

## **A review of investment ethics with the approach of financial crises**

Ali Hazaveh<sup>1</sup>, Mahdi Madanchi Zaj<sup>2</sup>

Received: 11/10/2022

Accepted: 04/01/2023

### **Extended Abstract**

#### **Introduction**

Recently, the global financial crisis has caused the financial media to seek answers to the question of whether the activists in the financial field have performed their duties correctly. Also, the recent financial scandals in the world have created concerns about ethical principles.

Ethics is a subject required by all professions, which is also defined as a set of principles and values. Ethics in investment is a threat to the survival of companies and only causes the loss of financial resources. On the other hand, researchers believe that investment ethics can help companies survive a financial crisis by building credibility and reputation. Therefore, in line with the existing gap, it is necessary to provide a comprehensive model regarding the investment ethics of managers in the financial crisis by using a qualitative research plan and using the opinions of experts.

#### **Literature Review**

In the context of the research topic, [Vafaeipour and Ghasemi \(2019\)](#) presented a model based on financial crisis, investment opportunity and its effect on audit quality based on a post-event research with panel data. The results of the research hypothesis test showed that the financial crisis has a negative and significant impact on audit quality. Also, there is a negative and significant effect between investment opportunity and audit quality.

#### **Research Methodology**


The present study is a review study in which the articles indexed in scientific databases such as SID, Civilica, Noormags and IJFA were done. Research texts from 1992 to the end of 2023 have been examined. In this study, the researchers

---

1. Department of Finance, Science and Research Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.

2. Department of Financial Management, Electronic Unit, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (Corresponding Author).  
[madanchi@iauec.ac.ir](mailto:madanchi@iauec.ac.ir)

**How to cite this paper:** Madanchi Zaj, M., & Hazaveh, A. (2022). A review of investment ethics with the approach of financial crises. *Advances in Finance and Investment*, 3(9), 171-194. [In Persian]

 <https://doi.org/10.30495/afi.2023.1979712.1195>

have searched and extracted the valid English articles from the reliable electronic sources by using the determined keywords, and by examining the full texts of these articles, the obtained data have been classified as recommended. The keywords considered in this study were the words ethics, investment ethics, investment, managers, financial crisis, ethical investment and professional ethics in the titles and abstracts of the searched articles. Then irrelevant and duplicate items were deleted. In the next stage, the full texts of the remaining articles were reviewed and after removing the irrelevant items, the results related to the selected articles were compiled and reviewed in the final stage.

## Results

The results of studies state that most of the financial crises are caused by non-compliance with ethics in decision-making processes; and following ethical principles in decisions and professional behavior can prevent society from moving towards financial crises in the long term. By following the model of ethics in investment, we can witness the reduction of financial crises in the society in the long run. Therefore, companies, investors, policy makers and all related institutions are suggested to use this model and identify their strengths and weaknesses to move towards strengthening ethical behavior in investment.

## Discussion and Conclusion

A review of the research background shows the agreement of researchers on the issue that investment ethics has a positive effect on reducing market risks (Abrishami *et al.*, 2017), financial satisfaction (Parmitasari *et al.*, 2018), financial decisions (Dunn and Sainty, 2020) and performance markets (Alziyadat and Ahmed, 2018). Studies such as Everett *et al* (2015) and Dunn and Sainty (2020) also deal with the ethical decision-making approach. However, it can be seen that despite many researches that have been done on investment ethics, there is no research on the ethical decision-making model in investing in financial crises and most of the researches have dealt with the consequences of this issue. Therefore, the current research will be done to fill this research gap.

## Conflict of Interest

The authors of this article declared no conflict of interest regarding the authorship or publication of this article.

**Keywords:** Ethics, Financial crisis, Investment, Investment ethics, Managers.

**JEL Classification:** G01, O16, M12.

## بیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری

سال سوم، زمستان ۱۴۰۱ - شماره ۹

صفحات ۱۹۴-۱۷۱

## نوع مقاله: مروری

## مروری بر اخلاق سرمایه‌گذاری با رویکرد بحران‌های مالی

علی هزاوه<sup>۱</sup>، مهدی معدنچی زاج<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۷/۱۹

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۱۰/۱۴

## چکیده

**هدف:** هدف از این پژوهش، ایجاد الگویی از تصمیم‌گیری اخلاقی است که برای حسابداران و حرفه حسابداری صدق می‌کند. در این پژوهش الگویی یکپارچه از پنج عامل تأثیرگذار بر تصمیم‌گیری اخلاقی توسط حسابداران مشخص شد که عبارتند از کدهای رفتاری حرفه‌ای، جهت‌گیری فلسفی، جهت‌گیری مذهبی، ارزش‌های مشتق از فرهنگ، بلوغ اخلاقی. **روش‌شناسی پژوهش:** مطالعه حاضر یک مطالعه مروری است که در آن از مقالات نمایه شده در پایگاه‌های اطلاعاتی علمی نظیر مرکز اطلاعات علمی جهاد دانشگاهی، مرجع دانش، پایگاه مجلات تخصصی نور و نشریه تحلیل مالی انجام شد. متون پژوهشی از ۱۹۹۲ تا پایان سال ۲۰۲۳ مورد بررسی قرار گرفته است. محققان در این مطالعه با استفاده از کلیدواژه‌های تعیین شده، مقالات معتبر انگلیسی را از منابع معتبر الکترونیک جستجو و استخراج نموده و با بررسی متون کامل این مقالات، داده‌های حاصل را به صورت دسته بندی شده توصیف نمودند.

**یافته‌ها:** بر اساس یافته‌های پژوهش اغلب بحران‌های مالی از پس عدم رعایت اخلاق در فرآیندهای تصمیم‌گیری به وجود می‌آیند و پیروی از اصول اخلاقی در تصمیمات و رفتار حرفه‌ای، قادر است از حرکت جامعه به سمت بحران‌های مالی در بلندمدت جلوگیری کند.

**اصالت / ارزش افزوده علمی:** بر اساس یافته‌های پژوهش در نهایت مشخص شد الزامات اخلاقی در سرمایه‌گذاری نیز یکی از مقوله‌های الگوی اخلاق در سرمایه‌گذاری در بحران مالی می‌باشد. ساماندهی و توسعه بازار سرمایه در گروی توجه به تنظیم ساختار بازار مالی متناسب با ویژگی‌های کلان اقتصادی و مختصات بنگاه‌های فعال در اقتصاد کشور است.

**کلیدواژه‌ها:** اخلاق، اخلاق سرمایه‌گذاری، بحران مالی، سرمایه‌گذاری، مدیران.

طبقه‌بندی موضوعی: G01, O16, M12.

۱. گروه مالی، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

۲. گروه مدیریت مالی، واحد الکترونیک، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول). [madanchi@iauec.ac.ir](mailto:madanchi@iauec.ac.ir)

**استناد:** هزاوه، علی؛ معدنچی زاج، مهدی. (۱۴۰۱). مروری بر اخلاق سرمایه‌گذاری با رویکرد بحران‌های مالی. *بیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری*، ۳(۹)، ۱۹۴-۱۷۱.

