به این مضامین اشاره شده است.

جدول (۷) جایگذاری مضامین گزاره‌ای هم‌معنا در تشکیل مقوله اول

کد اختصاص یافته	مضامین گزاره‌ای هم‌معنا	مقوله پدیدار شده
[K ₃₉]	توسعه اتوماسیون فرایندهای ریاتیک (RPA) در جریان اطلاعات	تحولات فناوری و تکنولوژیک
[K ₆₅]	فزاینده‌ی هوش مصنوعی در تحلیل‌های بازار سرمایه	
[K ₂₀]	بهره‌گیری از الگوریتم‌های یادگیری ماشین در تشکیل سبد سرمایه‌گذاری	
[K ₁₉]	افزایش فناوری‌های ولت‌تک (فناوری مالی مدیریت ثروت) در سرمایه‌گذاری	
[K ₂]	ارتقاء معاملات فرکانس بالا (HFT)	

(منبع: یافته‌های پژوهش)

همانطور که در جدول (۷) مشخص شده است از ترکیب مضامین گزاره‌ای اشاره شده با اختصارهای نمادین مشخص، «تحولات فناوری و تکنولوژیک» به عنوان اولین مقوله رُخداد ناهنجاری بازار در ورود به فاز شیدایی تلقی می‌شود، که می‌تواند پس از تعیین ماهیت آن در چک‌لیست‌های ماتریس متقابل در گام آخر، تعیین کننده جایگاه این مقوله در یکی از ۵ بُعد الگوی پارادایمی باشد. لذا باهدف چابک نمودن مطالعه حاضر، جدول (۸) که تفکیک مقوله‌ها نسبت به مضامین گزاره‌ای شناسایی شده می‌باشد، ارائه می‌گردد. در واقع تمامی مقوله‌های معرفی شده در جدول (۸) از طی مسیر ارائه شده در بالا، تفکیک شده‌اند تا بتوان نسبت به جایگذاری آن‌ها در الگوی پارادایمی اقدام نمود.

جدول (۸) مجموع مقوله‌های شناسایی شده از مضامین گزاره‌ای

مقوله‌های محوری	مضامین مفهومی	نمادهای اختصاری
تحولات فناوری و تکنولوژیک	توسعه اتوماسیون فرآیندهای ریاتیک (RPA) در جریان اطلاعات	[K ₃₉]
	فزاینده‌ی هوش مصنوعی در تحلیل‌های بازار سرمایه	[K ₆₅]
	بهره‌گیری از الگوریتم‌های یادگیری ماشین در تشکیل سبد سرمایه‌گذاری	[K ₂₀]
	افزایش فناوری‌های ولت‌تک (فناوری مالی مدیریت ثروت) در سرمایه‌گذاری	[K ₁₉]
	ارتقاء معاملات فرکانس بالا (HFT)	[K ₂]
Phenomenology of The Abnormal Occurrence of Euphoria Phase in Tehran Stock Exchange		
علل بروز ناظر نظام بازار	بکارگیری تجدید ساختار دارایی‌ها توسط شرکت‌ها	[K ₁₆]

[K ₅₁]	افزایش قابلیت‌های اهرمی شرکت‌ها	سبک مدیریت بر شرکت‌ها
[K ₄₉]	صعودی بودن شاخص مومنوم در بازار	
[K ₅₉]	کاهش محدودیت‌های تأمین منابع مالی	
[K ₄₄]	رشد سرمایه‌گذاری غیرفعال در صندوق قابل معامله (ETF)	
[K ₆₃]	کوتاه‌بینی مدیریت در سیاست‌گذاری‌های مالی شرکت	سبک مدیریت بر شرکت‌ها
[K ₃₁]	بیش‌اطمینانی مدیران نسبت به برآوردها و احتمالات واقعی	
[K ₄₃]	خودشیفتگی در اتخاذ تصمیم‌گیری‌های شرکت	
[K ₄₇]	سنجش مدیریت در حفظ تصدی بلندمدت	
[K ₁₇]	بکارگیری سیاست‌های تقسیم سود مصنوعی	شبکه اطلاعات افشاء شده
[K ₂₁]	توسعه سیستم‌های اطلاعات مدیریت سهام (SMIS)	
[K ₅₈]	تقویت پشتیبانی‌های سیستمی در تصمیم‌گیری	
[K ₅₀]	ظهور استراتژی‌های مالی در افشاء اطلاعات	
[K ₁₈]	بکارگیری فین‌تک‌های مالی در دسترسی سریع به اطلاعات	مدیریت ریسک از طریق ابزار مشتقه ¹
[K ₄₀]	توسعه سیستم اطلاعات حسابداری (AIS)	
[K ₁]	باز خرید سهام (سهام خزانه)	
[K ₁₀]	تخصیص حق تقدم به سهامداران	
[K ₄]	استفاده از قراردادهای آتی در خرید سهام	بروز خطاهای ادراکی در سرمایه‌گذاری
[K ₃]	بهره‌گیری از اختیار معامله	
[K ₃₄]	بهره‌گیری از شیوه انتقال «سهام تودلی» از شرکت اصلی به شرکت فرعی	
[K ₂₂]	تشدید اثر هاله‌ای در بازار مالی	
[K ₅₆]	لنگر انداختن ذهنی سرمایه‌گذاران	سبک حکمرانی بر بازار مالی
[K ₃₈]	تورش خود اِستنادی براساس تجارب ناموفق قبلی	
[K ₂₄]	بیش‌اطمینانی در تصمیم‌گیری‌های مالی	
[K ₄₈]	سوگیری در دسترسی بودن اطلاعات	
[K ₅₅]	فزاینده‌ی دخالت‌های دولت در سیاست‌گذاری‌های بازار مالی	بروز رفتارهای توده‌وری در سرمایه‌گذاری
[K ₄₁]	عدم استقلال هیئت‌مدیره شرکت‌ها	
[K ₄₆]	ساختار مالکیت خانوادگی بر شرکت‌ها	
[K ₅₂]	عدم پویایی کمیته‌های حسابرسی شرکت‌ها	
[K ₅₇]	فقدان آیین انتصاب مدیرعامل و دوره تصدی	سبک سرمایه‌گذاری و تشکیل پرتفوی
[K ₁₅]	بروز هیجانات در اتخاذ تصمیم‌گیری‌های مالی	
[K ₅]	افزایش سطح احساسات سرمایه‌گذاران	
[K ₂₇]	پیروی از صف‌های خرید و فروش	
[K ₃₃]	تأثیرپذیری از اخبار و شایعات	نامتقارن‌سازی افشاء اطلاعات
[K ₃₅]	تقلیدپذیری بالا از الگوهای تصمیم‌گیری موفق	
[K ₃₆]	فقدان دانش مالی در تجزیه و تحلیل‌های بنیادین بازار	
[K ₁₂]	آفق‌های سرمایه‌گذاری کوتاه تصمیم‌گیرندگان مالی	
[K ₄₂]	جذابیت‌های سفته‌بازی در بازار مالی	علل بروز نا نظام اجتماعی
[K ₈]	بهره‌گیری از پلتفرم‌های معاملاتی آنلاین برای سرمایه‌گذاری	
[K ₆₂]	عدم تنوع‌بخشی سهام در تشکیل پرتفوی	
[K ₁₃]	انباشت اخبار منفی عملکردی شرکت	
[K ₁₁]	افشاء گزینشی اطلاعات به سهامداران	بروز حباب قیمت سهام در بازار
[K ₃₀]	تحریف اطلاعات از طریق کاهش افشاء اختیاری	
[K ₂₆]	پنهان بودن سطح تبادلات با اشخاص وابسته	
[K ₆]	تمرکز بر لحن مثبت در افشاء	
[K ₂₉]	تبلیغات رسانه‌ای برای تجمیع سرمایه‌گذاری در بازار مالی به جای بازار پولی	علل بروز نا نظام اقتصادی
[K ₂₈]	تسهیل دسترسی به بازار سرمایه نسبت به گذشته	
[K ₂₃]	کاهش نرخ بهره بانک	
[K ₆₁]	کاهش نوسانات نرخ ارز	
[K ₆₄]	گسترده‌ی شبکه‌های اجتماعی و کانال‌های سیگنال‌دهی برای سرمایه‌گذاری	بروز حباب قیمت سهام در بازار
[K ₇]	از دست رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری	
[K ₅₄]	عدم توازن در تخصیص بهینه منابع	
[K ₂₅]	افزایش نوسانات بازار و کاهش نقدشوندگی	
[K ₆₀]	بی‌اعتمادی فزاینده به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار	علل بروز نا نظام اقتصادی
[K ₄₅]	رکود تورمی صنایع در نظام اقتصادی	
[K ₁₄]	بکارگیری سیاست‌های پولی انبساطی	
[K ₃₇]	افزایش سیاست‌های مالی انقباضی	
[K ₆]	افزایش نرخ مؤثر مالیاتی در بازار پولی (خرید و فروش دارایی‌های سرمایه‌ای)	