## ۱- مقدمه

سرمایه‌گذاری اخلاقی به تمرین استفاده از اصول اخلاقی به‌عنوان فیلتر اولیه برای انتخاب سرمایه‌گذاری اوراق بهادار اشاره دارد. سرمایه‌گذاری اخلاقی به دیدگاه سرمایه‌گذار بستگی دارد. سرمایه‌گذاری اخلاقی گاهی به‌جای سرمایه‌گذاری آگاهانه اجتماعی استفاده می‌شود. با این حال، صندوق‌های دارای آگاهی اجتماعی معمولاً دارای یک مجموعه کلی از دستورالعمل‌ها هستند که برای انتخاب پرتفوی استفاده می‌شوند، درحالی‌که سرمایه‌گذاری اخلاقی نتایج شخصی‌تر را به همراه دارد (Dunn and Sainty, 2020).

سرمایه‌گذاری اخلاقی عبارت است از انتخاب سرمایه‌گذاری بر اساس اصول اخلاقی یا اخلاقی. انتخاب سرمایه‌گذاری بر اساس اخلاق هیچ تضمینی برای عملکرد ارائه نمی‌دهد. سرمایه‌گذاران اخلاقی معمولاً از سرمایه‌گذاری‌های ناشی از سهام گناه که شرکت‌هایی هستند که با فعالیت‌های انگی مانند قمار، الکل، سیگار کشیدن یا سلاح گرم درگیر هستند، اجتناب می‌کنند. تجزیه و تحلیل سرمایه‌گذاری‌ها بر اساس اخلاق باید شامل بررسی اینکه آیا اقدامات شرکت با تعهد آن به اخلاق و عملکرد تاریخی، فعلی و پیش‌بینی‌شده مطابقت دارد یا خیر (Moisson, 2020).

سرمایه‌گذاری اخلاقی به فرد این قدرت را می‌دهد که سرمایه را به شرکت‌هایی اختصاص دهد که رویه‌ها و ارزش‌هایشان با باورهای شخصی‌شان همخوانی دارد. برخی از باورها ریشه در دستورات محیطی، مذهبی یا سیاسی دارند. برخی از سرمایه‌گذاران ممکن است تصمیم بگیرند که صنایع خاصی را حذف کنند یا بیش از حد به بخش‌های دیگری تخصیص دهند که دستورالعمل‌های اخلاقی افراد را رعایت می‌کنند. به‌عنوان مثال، برخی از سرمایه‌گذاران اخلاقی از سهام گناه اجتناب می‌کنند که شرکت‌هایی هستند که درگیر یا عمدتاً با فعالیت‌های سنتی غیراخلاقی یا غیراخلاقی مانند قمار، الکل یا اسلحه گرم سروکار دارند. انتخاب یک سرمایه‌گذاری بر اساس ترجیحات اخلاقی نشان‌دهنده عملکرد سرمایه‌گذاری نیست (Everett et al., 2015).

برای شروع، سرمایه‌گذاران باید به‌دقت بررسی و مستندسازی کنند که از کدام سرمایه‌گذاری اجتناب کنند و کدام‌ها موردعلاقه هستند. پژوهش برای تعیین دقیق اینکه آیا یک سرمایه‌گذاری یا گروهی از سرمایه‌گذاری‌ها با اخلاق فرد مطابقت دارد یا خیر، ضروری است، به‌ویژه هنگام سرمایه‌گذاری در یک شاخص یا صندوق سرمایه‌گذاری مشترک (Hosseini Khankahdani, 2015).

در زمینه موضوع پژوهش وفایی‌پور و قاسمی (Vafaeipour and Ghasemi, 2019) به ارائه مدل مبتنی بر بحران مالی، فرصت سرمایه‌گذاری و تأثیر آن بر کیفیت حساسی بر اساس یک پژوهش پس‌رویدادی با داده‌های پانل پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیات پژوهش نشان داد که بحران

مالی بر کیفیت حسابرسی تأثیر منفی و معنی‌دار دارد. همچنین بین فرصت سرمایه‌گذاری و کیفیت حسابرسی تأثیر منفی و معنی‌دار وجود دارد. به همین صورت عبدالرحیمیان و همکاران (Abdorrahimian et al., 2018) نیز به ارائه الگوی رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران پرداختند. تورش‌های شناختی مقدم بر تورش‌های عاطفی هستند (نظریه ساخت‌واره) که در کنار تأثیر عامل شخصیت، موجب بروز رفتارهای توده‌وار در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی می‌شود. ابریشمی و همکاران (Abrishami et al., 2017) نیز به بررسی و تبیین مخاطرات اخلاقی و انتخاب نامناسب در بازار سرمایه و نقش اخلاق در کاهش آن پرداختند. هرچه اطلاعات مرتبط با بازار سرمایه، شفاف‌تر و متقارن باشد، تأثیرگذاری این بازار بر رشد و توسعه اقتصادی بیشتر خواهد شد. یکی از پیامدهای منفی ناشی از تقارن نداشتن اطلاعات، سوءاستفاده یا به عبارتی مخاطره اخلاقی فرد یا گروه دارای اطلاعات بیشتر است که به دنبال آن، طرف دیگر که اطلاعات کمتری دارد، دچار انتخاب نامناسب می‌شود. در ادامه نظر مهدوی و علی‌پور (Mahdavi and Alipour, 2012)، پژوهشی با عنوان رویکرد تصمیم‌گیری اخلاقی مدیران مالی شرکت‌ها ارائه دادند. نتایج نشان داد که مدیران مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارای رویکرد تصمیم‌گیری ادراک اخلاقی، قضاوت اخلاقی و تمایل اخلاقی می‌باشند. حسینی خانکهدانی (Hosseini Khankahdani, 2015) نیز در مطالعه‌ای دیگر مقایسه شاخص‌های جهت‌گیری اخلاقی در جامعه پزشکان با جامعه حسابرسان پرداخت. شواهد نشان داد که جهت‌گیری اخلاقی ایدئال‌گرایی، نسبی‌گرایی و تعهد حرفه‌ای یکسان است و تفاوت معناداری دارند. همچنین نوع شغل بر رفتار و اخلاقی افراد تأثیرگذار نیست.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در خارج از کشور پارفیت (Parfitt, 2019) به بررسی چگونگی ظهور سرمایه‌گذاری مسئولانه به‌عنوان راهی برای اقدامات سیاسی در زمینه حاکمیت بدون واسطه پرداخت. با تحلیل استراتژی سرمایه‌گذاری مسئولانه، ادغام ریسک‌های محیطی، اجتماعی و حاکمیت در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری، این مقاله استدلال می‌کند که یک منطق اخلاقی مشتق‌زیربنای مدیریت ریسک است. این مقاله نشان می‌دهد که اخلاق مشروط و سودمحور که مدیریت ریسک بر آن استوار است، بنیادی را ایجاد می‌کند که این سرمایه‌گذاری بر روی آن بنا می‌شود. دان و ساینٹی (Dunn and Sainty, 2020) نیز، پژوهشی با عنوان ایجاد الگویی از تصمیم‌گیری اخلاقی است که برای حسابداران و حرفه حسابداری ارائه دادند. هدف از این مقاله، ایجاد الگویی از تصمیم‌گیری اخلاقی است که برای حسابداران و حرفه حسابداری صدق می‌کند. در این پژوهش الگویی یکپارچه از پنج عامل تأثیرگذار بر تصمیم‌گیری

اخلاقی توسط حسابداران مشخص شد که عبارتند از کدهای رفتاری حرفه‌ای، جهت‌گیری فلسفی، جهت‌گیری مذهبی، ارزش‌های مشتق از فرهنگ، بلوغ اخلاقی. در ادامه پارمیتاساری و همکاران (Parmitasari et al., 2018) به تحلیل تأثیر اخلاق سرمایه‌گذاری بر رفتار سرمایه‌گذاران بازار سرمایه و تأثیر آن بر رضایت مالی سرمایه‌گذاران بازار سرمایه پرداختند. این پژوهش نشان داد که اخلاق سرمایه‌گذاری بر رضایت مالی تأثیر می‌گذارد، اخلاق سرمایه‌گذاری نیز بر رفتار سرمایه‌گذار تأثیر می‌گذارد. علاوه بر این، رفتار سرمایه‌گذاران بر رضایت مالی تأثیر گذاشت. این پژوهش همچنین نشان داد که اخلاق سرمایه‌گذاری بر رضایت مالی از رفتار سرمایه‌گذار تأثیرگذار است. الزیادت و احمد (Alziyadat and Ahmed, 2018) نیز، پژوهشی با ارائه چارچوب مفهومی برای تصمیم‌گیری اخلاقی در مؤسسات مالی اسلامی ارائه دادند. این مقاله یک چارچوب مفهومی برای تصمیم‌گیری اخلاقی در مؤسسه مالی اسلامی بر اساس رویکردهای روش‌شناختی اسلامی در اخلاق تهیه می‌کند این رویکرد می‌تواند با تمرکز بر فرایند تصمیم‌گیری اخلاقی، با غلبه بر نقص‌های روش‌شناختی در سنجش عملکرد اخلاقی در امور مالی اسلامی که منجر به پیامدهای رفتار سازمانی فراتر از قانونی بودن قراردادها می‌شود، یاری‌کنند. چارچوب حاصل از پژوهش، شرایطی را بیان می‌کند که تحت آن فعالیتی که به‌صورت پیمانی قانونی و مجاز تلقی می‌شود می‌تواند منجر به نتایج شود که می‌تواند آن را اخلاقی با غیراخلاقی جلوه دهد. به همین ترتیب، پژوهشی با عنوان ارتباط بین متغیرهای اخلاقی ایده‌آل‌گرایی، نسبی‌گرایی و ماکیاولیسم، رفتارهای غیراخلاقی و تصمیمات مالی ارائه کردند و نشان دادند که متغیرهای اخلاقی ایده‌آل‌گرایی، نسبی‌گرایی و ماکیاولیسم می‌توانند رفتارهای غیراخلاقی در موضوعات و تصمیمات مالی را پیش‌بینی نمایند. نتایج پژوهش آنها بر این نکته تأکید داشت که جهت‌گیری‌های اخلاقی فردی با سطوح مختلف تصمیم‌گیری در مورد موضوعات مالی رابطه معنی‌دار دارد.

مرور پیشینه پژوهش نشان‌دهنده توافق محققان بر این موضوع است که اخلاق سرمایه‌گذاری، تأثیر مثبتی بر کاهش مخاطرات بازار (Abrishami et al., 2017)، رضایت مالی (Parmitasari et al., 2018)، تصمیمات مالی (Dunn and Sainty, 2020). و عملکرد بازارها (Alziyadat and Ahmed, 2018) دارند. مطالعاتی همچون اوورت و همکاران (Everett et al., 2015) و دان و ساینٹی (Dunn and Sainty, 2020) نیز به رویکرد تصمیم‌گیری اخلاقی پرداختند. با این حال مشاهده می‌شود که علی‌رغم پژوهش‌های متعددی که در خصوص اخلاق سرمایه‌گذاری صورت گرفته است، پژوهشی در خصوص الگوی تصمیم‌گیری اخلاقی در سرمایه‌گذاری در شرایط بحران‌های مالی به چشم نمی‌خورد و اکثر پژوهش‌ها به پیامدهای این موضوع پرداخته‌اند. از این رو پژوهش حاضر در جهت پر کردن این شکاف پژوهشی صورت خواهد گرفت.

اخلاق در سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذارانی است که می‌خواهند پول خود را برای اهداف عالی سرمایه‌گذاری کنند. برای مثال، اگر سرمایه‌گذار فکر می‌کند که تنباکو ناسالم است، از شرکت‌هایی که تنباکو تولید می‌کنند یا سرمایه‌گذاری در شرکت‌های تولیدکننده تنباکو دارند، اجتناب می‌کند (Martini, 2021).

### ۱-۲ انواع سرمایه‌گذاری‌های اخلاقی

۱. صندوق‌های سرمایه‌گذاری اجتماعی مسئولیت‌پذیر<sup>۱</sup>: این صندوق‌ها از سرمایه‌گذاری در زمینه‌های بحث‌برانگیز مانند قمار، اسلحه گرم، تنباکو، الکل و نفت اجتناب می‌کنند. در اینجا، ارزش اخلاقی سرمایه‌گذار در انتخاب سرمایه‌گذاری اهمیت حیاتی دارد (Sheperis et al., 2016).

۲. صندوق‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حکومتی<sup>۲</sup>: این صندوق‌ها برخلاف صندوق‌های سرمایه‌گذاری اجتماعی مسئولیت‌پذیر، در تصمیم‌گیری خود در نظر می‌گیرند که چگونه ریسک‌ها و فرصت‌های محیطی، اجتماعی و حاکمیتی می‌توانند تأثیرات مهمی بر عملکرد شرکت داشته باشند. آنها می‌توانند در پایداری سرمایه‌گذاری کنند و در عین حال همان سطح بازدهی را که با رویکرد استاندارد انجام می‌دهند حفظ کنند (Laeven and Valencia, 2013).

۳. صندوق‌های تأثیرگذار: صندوق‌های تأثیرگذار اهمیت یکسانی بر عملکرد صندوق دارند. از این رو، آنها به شدت به ایجاد تغییرات اخلاقی در حمایت از شرکت‌هایی که محصولات و خدمات خاصی را ارائه می‌دهند نگاه می‌کنند. صندوق‌های تأثیرگذار برای سرمایه‌گذارانی مناسب است که از نظر اجتماعی مسئولیت‌پذیر هستند، اما خواهان بازدهی خوب نیز هستند.

۴. صندوق‌های مبتنی بر ایمان: صندوق‌های مبتنی بر ایمان فقط در سهامی سرمایه‌گذاری می‌کنند که از ارزش‌ها و آرمان‌های دینی پیروی می‌کنند و سرمایه‌گذاری‌هایی را که با این مقوله مناسب نیستند، به شدت کنار می‌گذارند (Everett et al., 2015).

### ۳- روش‌شناسی پژوهش

مطالعه حاضر یک مطالعه مروری است که در آن از مقالات نمایه شده در پایگاه‌های اطلاعاتی علمی نظیر پایگاه مرکز اطلاعات علمی جهاد دانشگاهی<sup>۳</sup>، مرجع دانش<sup>۴</sup>، پایگاه مجلات تخصصی نور<sup>۵</sup>

1. SRI Funds  
2. ESG Funds  
3. SID  
4. Civilica  
5. Noormags

و نشریه تحلیل مالی<sup>۱</sup> انجام شد. متون پژوهشی از ۱۹۹۲ تا پایان سال ۲۰۲۰ مورد بررسی قرار گرفته است. محققان در این مطالعه با استفاده از کلیدواژه‌های تعیین شده، مقالات معتبر انگلیسی را از منابع معتبر الکترونیک جستجو و استخراج نموده و با بررسی متون کامل این مقالات، داده‌های حاصل را به صورت دسته بندی شده توصیف نمودند. کلیدواژه‌های موردنظر در این مطالعه عبارت بودند از واژه اخلاق، اخلاق سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری، مدیران، بحران مالی، سرمایه‌گذاری اخلاقی و اخلاق حرفه‌ای در عنوانین و چکیده مقالات مورد جستجو قرار گرفتند. سپس موارد غیر مربوط و تکراری حذف شد. در مرحله بعد متون کامل مقالات باقی‌مانده مورد بررسی قرار گرفته و پس از حذف موارد غیر مربوط، نتایج مربوط به مقالات منتخب در مرحله نهایی، دسته‌بندی شده و مورد بررسی قرار گرفتند.