¹ Derivative Contract

[K ₃₂]	تخصیص پارانه‌های دولتی به صنایع
[K ₅₃]	کاهش هزینه‌های استقرار از نهادهای بانکی

(منبع: یافته‌های پژوهش)

براساس دسته‌بندی نهایی طی تفکیک «۶۵» مضمون گزاره‌ای به «۱۳» مقوله، در ادامه می‌بایست نسبت به تعیین جایگاه هریک از این مقوله‌ها در الگوی پارادایمی اقدام نمود. به عبارت دیگر بایستی مشخص شود، «۱۳» مقوله پدیدار شده در کدام یک از ۵ بُعد شرایط علی؛ «شرایط مداخله‌گر»؛ «شرایط زمینه‌ای»؛ «استراتژی‌ها» و «پیامدها» می‌توانند قرار گیرند تا به بازنمایی رُخداد ناهنجاری بازار از نظر ورود به فاز شیدایی کمک نماید. برای این منظور براساس ۵ بُعد الگوی پارادایمی یک مقیاس محقق ساخت از [۱] تا [۵] ایجاد شد که براساس شاخص «مُد»، پُر تکرارترین امتیازهای بدست آمده از مشارکت «۱۹» کنشگر دارای تجربه‌زیسته در این مطالعه در مقیاس [۱] تا [۵] تعیین کننده محل قرارگیری هریک از مقوله‌ها در الگوی پارادایمی است. لذا شرایط علی در این مقیاس براساس امتیاز [۱]؛ شرایط زمینه‌ای در این مقیاس براساس امتیاز [۲]؛ شرایط مداخله‌گر در این مقیاس براساس امتیاز [۳]؛ استراتژی در این مقیاس براساس امتیاز [۴] و پیامدها در این مقیاس براساس امتیاز [۵] تعیین کننده مقوله‌های قابل جایگذاری در الگوی پارادایمی هستند.

جدول (۹) تفکیک مقوله‌های پدیدار شده براساس جایگذاری در ابعاد پارادایمی

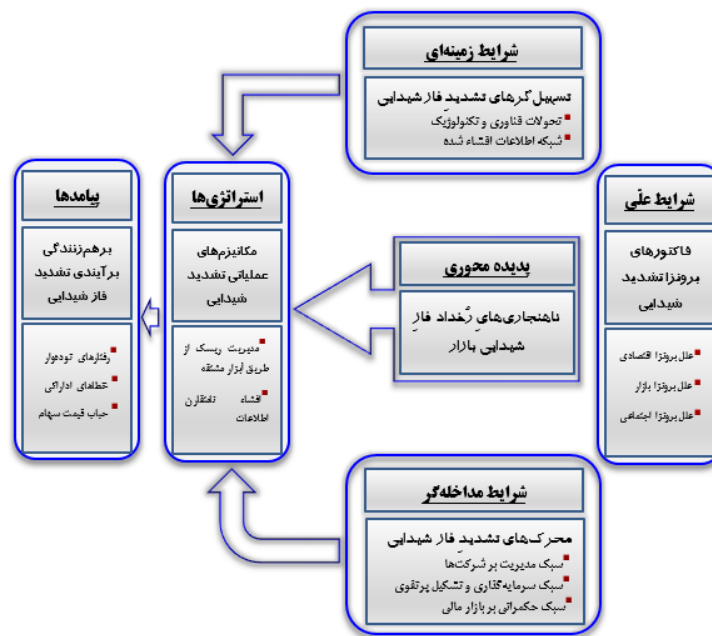
مقوله‌ها	شرایط علی		زمینه‌ای		مداخله‌گر		استراتژی‌ها		پیامدها
	مقیاس	فراوانی	مقیاس	فراوانی	مقیاس	فراوانی	مقیاس	فراوانی	
● تحولات فناوری و تکنولوژیک				۱۳					
● علل برونزا نظام بازار	۱۱	[۱]							
● سبک مدیریت بر شرکت‌ها						۱۱			
● شبکه اطلاعات افشاء شده				۱۰					
● مدیریت ریسک از طریق ابزار مشتقه							۱۰	[۴]	
● بروز خطاهای اداری در سرمایه‌گذاری									۹
● سبک حکمرانی بر بازار مالی						۱۰			
● بروز رفتارهای توده‌واری در سرمایه‌گذاری									۱۲
● سبک سرمایه‌گذاری و تشکیل پرتفوی						۱۴			
● نامتقارن سازی افشاء اطلاعات								۱۲	[۴]
● علل برونزا نظام اجتماعی	۱۲	[۱]							
● بروز حباب قیمت سهام در بازار									۱۶
● علل برونزا نظام اقتصادی	۱۴	[۱]							

(منبع: یافته‌های پژوهش)