#### ۴- تجزیه و تحلیل داده‌ها

آنچه که به طور کل با استناد نتایج حاصل از توصیف ویژگی‌های فردی جامعه پژوهش قابل دریافت است، به این صورت است:

سؤال اول: مؤلفه‌های الگوی اخلاق سرمایه‌گذاری در بحران مالی چه هستند و اثر متقابل آنها بر هم چگونه است؟

بر اساس نتایج، از آنجا که آماره تی مربوط به مقوله‌های اصلی در رنج بین  $۱۱۴/۶۲۳$  تا  $۲۷/۷۵۹$  قرار دارد و بزرگ‌تر از  $۱/۹۶$  است، کلیه مقوله‌های ذکر شده در پیش‌بینی مدل سرمایه‌گذاری اخلاقی در بحران مالی در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌گردد. همچنین ضرایب استاندارد این مقوله‌ها در بازه بین  $۰/۷۳۸$  تا  $۰/۹۵۵$  قرار دارد نیز حاکی از قدرت مناسب این مقوله‌ها در مدل است.

براین اساس مقوله شرایط علی دارای ۵ مقوله فرعی آزادی در انجام معامله (آماره تی =  $۳۹/۴۰۰$ )، امکان استفاده از اطلاعات برابر (آماره تی =  $۹۵/۸۴$ )، امکان قدرت چانه‌زنی برابر (آماره تی =  $۳۵/۳۵۱$ )، قیمت عادلانه و تخصیص سرمایه (آماره تی =  $۵۲/۶۵۷$ ) است. آن‌چنان که گفته شد شرایط علی شرایطی است که مقوله‌هایی که بر مقوله اصلی (سرمایه‌گذاری اخلاقی) تأثیر می‌گذارند، مورد بررسی قرار می‌گیرند. این حوزه خاستگاه شکل‌گیری سرمایه‌گذاری اخلاقی است، در این زمینه می‌توان گفت هر فرد باید در یک فضای آزاد، دسترسی آزاد به بازار سرمایه داشته باشد، همچنین امکان جابه‌جایی سرمایه و فعالیت بخش‌های خارجی وجود داشته باشد، در چنین شرایطی است که زمینه برای بروز اخلاق در سرمایه‌گذاری فراهم می‌شود. در این زمینه مویسن (Moisson, 2020) نیز اذعان داشت اسلام در انجام معاملات به طرفین آزادی داده است؛ بنابراین، اگر یک قرارداد با اجبار یکی از طرفین



همراه باشد، غیرمجاز تلقی می‌شود. قرآن کریم با صراحت بیان می‌کند که انجام تجارت باید با رضایت طرفین همراه باشد (نساء (۴)، ۲۹). طبق این بیان، تمام مبادلات مالی و انواع تجارت‌ها که میان مردم رایج است، چنانچه از روی رضایت طرفین صورت گیرد و جنبه معقول و منطقی داشته باشد، از نظر اسلام مجاز است، مگر در مواردی که به سبب مصالح معینی، از آن نهی صریح شده است.

در زمینه امکان استفاده از اطلاعات برابر، می‌توان گفت تصمیم‌گیری بر مبنای اطلاعات صورت می‌گیرد، لذا چنانچه اطلاعات مربوط نباشد یا به هر دلیلی تصمیم‌گیرندگان اقتصادی نسبت به صحت آن اطمینان نداشته باشند، محیط تصمیم‌گیری مبهم شده و تصمیم‌ها بر اساس حدس و گمان محتاطانه گرفته می‌شود و به تبع آن، نتایج آن اثر دلخواه را نخواهد داشت. دان و ساینٹی ( *Dunn and Sainty, 2020*) اذعان داشتند سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه مستلزم تصمیم‌گیری می‌باشد که این خود نیازمند دستیابی به اطلاعات در خصوص وضعیت فعلی و آینده بازار است.

همچنین سرمایه‌گذاران باید در مذاکراتی که به انجام معامله منتهی می‌شود، قدرت چانه‌زنی برابر داشته باشند؛ بهره‌مندی همه افراد در بخش سرمایه‌گذاری یا قدرت چانه‌زنی و رعایت حق طرف مقابل در فضای سرمایه‌گذاری بسیار مهم است، در این زمینه افزایش قدرت چانه‌زنی صاحب‌کار و افشای حق‌الزحمه حسابرسی در صورت‌های مالی را مانع پدیده نرخ‌شکنی می‌داند.

به همین ترتیب، در یک فضای سرمایه‌گذاری حق انجام معامله با قیمت عادلانه یک الزام در سرمایه‌گذاری اخلاقی است، زمانی که قیمت‌ها در بازار از قیمت عادلانه فاصله گرفته، باعث غبن و غیراخلاقی شدن معامله می‌شود.

در نهایت سیاست‌های ناکارآمد استفاده از منابع سرمایه در گردش می‌تواند نتیجه حاکمیت شرکتی ضعیف باشد و در نهایت به تبعات منفی منجر شود. در این راستا اوورت و همکاران ( *Everett et al., 2015*) این ناکارآمدی در مواردی چون تخصیص منابع، لزوم تولید کالای عمومی و نیز عدم توانایی و یا عدم تمایل بخش خصوصی در پاسخگویی به مسائل را مطرح می‌نماید که نهایتاً منجر به پدید آمدن دولت‌های رفاه و بسط علم اقتصاد به سمت بخش عمومی می‌گردد.

مقوله محوری دارای ۹ مقوله فرعی صداقت (آماره تی = ۳۲/۰۰۹)، بی‌طرفی (آماره تی = ۳۴/۰۴۵)، منطق‌گرایی (آماره تی = ۳۷/۹۷۳)، اعتقادات دینی (آماره تی = ۳۸/۷۲۱)، امانت‌داری (آماره تی = ۲۲/۷۱۴)، حرص و طمع (آماره تی = ۴۰/۴۸۵) تعهد (آماره تی = ۴۱/۴۸۵)، احتیاط (آماره تی = ۳۹/۸۲۷) و نظارت بر خود (آماره تی = ۲۱/۶۶۹) است. در واقع پدیده محوری با تأثیرپذیری از مجموعه عوامل علی، موجب ایجاد کنش‌ها و واکنش‌های متقابل می‌شود در این پژوهش مقوله محوری اخلاق در سرمایه‌گذاری است که با وجود مقوله‌های مذکور تحقق می‌یابد. در واقع اخلاق در سرمایه‌گذاری

یعنی تبلور این ویژگی‌ها در فرد سرمایه‌گذار؛ زمانی که این ویژگی‌ها در فرد وجود داشته باشد، اخلاق در سرمایه‌گذاری محقق می‌شود (Kowaleski et al., 2020). ویژگی‌های اخلاقی فرد بر توانایی و میل وی به عمل در راه هدف اخلاقی‌اش تأثیر می‌گذارد. بر اساس نظریه‌های فضایل اخلاقی ویژگی شخصیتی اصلی که موجب توانا شدن فرد در تحقق اهداف اخلاقی می‌شود، بر اساس یافته‌ها اخلاق در سرمایه‌گذاری مستلزم برخورداری از شخصیت اخلاقی مشتمل بر ویژگی‌های محوری صداقت، بی‌طرفی، منطق‌گرایی، اعتقادات دینی، امانت‌داری، اجتناب از حرص و طمع، تعهد، احتیاط و نظارت بر خود است. به نظر می‌رسد وجود چنین فضائل شخصیتی در فرد، موجب می‌گردد تا مدیر در شرایط مختلف، حتی زمانی که با بحران مالی روبرو است، اخلاقی عمل کند. چنین ویژگی‌هایی سبب می‌گردد تا اقدام اخلاقی فارغ از منافع فردی یک ضرورت برای سرمایه‌گذار باشد. شخصیت اخلاقی در پژوهش‌های مختلف به‌عنوان یک پیشران سرمایه‌گذاری اخلاقی مورد بررسی قرار گرفته است. متغیرهای اخلاقی تحت عنوان صداقت و بی‌طرفی می‌تواند از مؤلفه‌های خوب اخلاق در تأثیرگذاری در فرایندهای سرمایه‌گذاری باشد. به همین ترتیب امروزه، امانت‌داری در همه حرفه‌ها جایگاه راهبردی یافته و از مهم‌ترین توقعات افراد در تعامل شغلی است. باورهای دینی، تعهد، احتیاط، و نظارت بر خود، منجر به سلامتی مالی از اهم رفتارهای درست در سرمایه‌گذاری اخلاقی می‌شود. دنیای کنونی و آینده ما بدون هیچ شکی نیازمند تحولی عظیم بر مبنای صداقت و راستی و سایر مؤلفه‌های مذکور در خصوص اخلاق در سرمایه‌گذاری است و به نظر می‌رسد شاکله اخلاق در سرمایه‌گذاری است. از آنجاکه شخصیت انسان نقش مهمی در تعیین رفتار و عملکردش دارد، پارفیت (Parfitt, 2019) اذعان داشت ویژگی‌های شخصیتی متفاوت، اجزای متمایز رفتار معاملاتی و به دنبال آن عملکرد معاملاتی را متأثر می‌کند. همچنین نیز ویژگی‌های شخصیتی از موضوع‌های مورد بحث در رفتار مالی است. نتایج نیز نشان داد که تعهد به یکپارچگی و صداقت، استقلال حسابرس و بی‌طرفی حرفه‌ای، تعهد به رفتار حرفه‌ای در حرفه حسابرسی، رازداری بر کیفیت حسابرسی اثر مثبت و معناداری دارد (Dunn and Sainty, 2020). بر تأثیر ویژگی‌های فردی بر اخلاقی بودن مدیران تأکید کردند.

مقوله شرایط زمینه‌ای دارای ۴ مقوله فرعی نقدشوندگی در بازار (آماره تی = ۴۷/۸۳۴)، شفافیت کامل در بازار سرمایه (آماره تی = ۶۳/۰۴۳)، زیرساخت‌های فناوری اطلاعات (آماره تی = ۲۹/۷۴۵) و مقررات (آماره تی = ۳۵/۴۷۷) است. بر اساس آنچه گفته شد شرایط زمینه‌ای به مجموع عواملی اطلاق می‌شود که زمینه اجرایی شدن پدیده مورد نظر را فراهم می‌سازند و بر رفتارها و کنش‌ها تأثیر می‌گذارند. در این زمینه می‌توان گفت نقدشوندگی یکی از ویژگی‌های مطلوب بازارهای رقابتی و عبارت از قابلیت خریدوفروش دارایی در کمترین زمان و هزینه ممکن است. یکی از مسائل اساسی در

سرمایه‌گذاری، میزان نقدشوندگی دارایی‌ها است (Vafaeipour and Ghasemi, 2019). نتایج نشان‌دهنده تأثیر نقدشوندگی سهام بر سرمایه‌گذاری آتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است.

همچنین یکی از پیش‌شرط‌های پژوهش اخلاق در سرمایه‌گذاری، وجود شفافیت کامل در بازار سرمایه است. آن‌چنان که وفایی‌پور و قاسمی (Vafaeipour and Ghasemi, 2019) اذعان داشتند تفاوت بازارهای مؤثر و کارآمد سرمایه با بازارهای ناکارآمد، ناشی از میزان شفافیت و دسترسی به آن است. هر چه اطلاعات مرتبط با بازار سرمایه (به‌صورت جامع، منسجم و تأثیرگذار بر فعالیت بازار) بیشتر باشد، تأثیرگذاری بازار سرمایه بر رشد و توسعه اقتصادی نیز بیشتر خواهد شد.

فناوری اطلاعات امروزه توانایی رصد و ثبت و ضبط رفتار واحد‌های اقتصادی را دارد، در این زمینه دولت اسلامی قادر خواهد بود که با توجه به اهداف عدالت اجتماعی، حقوق اجتماعی را در قالب شکل نوینی از زکات مطالبه نماید. بدین ترتیب نه تنها موضوع قدرت خرید و توزیع مجدد درآمدها بلکه فرایندهای تخصیص مجدد منابع و ترکیب عوامل تولید نیز تحت تأثیر این ابزار مالی دچار دگرگونی اساسی می‌شوند. در این راستا مویسن (Moisson, 2020) نیز به کارگیری فناوری نوین اطلاعات برای نظارت بر عملکرد واحدهای اقتصادی در جهت تأمین حقوق اجتماعی را پیشنهاد می‌دهد.

از طرفی وجود زیرساخت‌های قانونی کامل در بازار سرمایه یک شاخص توسعه‌یافتگی در بازار است، تا جایی که ضعف مقررات نقش مهمی در ترغیب این نهادها به ریسک‌پذیری افراطی داشته است. قوانین و مقررات نشان‌دهنده حداقل معیارهای اخلاقی موردنیاز جامعه می‌باشند (Nieuwenburg, 2013). قانون‌گذاران با اجرای این دستورالعمل‌های اخلاقی سعی در یکسان‌سازی فعالیت‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری دارند. این قوانین شرکت‌ها را موظف می‌سازد تا از یک استاندارد جامع و شامل در محاسبات ارزش صندوق‌هایشان بهره‌برند. حال ذکر این نکته لازم است که شرکت‌هایی که از این استانداردها بهره‌برند در میان فعالان بازار از چهره موجه‌تری برخوردارند. در این زمینه الزیادت و احمد (Alziyadat and Ahmed, 2018) نیز دریافته‌اند فعالیت‌هایی که به‌صورت پیمانی قانونی و مجاز تلقی می‌شود می‌تواند منجر به نتایج شود که می‌تواند آن را اخلاقی با غیراخلاقی جلوه دهد.