در جدول (۹) همانطور که مشخص شده است، براساس تکرار فراوانی در شاخص مُد، مبنی بر مشخص نمودن تکرار امتیازهای [۱] تا [۵] در مقیاس امتیازی، نسبت به تفکیک هر مقوله از نظر ۵ بُعد الگوی پارادایمی اقدام شد. به عنوان نمونه مشخص شده است که مقوله «تحولات فناوری و تکنولوژیک» براساس «۱۳» فراوانی از مجموع «۱۹» مشارکت‌کننده، مقیاس امتیازی [۲] را کسب نموده است که این نتیجه نشان می‌دهد، بیش از نیمی از کنشگران معتقدند که مقوله تحولات فناوری و تکنولوژیک، می‌تواند به عنوان شرایط زمینه‌ای رُخداد ناهنجاری بازار از نظر ورود به فاز شیدایی شناخته شود. یا مقوله «علل برونزا نظام اقتصادی» براساس کسب «۱۴» فراوانی از مجموع «۱۹» مشارکت‌کننده، مقیاس امتیازی [۱] را کسب نموده است که نشان می‌دهد، این مقوله می‌تواند توصیف‌کننده شرایط علی رُخداد ناهنجاری بازار از نظر ورود به فاز شیدایی شناخته شود. با این دسته‌بندی مشخص شد، شرایط علی شامل [۳] مقوله: علل برونزا نظام بازار؛ علل برونزا نظام اجتماعی؛ علل برونزا نظام اقتصادی؛ شرایط زمینه‌ای شامل [۲] مقوله: تحولات فناوری و تکنولوژیک و شبکه اطلاعات افشاء شده؛ شرایط مداخله‌گر شامل [۳] مقوله: سبک

مدیریت بر شرکت‌ها؛ سبک حکمرانی بر بازار مالی؛ سبک سرمایه‌گذاری و تشکیل پرتفوی؛ استراتژی‌ها شامل [۲] مقوله: مدیریت ریسک از طریق ابزار مشتقه؛ نامتقارن‌سازی افشاء اطلاعات] و پیامدها شامل [۳] مقوله: بروز خطاهای ادراکی در سرمایه‌گذاری؛ بروز رفتارهای توده‌واری در سرمایه‌گذاری؛ بروز حباب قیمت سهام در بازار] می‌باشند. لذا بر این اساس می‌توان از طریق شکل (۵) نسبت به ارائه چارچوب پارادایمی رُخداد ناهنجاری بازار از نظر ورود به فاز شیدایی در بورس اوراق بهادار اقدام نمود.

شکل (۵) چارچوب پارادایمی ناهنجاری‌های رُخداد فاز شیدایی بازار



(منبع: یافته‌های پژوهش)

همانطور که از طی مسیر تشریح شده تا رسیدن به الگوی پارادایمی بر می‌آید، مدل ارائه شده براساس ۵ بُعد شرایط علی، زمینه‌ای، مداخله‌گر، استراتژی‌ها و پیامدها، نشان دهنده رُخداد ناهنجاری بازار از نظر ورود به فاز شیدایی در بورس اوراق بهادار می‌باشد.

۵- بحث و نتیجه‌گیری

هدف این مطالعه، پدیدارشناسی رُخداد ناهنجار فاز شیدایی در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در این مطالعه که به دلیل عدم شناخت شناسی کافی از پدیده محوری، از گام‌های پیاده‌سازی پدیدارشناسی بهره برده شده است، طی دو ابزار مصاحبه و چک‌لیست‌های امتیازی محقق ساخت، تلاش شد تا زمینه‌هایی که می‌توانند در برگیرنده چگونگی ساختار رُخداد ناهنجار فاز شیدایی در بورس اوراق بهادار باشند، مورد کنکاش قرار گیرند. به همین دلیل این مطالعه، ضمن شناسایی علل و زمینه‌های پدیداری این رُخداد ناهنجار و غالباً پنهان در بورس اوراق بهادار تهران، کارکردهایی که می‌توانست در تسهیل گستردگی این پدیده در شکاف قیمت، مقطعی سهام مؤثر باشد نیز در قالب شرایط مداخله‌گر تعیین گردید تا از طریق ترکیب با استراتژی‌های عملیاتی شرکت‌ها در تشدید این رُخداد ناهنجار، بتوان پیامدهایی که در پس ظهور این پدیده ایجاد می‌شود، را شناسایی کرد و با تجمیع این معیارها، در نهایت نسبت به ارائه الگوی پارادایمی رُخداد ناهنجار فاز شیدایی در بورس اوراق بهادار تهران اقدام شد. لذا از آنجاییکه ارائه الگوی پارادایمی مبتنی بر ۵ جنبه از شرایط علی؛ شرایط زمینه‌ای، شرایط مداخله‌گر، استراتژی‌ها و پیامدها می‌باشد که به طور خلاصه توضیح داده شد، نتایج کسب شده علاوه بر شکل (۵) در یافته‌های پژوهش، به طور خلاصه‌تری در جدول (۱۰) نمایانگر جزئیات شناسایی شده رُخداد ناهنجار فاز شیدایی در بورس اوراق بهادار

جدول (۱۰) مضامین و مقوله‌های رُخداد ناهنجار فاز شیدایی در بورس اوراق بهادار تهران