مقوله شرایط مداخله‌گر دارای ۳ مقوله فرعی هنجارهای اجتماعی (آماره تی = ۳۰/۴۴۲)، فرهنگ جامعه (آماره تی = ۷۶/۳۷۴) و اصول اخلاقی (آماره تی = ۱۱۴/۶۲۳) است. شرایط مداخله‌گر، شرایط عمومی است که بر انتخاب راهبردهای مختلف مؤثر است و می‌تواند اجرای راهبردها را آسان کرده و تسریع کند. در این زمینه می‌توان گفت بنا به نظر جیانراکیس و تئوتوکاس (Giannarakis and

(Theotokas, 2011) اخلاق در سرمایه‌گذاری، مجموعه هنجارهایی است که در فرهنگ فردی و جامعه نهادینه شده، از این رو ریشه‌های سرمایه‌گذاری مبتنی بر اصول اخلاقی در جامعه و همچنین در میان سرمایه‌گذاران بسیار متفاوت است. هنجارهای اجتماعی به‌عنوان یکی از ریشه‌های این گرایش به شمار می‌آیند. هنجارهای اجتماعی قاعده‌ای است که تکلیف اجتماعی را در روابط اجتماعی و نسبت به جامعه مشخص می‌کند. برحسب اینکه جامعه چه ارزش‌ها و هنجارهایی را درونی کرده و پذیرفته باشند، نحوه انجام کار و میزان انجام آن، تحت تأثیر قرار خواهد گرفت. بنا به تعریف گروهامن (Grohmann, 2020) نیز اخلاق در حرفه ارزش‌های و هنجارهای مربوط به حرفه را در بر می‌گیرد، از این رو راهبردهای اخلاق در سرمایه‌گذاری در بستر ارزش‌ها و باورهای اجتماعی شکل می‌گیرند.

به همین ترتیب ریشه اخلاقی به‌نوعی به فرهنگ جامعه نیز برمی‌گردد. در واقع پایه نظری اخلاق ریشه در فرهنگ جامعه دارد. اگر در جامعه شکاف بین اخلاق تئوری و نظری وجود داشته باشد، لازم است در وهله اول این شکاف را در پایه عملی جستجو کرد. به‌زعم دان و ساینٹی (Dunn and Sainty, 2020) نیز ارزش‌های حاصل از فرهنگ یکی از ۵ مقوله الگوی تصمیم‌گیری اخلاقی سرمایه‌گذاران است. همچنین نتایج پژوهش عبدالرحیمیان و همکاران (Abdorrahimian et al., 2018) نیز بیانگر این است که زیربنایی‌ترین عامل در رفتار سرمایه‌گذاران همانا عامل فرهنگ می‌باشد. رابطه ارزش‌های فرهنگی و افشای داوطلبانه اطلاعات را تأیید کرد و اوورت و همکاران (Everett et al., 2015) تأثیر فرهنگ بر ارزش اخلاقی را بررسی کردند که در راستای این نتایج است.

همچنین ریشه‌های اخلاقی هر منطقه جغرافیایی باتوجه‌به خواستگاه مردم آن می‌تواند در جهت‌دهی و شکل‌دهی فرهنگ و مقررات آن جامعه تأثیرگذار باشد. در پژوهش ابریشمی و همکاران (Abrishami et al., 2017) نیز نشان داده شده که پیروی از اصول اخلاقی اسلامی و تدوین دستورالعمل‌های اخلاقی و فرهنگ‌سازی برای حاکمیت ارزش‌های اخلاقی و دینی می‌تواند تا حد زیادی در کاهش حيله و فریب و افزایش صداقت و اعتماد و ایجاد شفافیت مؤثر باشد.

مقوله راهبردها دارای ۵ مقوله فرعی ابزارهای مالی (آماره تی = ۳۴/۴۷۲)، نظارت و کنترل صورت‌های مالی (آماره تی = ۲۷/۷۵۹)، دانش سرمایه‌گذاری (آماره تی = ۳۰/۱۴۵)، آینده‌نگری (آماره تی = ۴۹/۵۵) و تعامل مستمر (آماره تی = ۳۹/۳۵۶) است. این راهبردها کنش‌ها و واکنش‌های متقابلی هستند که از پدیده محوری ناشی می‌شوند و هدف آنها ارائه راهکارهایی برای مواجهه با پدیده محوری است.

در این خصوص می‌توان گفت ابزارهای مالی توان مدیریت بحران بازارها را دارند، هر قدر حوزه بازار و ابزارهای مالی گسترده‌تر شود، توان تاب‌آوری بازار در مقابل بحران‌ها افزایش خواهد یافت و می‌تواند

بار بیشتری از اقتصاد را به دوش بکشد؛ اما در مقابل اگر بازار مالی محدود باشد، ضمن کاهش توان تاب‌آوری قادر به مدیریت بحران‌ها نیست. در شرایط فعلی بازارها به دلیل نبود یا کم‌رنگ بودن ابزارهای مالی بازاری پرریسک و تک‌جهت هستند که برای توسعه با مشکل مواجه هستند پس توجه به توسعه ابزارها امری مهم است. در این زمینه افزایش ابزارهای مورد استفاده، مؤسسات فعال و مقررات و بازارهای زیرمجموعه ابعاد مختلف این گسترش را تشکیل می‌دهند. بدون توسعه ابزارها که عملاً کالاها و محصولات خدماتی بازار مالی محسوب می‌شوند گسترش سایر بخش‌های بازار با دشواری صورت می‌گیرد. به‌زعم پارمیتاساری و همکاران (Parmitasari et al., 2018) از الزامات رشد بازارهای مالی، به‌کارگیری ابزارهای مالی جدید است. در طراحی این ابزارها، باید عدالت و کارایی در کنار هم دیده شود.

همچنین به نظر مورالس و همکاران (Morales et al., 2019) عدم نظارت و کنترل صورت‌های مالی توسط مقام ناظر، از جمله اقداماتی است که به‌دوراز اصول اخلاق حرفه‌ای به وقوع پیوسته و نظام مالی را در بحرانی با ابعاد جهانی گرفتار ساخته است. همچنین تحقق اخلاق در سرمایه‌گذاری نیازمند تغییرات نظارتی و اصلاحات رفتاری بلندمدت با گرایش تعهدمداری و اخلاق‌محوری است. به‌زعم مویسن (Moisson, 2020) نیز یکی از مؤلفه‌های راهبری شرکتی استقرار کنترل‌های اثربخش می‌باشد. مدت‌های طولانی است که کنترل‌ها از یک سوء دغدغه خاطر مدیران و از سوی دیگر صاحبان سرمایه و سایر اشخاص ذی‌نفع در واحدهای تجاری می‌باشد، چراکه آنان از حیاتی بودن این کنترل‌ها در دستیابی به اهداف واحد اقتصادی مطلع هستند.

همچنین نمی‌توان بدون سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی متخصص و آشنا به دانش نوین مالی و اقتصاد توفیق چشمگیری در این عرصه به دست آورد. نیروی انسانی نیاز دارد که به فناوری روز، برنامه‌های تحلیل مالی و پایگاه اطلاعاتی نیز مجهز باشد تا بتواند بر پایه دانش مدرن و تجربیات قابل توجه در عرصه بازارهای مالی و هم‌چنین ویژگی‌های اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی و سیاسی ابزارهای لازم را جهت توسعه بازار سرمایه ارائه دهد (Sommers-Flanagan and Sommers-Flanagan, 2007).

همچنین آینده‌نگری یکی از مؤلفه‌های اصلی مدیریت بحران است. پیش‌بینی مداوم فعالیت واحدهای اقتصادی و دوره‌های آتی، یکی از عناصر مهم در تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری است. یکی از روش‌های پیش‌بینی مداوم فعالیت شرکت‌ها، استفاده از الگوهای پیش‌بینی بحران مالی است. آن‌چنان که وفایی‌پور و قاسمی (Vafaiepour and Ghasemi, 2019) نیز اذعان داشتند شرکت‌های دارای بحران مالی، انگیزه‌های زیادی برای دست‌کاری درآمدهای خود دارند، از این‌رو لازم است با

آینده‌نگری و تعیین سناریوهای مواجهه با بحران، از بروز رفتار غیراخلاقی هنگام بروز بحران جلوگیری شود.

حفظ تعامل مستمر نخبگان فرهنگی با سیاست‌گذاران یکی از الزامات و مقررات نظام سرمایه‌گذاری مؤثر بر توسعه‌یافتگی بازار سرمایه است. بنابراین اگر نخبگان به طور کامل از نیروهای اقتصادی و فرهنگ مؤید روح سرمایه‌داری متأثر باشند، روشن است که هنجارهای نظام، اهداف و به تبع سیاست‌ها همه در خدمت اقتصاد سرمایه‌داری خواهد بود. در این زمینه نیومبرگ ( [Nieuwenburg, 2013](#)) نیز اذعان داشت حفظ تعامل مستمر نخبگان دینی و فرهنگی با سیاست‌گذاران به تحقق الگوی توسعه اقتصادی با بیشترین نزدیکی به مؤلفه‌های اخلاق اسلامی می‌انجامد.

مقوله پیامدها دارای ۵ مقوله فرعی احترام به حقوق دیگران (آماره تی = ۴۸/۹۲۲)، رفاه اجتماعی (آماره تی = ۴۷/۸۳۷)، کارایی نظام مالی (آماره تی = ۱۱۴/۵۲۹)، جلوگیری از بحران مالی (آماره تی = ۴۵/۹۴۴) و ملاحظات زیست‌محیطی (آماره تی = ۱۷/۴۱۵) است. به‌طور کلی تحقق اخلاق در سرمایه‌گذاری در بحران‌های مالی، ثمرات زیادی را برای کسب‌وکارها و جامعه در بر خواهد داشت. براین‌اساس می‌توان گفت امروزه در اخلاق حرفه‌ای، تلقی «شما حق دارید و من تکلیف»، مبنای هر گونه اخلاق در کسب‌وکار است. این مبنا از رفتار ارتباطی فرد، به‌صورت اصلی برای ارتباط سازمان با محیط قرار می‌گیرد و سازمان با دغدغه رعایت حقوق دیگران، از تکالیف خود می‌پرسد.

همچنین رفاه به‌عنوان یک هدف اجتماعی می‌تواند از نتایج اخلاق در تأثیرگذاری در فرایندهای سرمایه‌گذاری باشد. عبدالرحیمیان و همکاران ([Abdorrahimian et al., 2018](#)) به رابطه اخلاق، اقتصاد و رفاه اجتماعی اشاره کردند. این مقاله با واردکردن رفاه اجتماعی به‌عنوان یک سازه در تحلیل، بر رویکرد چند فاعلی برای تبیین رابطه اخلاق و اقتصاد تأکید دارد.

همچنین رعایت اخلاق سرمایه‌گذاری در صورتی که توسط کلیه بخش‌های اقتصادی و فعالین رعایت شود منجر به شکل‌گیری نظام مالی منسجم و کارا خواهد شد، و رعایت اخلاق حرفه‌ای قطعاً یکی از عوامل تأثیرگذار در رشد و توسعه بازار سرمایه خواهد شد.

در خصوص تأثیر اخلاق در سرمایه‌گذاری بر بحران مالی، لوئیس و همکاران ([Lewis et al., 2010](#)) معتقدند که علت بحران تا حدودی به دلیل عدم رعایت اصول اخلاقی در تجارت بوده است. در بحران مال ۲۰۰۷-۲۰۰۸، بسیاری از شرکت‌ها با مشکلات نقدینگی یا ورشکستگی روبرو شدند و رکود اقتصادی یک واقعیت بود. شرکت‌ها شاهد کاهش سود خود بودند و مجبور شدند بودجه خود را کاهش دهند. این امر باعث شد که بودجه سرمایه‌گذاری‌های اخلاقی شرکت نیز کاهش یابد. سرمایه‌گذاری‌های اخلاقی شرکت یکی از اولین زمینه‌هایی است که یک شرکت در آن صرفه‌جویی

می‌کند، زیرا نتیجه کوتاه‌مدتی ندارد و از آنجا که احتمال مشکلات نقدینگی در هنگام بحران بیشتر است، شرکت‌ها در پروژه‌هایی که هزینه‌های آنها بیش از درآمد کوتاه‌مدت است، مشارکت نمی‌کنند. در این زمینه بحران مالی اخیر را نه تنها بحران نظام اقتصادی بلکه یک بحران اخلاقی معرفی می‌کند و چنین عنوان می‌کند که بحران در بازارهای مالی به کانون توجه در اخلاق تبدیل شده و جنبه‌های بازار مالی و نهادهای مالی به‌عنوان یک موضوع قابل توجه برای عموم در حال گسترش است. تورن (Thorne, 2001) اذعان کردند رعایت ارزش‌های اخلاقی در حسابداری بر آگاهی کارکنان، رفتار حرفه‌ای، آموزش اخلاق، جو و فرهنگ سازمانی و کنترل محیط تأثیر قابل توجهی دارد که این عوامل در پیشگیری از تقلب و فساد مالی در سازمان‌ها نقش تعیین‌کننده‌ای دارند. جیانراکیس و تتوتوکاس (Giannarakis and Theotokas, 2011) نیز بر اخلاق حرفه‌ای در حسابداری و ارتباط آن با بحران مالی جهانی تأکید داشت. پارمیتاساری و همکاران (Parmitasari et al., 2018) نیز به نقش و اهمیت فقر اخلاق در شکل‌گیری بحران مالی ۲۰۰۸ آمریکا اشاره داشتند. به‌زعم نیومبرگ (Nieuwenburg, 2013) نیز رفتارهای نادرست شرکت‌ها می‌تواند باعث ایجاد روابط بیرونی منفی در کل سیستم مالی شود. در نهایت قوانین نوین، سرمایه‌گذاران را وادار به مدنظر قراردادن ملاحظات اجتماعی و زیست‌محیطی در فعالیت‌ها و سیاست‌های مربوط می‌کند. گستره‌ای که در آن ملاحظات اجتماعی، زیست‌محیطی یا اخلاقی شرکت در زمینه استخدام، استمرار و تحقق سرمایه‌گذاری مورد توجه قرار می‌گیرد؛ خط‌مشی سیاسی مبنی بر استفاده از رویکردها و سیاست‌های صحیح در سرمایه‌گذاری.

سؤال دوم: اولویت‌بندی مؤلفه‌های الگوی اخلاق سرمایه‌گذاری در بحران‌های مالی چگونه است و اخلاق سرمایه‌گذاری به چه صورت بر بحران‌های مالی تأثیر دارد؟

در سطح اطمینان ۹۵٪، مقوله امکان استفاده از اطلاعات برابر و مقوله فرهنگ جامعه با میانگین رتبه ۳۰/۹۸ دارای بیشترین رتبه و پس از آن مقوله اصول اخلاقی با رتبه میانگین ۲۶/۵۸ قرار دارد. مقوله ملاحظات زیست‌محیطی و احتیاط (۱۱/۶۷) دارای آخرین رتبه است.