شرایط پارادایمی		فرآیند کدگذاری		
شرح مقوله	مقوله‌های انتخابی	مضامین مفهومی		
مقوله‌های علی-پدیدارشن ناهنجاری فاز شیدایی بازار	علل برونزا نظام اقتصادی	بکارگیری سیاست‌های پولی انبساطی		
		افزایش سیاست‌های مالی انقباضی		
		افزایش نرخ مؤثر مالیاتی در بازار پولی (خرید و فروش دارایی‌های سرمایه‌ای)		
		تخصیص پارانه‌های دولتی به صنایع		
		کاهش هزینه‌های استقراض از نهادهای بانکی		
	علل برونزا نظام بازار	بکارگیری تجدید ساختار دارایی‌ها توسط شرکت‌ها		
		افزایش قابلیت‌های اهرمی شرکت‌ها		
		صعودی بودن شاخص مومنتوم در بازار		
		کاهش محدودیت‌های تأمین منابع مالی		
		رشد سرمایه‌گذاری غیرفعال در صندوق قابل معامله (ETF)		
مقوله‌های علی-پدیدارشن ناهنجاری فاز شیدایی بازار	علل برونزا نظام اجتماعی	تبلیغات رسانه‌ای برای تجمیع سرمایه‌گذاری در بازار مالی به جای بازار پولی		
		تسهیل دسترسی به بازار سرمایه نسبت به گذشته		
		کاهش نرخ بهره بانک		
		کاهش نوسانات نرخ ارز		
		گسترده‌ی شبکه‌های اجتماعی و کانال‌های سیگنال‌دهی برای سرمایه‌گذاری		
	شرایط مداخله‌گر پدیدارشن ناهنجاری فاز شیدایی بازار	سبک مدیریت بر شرکت‌ها	کوته‌بینی مدیریت در سیاست‌گذاری‌های مالی شرکت	
			بیش‌اطمینانی مدیران نسبت به برآوردها و احتمالات واقعی	
			خودشیفتگی در اتخاذ تصمیم‌گیری‌های شرکت	
			سنگربندی مدیریتی در حفظ تصدی بلندمدت	
			بکارگیری سیاست‌های تقسیم سود مصنوعی	
سبک سرمایه‌گذاری و تشکیل پرتفوی		فقدان دانش مالی در تجزیه و تحلیل‌های بنیادین بازار		
		افق‌های سرمایه‌گذاری کوتاه تصمیم‌گیرندگان مالی		
		جذابیت‌های سفته‌بازی در بازار مالی		
		بهره‌گیری از پلتفرم‌های معاملاتی آنلاین برای سرمایه‌گذاری		
		عدم تنوع‌بخشی سهام در تشکیل پرتفوی		
شرایط زمینه‌ای پدیدارشن ناهنجاری فاز شیدایی بازار	تحولات فناوری و تکنولوژیک	فرآیند دخالتهای دولت در سیاست‌گذاری‌های بازار مالی		
		عدم استقلال هیئت‌مدیره شرکت‌ها		
		ساختار مالکیت خانوادگی بر شرکت‌ها		
		عدم پویایی کمیته‌های حسابرسی شرکت‌ها		
		فقدان آیین انتصاب مدیرعامل و دوره تصدی		
	تسهیل‌گرهای تشدید فاز شیدایی	توسعه اتوماسیون فرآیندهای رباتیک (RPA) در جریان اطلاعات		
		فرآیند هوش مصنوعی در تحلیل‌های بازار سرمایه		
		بهره‌گیری از الگوریتم‌های یادگیری ماشین در تشکیل سبد سرمایه‌گذاری		
		افزایش فناوری‌های ولت‌تک (فناوری مالی مدیریت ثروت) در سرمایه‌گذاری		
		ارتقاء معاملات فرکانس بالا (HFT)		
شرایط استرژیک‌های گذار در پدیدارشن ناهنجاری بازار فاز شیدایی بازار	مدیریت ریسک از طریق ابزار مشتقه	توسعه سیستم‌های اطلاعات مدیریت سهام (SMIS)		
		تقویت پشتیبانی‌های سیستمی در تصمیم‌گیری		
		ظهور استارت‌آپ‌های مالی در افشاء اطلاعات		
		بکارگیری فین‌تک‌های مالی در دسترسی سریع به اطلاعات		
		توسعه سیستم اطلاعات حسابداری (AIS)		
	نامتقارن‌سازی افشاء اطلاعات	باز خرید سهام (سهام خزانه)		
		تخصیص حق تقدم به سهامداران		
		استفاده از قراردادهای آتی در خرید سهام		
		بهره‌گیری از اختیار معامله		
		بهره‌گیری از شیوه انتقال «سهام تودلی» از شرکت اصلی به شرکت فرعی		
Phenomenology of The Abnormal Occurrence of Euphoria Phase in Tehran Stock Exchange		بروز رفتارهای توده‌واری در		

افزایش سطح احساسات سرمایه‌گذاران	سرمایه‌گذاری	
پیروی از صف‌های خرید و فروش		
تأثیرپذیری از اخبار و شایعات		
تقلیدپذیری بالا از الگوهای تصمیم‌گیری موفق		
تشدید اثر هاله‌ای در بازار مالی		
لنگر انداختن ذهنی سرمایه‌گذاران	بروز خطاهای ادراکی در سرمایه‌گذاری	
تورش خود استنادی براساس تجرب ناموفق قبلی		
بیش اطمینانی در تصمیم‌گیری‌های مالی		
سوگیری در دسترس بودن اطلاعات		
از دست رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری		
عدم توازن در تخصیص بهینه منابع	بروز حباب قیمت سهام در بازار	
افزایش نوسانات بازار و کاهش نقدشوندگی		
بی‌اعتمادی فزاینده به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار		
رکود تورمی صنایع در نظام اقتصادی		

(منبع: یافته‌های پژوهش)

در واقع روند انجام این مطالعه، با انجام «۱۹» مصاحبه با کنشگران دارای تجربه‌زیسته انتخاب شده، آغاز شد تا پس از کدگذاری در پایان هر مصاحبه، تعداد کدهای بازی که می‌توانست نشان دهنده زمینه‌های رُخداد ناهنجار فاز شیدایی در بورس اوراق بهادار تهران باشد، تعیین شدند. سپس با ادغام‌سازی مفهومی کدهای باز شناسایی شده و هم‌معناسازی هریک از آن‌ها در یک مضمون گزاره‌ای مشخص، مطالعه نسبت به یکپارچه‌سازی جنبه‌های شکل دهنده به رُخداد ناهنجار فاز شیدایی در بورس اوراق بهادار تهران اقدام نمود. از این پس با تعیین تعداد «۶۵» مضمون گزاره‌ای، چک‌لیست‌های محقق ساخت مقیاس‌بندی شده امتیازی بین اعضای پانل توزیع شد تا پس از مباحث و ترکیب مضامین گزاره‌ای بتوان نسبت به مقوله‌های پارادایمی پدیده مورد بررسی اقدام شود. لذا «۱۳» مقوله از بین «۶۵» مضمون گزاره‌ای تشکیل دهنده اجرای الگوی پارادایمی قلمداد شدند که در ادامه به تفکیک هریک از مقوله‌های پارادایمی، نسبت به تشریح آن اقدام می‌شود.

◆ مقوله‌های علی پدیدارشدن ناهنجاری فاز شیدایی بازار

ارکان قاعده علیت در الگوی پارادایمی، اشاره به این مسئله دارد که هرگاه علت وجودی یک مفهوم (پدیده) از ضرورتی در یک مبنا (بستر) برخوردار باشد، وجود معلول‌هایی برای باز تعریف آن ضروری بنظر می‌رسد. این ضرورت در شرایط علی، جلوه‌گر جنبه‌های از رُخداد یک پدیده است که ادراک ناشی از چگونگی شکل‌گیری آن، می‌تواند بازتاب‌دهنده شناخت علت ظهور یک پدیده در بستر تلقی گردد. لذا از آنجاییکه ماهیت پدیده مورد بررسی، پدیدارشدن ناهنجاری ناشی از فاز شیدایی بازار در بورس اوراق بهادار می‌باشد، دسته‌بندی‌های مضمونی و مقوله‌های پدیدار شده، نشان دهنده فاکتورهای برون‌زا در ساختار اقتصادی، بازار و نظام اجتماعی است که با تأثیرپذیری از سیاستگذاری‌های صورت گرفته، می‌تواند زمینه‌ساز بروز این پدیده ناهنجار در ساختار بورس اوراق بهادار گردد. از یک سو «علل برون‌زا نظام اقتصادی» به عنوان اولین مقوله علی در پدیداری ناهنجار فاز شیدایی بازار، در بر گیرنده سیاست‌های پولی انبساطی و سیاست‌های مالی انقباضی است که معمولاً دولت‌ها به دلیل مشکلات گردش نقدینگی پایین و افزایش بدهی‌های خود، با کاهش نرخ بهره بانکی، از یک سو و افزایش وام‌ها و تسهیلات از سوی دیگر، خواسته یا ناخواسته، سطح تمایل به سرمایه‌گذاری در بورس را تحریک می‌نماید که در این صورت، تمرکز بر برخی از سهام رو به رشد، از همراهی بیشتری برای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار برخوردار هستند. از طرف دیگر دولت‌ها ممکن است با تخصیص یارانه‌های حمایتی به صنایع در پی توسعه پروژه‌ها و طرح‌هایی باشند که در چشم‌انداز سند تحول مورد تأکید قرار گرفته است که در این شرایط گردش نقدینگی ناشی از ورود سرمایه‌های جدید به بورس اوراق بهادار، می‌تواند به عنوان عامل مؤثر دیگری در تشدید اثر شیدایی یا اصطلاحاً اثر مقطعی تغییر قیمت سهام در کوتاه‌مدت باشد. از کنار این عوامل سیاست‌های مالی دولت، برای پدیدارشدن ناهنجاری‌های سرمایه‌ای در بازار پولی،

می‌تواند سطح انگیزه سرمایه‌گذاران را در خارج شدن از این بازار و ورود به بازار مالی را تقویت کند و باعث گردد تا این سرمایه‌گذاران جدید بر روی سهام با بازده بالاتر مقطعی تمرکز کنند. از سویی دیگر «علل برون‌زا نظام بازار» به عنوان دومین مقوله‌ی علی در پدیداری ناهنجاری فاز شیدایی بازار، نشان دهنده‌ی شیوه‌هایی از شاخص‌های مرجع بازار سرمایه و کاهش محدودیت در تأمین منابع برای شرکت‌ها به دلیل رویکردهای سیاست‌گذاری قابلیت اهرمی در بازار سرمایه می‌باشد. به عنوان مثال قرارگیری شاخص ممنوم با شیب زیاد در سر نمودار ارزیابی، می‌تواند مبنایی برای افزایش قیمت سهام در کوتاه‌مدت باشد که همین مسئله تمایل به خرید این نوع از سهام را افزایش می‌دهد. از طرف دیگر، سیاست‌گذاری‌های بازار باهدف حمایت از صنایع ممکن است، محدودیت اعمالی بر تأمین منابع از طریق عرضه سهام را کاهش دهد، که در این شرایط نیز، با حفظ قیمت سهام شرکت‌های مورد تساهل در سیاست‌گذاری‌های انجام شده، احتمال تشدید اثر شیدایی در بازار، فرآیندها می‌گردد. در نهایت «علل برون‌زا نظام اجتماعی» به عنوان آخرین مقوله‌ی علی اثرگذار در تشدید فاز شیدایی بازار مالی، نشان دهنده‌ی سیاست‌های رسانه‌ای و اثرگذار اجتماعی (مانند بهبود رفاه بالاتر از طریق کنترل نوسانات ارزی یا تسهیل در دسترسی به بازار سرمایه برای عموم سرمایه‌گذاران) می‌باشد که غالباً در سایه‌ی دو مقوله‌ی قبلی پنهان هستند. در واقع این معیارها به دلیل عمق تأثیرگذاری بالاتری که در بازارهای مالی دارند، معمولاً جزء فاکتورهایی به حساب می‌آیند که در کمیته‌های ارزیابی، تفسیر دقیقی از آنها ارائه نمی‌شود. لذا با درک چنین مقوله‌هایی در شرایط علی، می‌توان دریافت که ناهنجاری ناشی از فاز شیدایی در بازار می‌تواند تابعی از معیارهای اقتصادی، بازار و نظام اجتماعی باشد.

♦ مقوله‌های زمینه‌ای پدیدارشدن ناهنجاری فاز شیدایی بازار

همانطور که از مفهوم مبنایی زمینه، در چارچوب پارادایمی بر می‌آید، جنبه‌هایی از وقوع یک پدیده، مورد اشاره قرار می‌گیرد که سرعت وقوع آن را در بستر فرآیندها می‌نماید. لذا از آنجاییکه مسئله این مطالعه پدیدارشدن ناهنجاری اثر شیدایی بازار در بورس اوراق بهادار می‌باشد، دو زمینه «تحولات فناوری/تکنولوژیک» و «شبکه اطلاعات/افشاء شده» محرک‌های تشدید کننده شرایط علی می‌تواند در نظر گرفته شود. از آنجاییکه از نقطه نظرهای مشترک در خصوص توصیف اثر شیدایی در مبنای نظری بر می‌آید، تغییرات فناوری از جمله فاکتورهای تسهیل‌کننده‌ای است که با تأثیر بر ادراک سرمایه‌گذاران به دلیل وجود چشم‌انداز مطلوب‌تر در سهام شرکت‌های بهره‌مند از سیستم‌های اطلاعاتی شفاف و تحولات تکنولوژیک، می‌تواند وقوع رخداد ناهنجاری بازار در ورود به فاز شیدایی را تشدید کند. رویکردی که با ارجاع به اصطلاح معروف «حباب دات کام»^۱ در دهه ۹۰ میلادی (حد فاصل سال‌های ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۰) و یافته‌های پژوهش پوتریکائس (۲۰۲۵)، می‌توان دریافت که سهام شرکت‌هایی که از ظرفیت‌های بالاتری به لحاظ استفاده از الگوریتم‌های رباتیک و فناوری‌های ولت‌تک از یک سو و سیستم‌های اطلاعات مدیریت سهام و استارت‌آپ‌های مالی از سوی دیگر، برخوردار هستند، از اثرگذاری بالاتری در ورود ناهنجاری فاز شیدایی به بورس اوراق بهادار تلقی می‌شود. چراکه اقبال بالاتر شرکت‌های توسعه یافته در حوزه فناوری به تغییر مقطعی و ناگهانی ارزش بازار سهام این شرکت‌ها نسبت به سایر هم‌تایان شان می‌شود که در نتیجه پس از بازه زمانی کوتاهی به دلیل محقق نشدن انتظارات بازدهی ناشی از سرمایه‌گذاری، افت شدید قیمت باعث می‌گردد تا سطح عرضه سهام خریداری شده برای فروش بالاتر رود و این مسئله نشان دهنده ناهنجاری پدیده شیدایی بازار می‌باشد.

♦ مقوله‌های مداخله‌گر پدیدارشدن ناهنجاری فاز شیدایی بازار

در توصیف شرایط مداخله‌گر در چارچوب پارادایمی بایستی به تأثیرگذاری مصداقی کارکردهای ابعاد شناسایی شده‌ی یک پدیده بر استراتژی‌ها اشاره نمود. به عبارت دیگر، شرایط مداخله‌گر را می‌بایست مبنای محرک وقوع

¹ Dot-com Bubble

استراتژی‌های ظهور یک پدیده محوری در چارچوب پارادایمی تلقی نمود. از این رو سه مقوله «سبک مدیریت بر شرکت‌ها»، «سبک سرمایه‌گذاری و تشکیل پرتفوی» و «سبک حکمرانی بر بازار مالی» را می‌بایست از جمله محرک‌های تشدید ناهنجاری بازار در ورود به فاز شیدایی تلقی نمود. اگرچه هریک از مقوله‌های قرار گرفته در مبنای مداخله‌گر در الگوی پارادایمی از مکانیزم‌های تشدیدکننده متفاوتی در سطح خرد یعنی سرمایه‌گذاری‌های فردی، در سطح میانی یعنی شیوه‌های مدیریتی شرکت‌ها و در سطح کلان یعنی حکمرانی نهادی در بازار، برخوردار هستند، اما نشان دهنده تأثیراتی تلقی می‌شوند که همچون یک زنجیره برهم زننده توازن، می‌تواند ماهیت سرمایه‌گذاری‌های مبتنی بر نظام جریان آزاد را در بورس اوراق بهادار، تحت تأثیر قرار دهد. به طور تفکیک شده نیز می‌توان با ارجاع به مضامین تشکیل دهنده مقوله انتخابی «تأثیرگذاری سبک مدیریت شرکت‌ها» دریافت که غالباً تزلزل صندلی مدیریتی در شرکت‌ها به دلیل نبود سازوکارهای حمایتی از تصمیم‌های مبتنی بر تحلیل از بازار، سبب می‌شود تا رویکرد مدیران مبتنی بر کوتاه‌نگری بنا نهاده شود که این مسئله اگر همراه با پیش‌فرض منفعت طلبی مدیران در سنگر بندی‌های شرکت باشد، می‌تواند عاملی نامشهود در تشدید اثر شیدایی در بازار تلقی گردد. از طرف دیگر، با ارجاع به مضامین تشکیل دهنده مقوله «سبک سرمایه‌گذاری و تشکیل پرتفوی» مشخص می‌شود که عملاً حرکت بورس به سمت سفته بازی یا افق‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت می‌تواند با عدم تنوع‌بخشی سهام در تشکیل پرتفوی‌های سرمایه‌گذاری، ضمن برهم زدن توازن بازار سرمایه، به رشد ناگهانی برخی از سهام مورد اقبال بالاتر منجر گردد که این مسئله با تغییر ناگهانی ارزش بازار سهام مزبور نسبت به ارزش ذاتی که دارند، باعث ایجاد ناهنجاری بازار در ورود به فاز شیدایی گردد. در نهایت ارجاع به مضامین تشکیل دهنده مقوله «سبک حکمرانی بر بازار مالی» نشان می‌دهد که وجود تضاد منافع ناشی از نوع ساختارهای مالکیتی از یک سو و عدم استقلال هیئت مدیره از سوی دیگر، در کنار چالش‌های حکمرانی دولتی، در بازار می‌تواند نقش تشدید کننده‌ای در ظهور ناهنجاری‌های بازار جهت ورود به فاز شیدایی داشته باشد.

استراتژی‌های اثرگذار در پدیدارشدن ناهنجاری فاز شیدایی، بازار

بخش مهمی از فرآیندهای اجرایی یک پدیده در بستر مورد نظر، به استراتژی‌هایی بستگی دارد که براساس آن می‌توان انتظار پیامدهای احتمالی را داشت. به عبارت دیگر استراتژی‌ها در چارچوب پارادایمی را می‌بایست سازوکارهای اجرایی منتسب به یک پدیده محوری در نظر گرفت که با ارائه‌ی شیوه‌هایی بسته به ماهیت مثبت یا منفی بودن آن پدیده، می‌تواند زمینه وقوع پیامدهایی را در بستر مطالعه محرز نماید. دو استراتژی «مدیریت ریسک از طریق ابزار مشتقه» و «ماتقرن‌سازی افشاء اطلاعات» در زمره سازوکارهای اجرایی تلقی می‌شوند که می‌توانند در ناهنجاری بازار مبنی بر ورود به فاز شیدایی بورس اوراق بهادار مؤثر باشند. چراکه از یک سو برخی از شرکت‌ها با رویکرد معاملات فردایی از طریق ابزارهای مشتقه، در پی مدیریت ریسکی هستند که ممکن است که به دلیل نقدینگی پایین شرکت سبب گردد تا از راه کارهایی علاوه بر استفاده از قراردادهای آتی و بهره‌گیری از اختیار معامله در خرید سهام و یا انتقال صوری سهام از شرکت‌های اصلی به شرکت‌های فرعی تحت اصطلاح «سهام تودلی» تلاش نمایند، با اولویت قرار دادن منافع خود، سهم بیشتری از عرضه سهام در بازار داشته باشند. لذا با بهره‌گیری از شیوه‌های رقابتی ابزار معامله مشتقه، این فرصت برای آنان ایجاد می‌شود تا از اثر شیدایی در بازار، برای جلب نظر سهامداران استفاده نمایند. هرچند این ابزارها می‌تواند از مزیت‌های مثبتی نیز برخوردار باشند، اما فقدان سازوکارهای نظارتی بر نحوه عملکرد آن می‌تواند آبرازی برای بروز ناهنجاری‌های بازار در ورود به فاز شیدایی در نظر گرفته شود. از طرف دیگر، شرکت‌ها با پیچیده کردن فرآیندهای افشاء اطلاعات و اجتناب از انعکاس اخبار منفی، تلاش دارند تا از تکنیک‌های لحن‌سازی مثبت در افشاء بهره مند گردند و از این طریق با پوشش نقاط ضعف عملکردی خود، تلاش نمایند تا از فرصت‌های

ببرند. هرچند انباشت توده منفی اخبار و اطلاعات در کنار مقطعی بودن ناهنجاری ناشی از ورود بازار به فاز شیدایی می‌تواند به وقوع پیامدهای منفی زیادی برای شرکت‌ها منتج گردد.

♦ پیامدهای ناشی از پدیدارشدن ناهنجاری فاز شیدایی بازار

پیامدها در پارادایم‌سازی یک پدیده، بروندادی از استراتژی‌هایی است که برحسب نوع ماهیت آن پدیده در سازوکارهای اجرایی در بستر، می‌تواند به وقوع به پیوندد. باتوجه به اینکه ماهیت پدیده مطالعه، پدیدار شدن ناهنجارهای بازار در ورود به فاز شیدایی در بورس اوراق بهادار می‌باشد، برحسب استراتژی‌های پارادایمی، سه مقوله‌ی «بروز رفتارهای توده‌واری در سرمایه‌گذاری»، «بروز خطاهای ادراکی در سرمایه‌گذاری» و «بروز حباب قیمت سهام در بازار» به عنوان پیامدهای چارچوب ارائه شده قابل توجه است. اولین و احتمالاً منبع‌ترین پیامد ظهور فاز شیدایی، بروز رفتارهای توده‌واری سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار می‌باشد. مکانیزم درون‌زایی که با تأثیرپذیری از اخبار و شایعات بیرونی، رفتارهای سرمایه‌گذاری توأم با هیجانات و احساسات را تحریک می‌کند و منتج به بروز رفتارهای ناهنجاری می‌شود که می‌تواند توازن بازار سرمایه را تحت تأثیر قرار دهد. از سوی دیگر الگوپذیری از یک سبک تصمیم‌گیری غالب موفق، در بازار سرمایه می‌تواند صف‌های خرید یا فروش برای یک سهام خاص را افزایش دهد، که این مسئله به عنوان عامل دیگری از تشدید فاز شیدایی بازار در پیامد بروز رفتارهای توده‌وار می‌تواند در نظر گرفته شود. از سوی دیگر، بروز خطاهای ادراکی در سرمایه‌گذاری پیامد دیگری از پدیدارشدن تشدید ناهنجاری فاز شیدایی در بورس اوراق بهادار تلقی می‌گردد که براساس آن باعث می‌گردد تا سطح اثر هاله‌ای در تصمیم‌گیری‌های مالی فزاینده‌تر گردد و سایر جنبه‌های دیگر از سوگیری ادراکی مثل خود استنادی یا بیش‌اطمینانی در تصمیم‌گیری‌ها باعث گردد تا با فزاینده‌گی مقطعی قیمت سهام نسبت به ارزش ذاتی، به طور هیجان‌زده، تصمیم‌های سرمایه‌گذاران همراه با خطاهای ادراکی و سرخوردگی‌های بعدی آن باشد. در نهایت پیامد محتمل دیگر در این حوزه، بروز حباب قیمت سهام است که با از دست دادن فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عدم توازن در تخصیص بهینه منابع، می‌تواند به فزاینده‌گی نوسانات بازار و کاهش نقدینگی منتج گردد و در نتیجه بی‌اعتمادی فزاینده سرمایه‌گذاران و رکود تورمی صنایع را در اقتصاد به همراه داشته باشد.

طی فرآیند پدیدارشناسی در راستای ارائه الگوی پارادایمی رُخداد ناهنجاری بازار در ورود به فاز شیدایی، این مطالعه توانست با شناسایی علل و زمینه‌های مؤثر از یک سو و رویکردهای مداخله‌گرایانه شرکت‌ها در استفاده از استراتژی‌های عملیاتی و اطلاعاتی از سوی دیگر، پیامدهای محتملی که با تشکیل حباب قیمت‌ها به بروز رفتارهای غیرمنطقی/عقلایی و توأم با خطاهای ادراکی منتج می‌شود، را مورد کنکاش قرار دهد. لذا در بیان جمع‌بندی نهایی از یافته‌های این مطالعه، آن چیزی که بیش از پیش می‌بایست مدنظر قرار گیرد، شناخت ناهنجارهایی است که بورس اوراق بهادار را وارد فاز شیدایی می‌نماید. مسئله‌ای که به دلیل ناشناخته بودن در مبانی نظری و پژوهش گذشته، مانع از توجه ویژه به سیاست‌گذاری‌های منسجم در این بستر گردیده است. لذا این مطالعه نشان می‌دهد خوش‌بینی بیش از حد و انتظارات غیرواقعی از تغییرات ناگهانی قیمت یک سهام در بازارهای مالی بدون استدلال‌های بنیادین کافی در چرایی چنین نوسانات مقطعی، اگرچه در کوتاه‌مدت حجم معاملات را فزاینده می‌کند، اما پس از رسیدن به نقطه اشباع، مطابق سیکل حباب قیمت سهام در بازار مالی که در مدل دیوران (۲۰۲۴) در مبانی نظری ارائه شد، باعث افول قیمت سهام حتی به قیمت پایین‌تر از ارزش ذاتی اولیه آن می‌گردد. در این نقطه، تشکیل صف‌های عرضه سهام باعث می‌گردد تا ضمن عدم نقدشوندگی سهام و از دست رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری دیگر، بازار سرمایه با رکود تورمی مواجه گردد. محصل رُخداد ناهنجاری بازار در عدم کنترل تأثیرات منفی، فاز شیدایی است که به بروز بی‌اعتمادی فزاینده در آینده به بازار سرمایه منجر خواهد شد.

لذا براساس این نتایج می‌توان به نهادهای ناظر در سازمان بورس اوراق بهادار همچون کمیته‌های ارزیابی و تدوین الزامات کنترلی در حفظ توازن نقدینگی توصیه نمود، تا از یک سو دستورالعمل‌های بیشتری در حوزه وثیقه‌گذاری برای معاملات اعتباری کارگزاران و سرمایه‌گذاران عمده در بورس اوراق بهادار در نظر گرفته شود، تا از ورود نقدینگی بیش از حد به بازار جلوگیری گردد. از سوی دیگر، می‌بایست با محدود کردن حجم معاملات اعتباری، سقف مشخصی برای آن در نظر گرفته شود تا ضمن کنترل ابزارهای مالی مورد استفاده شرکت‌ها، مانع از افزایش بی‌رویه اهرم مالی در معاملات بورس اوراق بهادار گردد. به علاوه با توجه به تشدید رُخداد ناهنجاری بازار در ورود به فاز شیدایی از طریق سفته‌بازی، توصیه می‌شود تا سیاستگذاران بورس اوراق بهادار با استفاده از ابزارهایی مثل مالیات بر عایدی سرمایه و یا کارمزد پلکانی، معاملاتی که می‌تواند توأم با نوسانات غیرمنطقی باشد، را کاهش دهد.

تامین مالی

هیچ حمایت مالی وجود نداشته است.

مشارکت نویسندگان

همه نویسندگان محتوای مقاله را تأیید و در مورد تمامی جوانب کار توافق داشتند.

تضاد منافع

نویسندگان اعلام می‌نمایند، که هیچگونه تضاد منافع وجود ندارد.

سپاسگزاری‌ها

نویسندگان از مسئولین و داوران نشریه تشکر و قدردانی می‌نمایند.

منابع

- Agarwal, V., Taffler, R.J. & Wang, C. (2025). Investor emotions and market bubbles. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 64(2): 339–369. <https://doi.org/10.1007/s11156-024-01309-w>
- Andrian, L., Rodriguez, C. M. and Valencia, O. M. (2025). Surges in the shadows: Stock-flow adjustments and public debt spikes, *Emerging Markets Review*, 67(2): 66-81. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2025.101306>
- Arian Tabar, A., Bokharayn, M., Saeedi, P. and Nouraei, M. (2024). Presenting the behavioral model of traders' financial decisions in the Iranian capital market, *Financial Engineering and Portfolio Management*, 15(61): 1-20. (In Persain).
- Arvis, P., Lehert, P. and Guivarc'h-Levêque, A. (2012). Simple adaptations to the Templeton model for IVF outcome prediction make it current and clinically useful, *Human Reproduction*, 27(10): 2971-8. <https://doi.org/10.1093/humrep/des283>
- Asadi, E. , Zare, H. , Ebrahimi, M. and Piraiee, K. (2019). Price Bubbles in Tehran Stock Market: A Dynamic Stochastic General Equilibrium Model. *Applied Theories of Economics*, 6(2): 73-100. (In Persain).
- Asghari Barmaei, S. M. , Fallah, R. , Maranjory, M. and Taghipourian, Y. (2025). A Model Based on Factors Influencing Financial Market Indices in Iran's Environmental Conditions. *Dynamic Management and Business Analysis*, 4(1): 107-127. (In Persain).
- Cerruti, G. and Lombardini, S. (2022). Financial bubbles as a recursive process lead by short-term strategies, *International Review of Economics & Finance*, 82(2): 555-568. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.07.011>
- Coskun, Y., Pitros, C. (2024). Is there a bubbly euphoria in the Turkish housing market?. *Journal of Housing and the Built Environment*, 37(2): 2013–2032. <https://doi.org/10.1007/s10901-022-09931-7>
- Darmono, D., Su'un, M., Jillbert, J. and Ikawijaya, N. (2024). Endogenous and Exogenous Factors Affecting Capital Structure: A Theoretical Review, *ATESTASI Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 7(1): 40-49. <https://doi.org/10.57178/atestasi.v7i1.753>

- Dewan, K. (2024). How Do Investors React To Market Bubbles And Crashes, And What Are The Underlying Behavioral Explanations For Such Reactions?, *Iosr Journal Of Economics And Finance*, 15(5): 40-47. <http://dx.doi.org/10.9790/5933-1505044047>
- Dieci, R., Schmitt, N. & Westerhoff, F. (2025). Boom–bust cycles and asset market participation waves: Momentum, value, risk, and herding. *Journal of Evolutionary Economics*, <https://doi.org/10.1007/s00191-025-00905-w>
- Ferrara, M. and Ciano, T. (2025). Financial bubbles and behavioral “Tattonnement” dynamics, *Encyclopedia of Monetary Policy, Financial Markets and Banking* (First Edition), 3(3): 694-698. <https://doi.org/10.1016/B978-0-44-313776-1.00201-4>
- Graham, B. (1949). The Intelligent Investor, Chapter 8, *HarperCollins*. ISBN 0-06-055566-1.
- Guo, H., Lin, Q. and Pai, Y, J. (2022). A Tale of Fear and Euphoria in the Stock Market, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 3(1): 56-78. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3149682>
- Hasan, F., Al-Najjar, B. (2025). Calendar anomalies and dividend announcements effects on the stock markets returns. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 64(2): 829–859. <https://doi.org/10.1007/s11156-024-01321-0>
- Kose, A., Nagle, P., Ohnsorge, F. and Sugawara, N. (2021). Debt and Financial Crises: From Euphoria to Distress, In book: *Global Waves of Debt: Causes and Consequences*, pp:169-203. https://doi.org/10.1596/978-1-4648-1544-7_ch5
- Lahav, E., Shavit, T. and Benzion, U. (2016). Can't wait to celebrate: Holiday euphoria, impulsive behavior and time preference, *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, 65(4): 128-134. <https://doi.org/10.1016/j.socec.2016.07.004>
- Mir, F, S. and Shahrokh, Z, D. (2022). The nature of phenomenology with a focus on comparative analysis of a variety of phenomenological strategies, *Journal of Applied Studies in Management and Development Sciences*, 7(2): 29-38. (In Persain).
- Potrykus, M. (2025). Dot-com and AI bubbles: Can data from the past be helpful to match the price bubble euphoria phase using dynamic time warping?, *Finance Research Letters*, 67(1): 376-410. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105799>
- Quaye, I. , Mu, Y. , Abudu, B. and Agyare, R. (2016). Review of Stock Markets’ Reaction to New Events: Evidence from Brexit. *Journal of Financial Risk Management*, 5(2): 281-314. <https://doi.org/10.4236/jfrm.2016.54025>
- Rao-Nicholson, R. and Ayton, J, S. (2018). Euphoria in financial markets: How Indian companies generate value in their cross-border acquisitions, *Research in International Business and Finance*, 38(2): 494-508. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.022>
- Rogers, W.S. (2011), *Social Psychology*, Second Edition, *Open University Press, Berkshire*.
- Rosenberg, S., Riggs, D.W., Skelton, S. (2024). Relational Euphoria: Fractures and Healing. In: The Trans Möbius Strip. *Critical and Applied Approaches in Sexuality, Gender and Identity*. Palgrave Macmillan, Cham. https://doi.org/10.1007/978-3-031-70786-5_7
- Saadat, R., Abounori, E. and Reiskarami, F. (2023). Shocks in Iran's Business Cycle: Dynamic Stochastic General Equilibrium Models Approach. *Economic Policies and Research*, 2(2): 139-174. (In Persain).
- Schotanus, P. (2014). Mr. Market's Mind: Finance's Hard Problem, *Journal of Behavioral Finance*, 15(2): 109-119. <https://doi.org/10.1080/15427560.2014.908883>
- Sohaili, K., Fattahi, Sh. and Rahmaniani, N. (2019). Compare effect of monetary and fiscal policy effect on stock market bubble within DSGE model in Iran stock market, *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 12(43): 121-130. (In Persain).
- Strauss, A.L; & Corbin, J. (1998). Basics of qualitative research: Grounded theory: Procedures and Technique. (2nd Edition); Sage, *Newbury Park, London*.
- Susen, S. (2021). Critical remarks on existence theory: Between existentialism and phenomenology, *Journal of Classical Sociology*, 22(1): 11-28. <https://doi.org/10.1177/1468795X211051514>
- Torkar, M., Mladenic, D. (2022). Characterizing financial markets from the event driven perspective, *Applied Network Science*, 6(3): 74-98. <https://doi.org/10.1007/s41109-021-00417-z>
- Woo, K, Y., Mai, C., McAleer, M., & Wong, W, K. (2020). Review on Efficiency and Anomalies in Stock Markets. *Economies*, 8(1): 20-43. <https://doi.org/10.3390/economies8010020>

- Zainudin, A. D., Mohamad, A. (2021). Financial contagion in the futures markets amidst global geo-economic events, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 81(2): 288-308. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2021.06.021>
- Zhang, D., Hu, M. and Ji, Q. (2021). Financial markets under the global pandemic of COVID-19, *Finance Research Letters*, 36(2): 1-15. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101528>

در حال انتشار
(In Press)