در خصوص مجموعه عواملی که به بروز اخلاق در سرمایه‌گذاری منجر می‌شوند (مقوله شرایط علی)، مقوله امکان استفاده از اطلاعات برابر دارای بالاترین رتبه است (۳۰/۹۸) و مقوله تخصیص سرمایه دارای کمترین رتبه است (۱۱/۸۶). مقوله امکان استفاده از اطلاعات برابر با تأکید بر افشای به‌موقع اطلاعات، عدم وجود اطلاعات کاذب، قدرت برابر در پردازش اطلاعات، دستیابی به اطلاعات دقیق و دسترسی عموم به اطلاعات، در پژوهش‌های مختلفی مورد بررسی و تأیید قرار گرفته است. به‌طور کلی سرمایه‌گذاران نه تنها حق استفاده از اطلاعات برابر دارند؛ بلکه در پردازش اطلاعات نیز باید قدرت یکسانی داشته باشند. بدین ترتیب، سرمایه‌گذاران در مقابل اشتباه در انجام محاسبات مصون

می‌شوند. برای تحقق این هدف در وضعی که همه سهامداران تسهیلات مناسبی جهت پردازش اطلاعات در اختیار ندارند، افشای اطلاعات باید در شکل پردازش یافته انجام شود. نقش این مؤلفه در سرمایه‌گذاری اخلاقی در پژوهش شپرس و همکاران (Sheperis et al., 2016) تأیید شده است. نیومبرگ (Nieuwenburg, 2013) نیز به نقش شفافیت اطلاعاتی در تحقق مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها اشاره کردند.

در مقوله محوری، مقوله صداقت دارای بالاترین رتبه است (۲۵/۶۳) و مقوله احتیاط دارای کمترین رتبه است (۱۱/۶۷). صداقت موضوعی کلیدی در فهم و نقد کلیه حوزه‌های اجتماعی است نقش آن در اقتصاد و تجارت کمتر از سرمایه، نیروی انسانی و دیگر عوامل نیست. در این زمینه گروه‌ها (Grohmann, 2020) اذعان داشت مدیران نه‌تنها باید واجد شرایط و صلاحیت حرفه‌ای باشند، بلکه باید از درجه بالایی از صداقت و درستکاری حرفه‌ای نیز برخوردار و آبرو و حیثیت حرفه‌ای از مهم‌ترین دارایی‌های آنها باشد. این مؤلفه در پژوهش سامرز فلانگان و سامرز فلانگان (Sommers-Flanagan and Sommers-Flanagan, 2007) نیز تأیید شده است.

در مقوله شرایط زمینه‌ای، پک (Peck, 2011) نیز مقوله شفافیت کامل در بازار سرمایه و مقررات دارای بالاترین رتبه است (۲۶/۱۴) و مقوله نقدشوندگی در بازار دارای کمترین رتبه است (۱۲/۰۵). در این خصوص شفافیت در بازار سرمایه عاملی است که معاملات صحیح و اسلامی را از معاملات غرری متمایز می‌سازد. دلالتی و واسطه‌گری و مشاوره مالی در بازارهای مالی در صورتی مجاز خواهد بود که به شفافیت اطلاعاتی در بازار کمک کند. این مؤلفه در پژوهش سامرز فلانگان و سامرز فلانگان (Sommers-Flanagan and Sommers-Flanagan, 2007) نیز تأیید شده است. قوانین، کدهای حرفه‌ای و مأموران نظارت، برای جلوگیری از تکرار وقایع گذشته و مجازات‌ها عمل می‌کنند. نقش مؤلفه مقررات نیز در پژوهش الزیادت و احمد (Alziyadat and Ahmed, 2018) تأیید شده است. کوالسکی و همکاران (Kowaleski et al., 2020) نیز اذعان داشت تصمیمات سرمایه‌گذاری را می‌توان با برخی قوانین و مقررات بهتر پیشگیری کرد، مقررات‌زدایی به پرورش فرصت برای انتخاب گزینه‌های غیراخلاقی کمک می‌کند.

در مقوله شرایط مداخله‌گر، مقوله فرهنگ جامعه دارای بالاترین رتبه است (۳۰/۹۸) و مقوله اصول اخلاقی دارای کمترین رتبه است (۱۳/۳۵). در این زمینه ابریشمی و همکاران (Abrishami et al., 2017) اذعان داشتند دستورالعمل‌های اخلاقی و فرهنگ‌سازی برای حاکمیت ارزش‌های اخلاقی و دینی می‌تواند تا حد زیادی در کاهش حیل و فریب و افزایش صداقت و اعتماد و ایجاد شفافیت مؤثر باشد و هزینه نظارت را کاهش دهد و اجرای قوانین را نیز تضمین کند. مورالس و هانلی (Morales



(*et al.*, 2019) نیز دریافتند فرهنگ ملی بر جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی تأثیر دارد. دان و ساینٹی (*Dunn and Sainty*, 2020) ارزش‌های مشتق از فرهنگ را به‌عنوان مؤلفه الگوی تصمیم‌گیری اخلاقی شناسایی کردند. این مؤلفه در پژوهش‌های الزیادت و احمد (*Alziyadat and Ahmed*, 2018) نیز تأیید شد.

در مقوله راهبردها، مقوله دانش سرمایه‌گذاری دارای بالاترین رتبه است (۲۵/۶۳) و مقوله نظارت و کنترل صورت‌های مالی دارای کمترین رتبه است (۱۱/۸۶). حسابدار حرفه‌ای باید دانش و مهارت حرفه‌ای خود را در زمینه تحولات روش‌ها و تکنیک‌های جدید و قوانین و مقررات به سطحی ارتقا دهد که صاحب‌کار یا کارفرمای وی اطمینان یابد که از خدمات حرفه‌ای کارآمدی برخوردار می‌شود. در این زمینه ابریشمی و همکاران (*Abrishami et al.*, 2017) اذعان داشتند مدیران باید دانش و آگاهی خود را در خصوص کدهای اخلاقی و قوانین و مقررات ارتقا دهند.

در مقوله پیامدها، مقوله جلوگیری از بحران مالی دارای بالاترین رتبه است (۱۳/۴۴) و مقوله ملاحظات زیست‌محیطی دارای کمترین رتبه است (۱۱/۶۷). به‌طور کلی مشخص شده است که شرکت‌های موفق تحت مدیریت متخصصانی هستند که اصول اخلاقی استاندارد را افزایش می‌دهند و در نتیجه منجر به توسعه بازارها نیز می‌شوند (*Lumberg*, 2019). با این حال، نمونه‌های تاریخی همچون بحران مالی جهانی ۲۰۰۸ و اینکه اقتصاد جهانی تقریباً فروپاشیده است، نمونه بارز این است که چگونه انتخاب‌های غیراخلاقی، توسط مدیران، می‌تواند بر جامعه تأثیر منفی بگذارد و کل بازار متزلزل شود. در این زمینه ادبیات پژوهش نیز حاکی از نقش اخلاقیات در جلوگیری از بحران‌های مالی است. لوئیس و همکاران (*Lewis et al.*, 2010) نیز به اهمیت رویه اخلاقی در تجارت می‌پردازد و بر چگونگی تأثیر انتخاب غیراخلاقی رهبران و مدیران صنعت مالی در بروز پریشانی و آشفتگی مالی دارد. سؤال سوم: الگوی اخلاق سرمایه‌گذاری در بحران‌های مالی چگونه است؟

مقدار آماره تی در خارج بازه (۱/۹۶ و -۱/۹۶) قرار دارند، بنابراین، در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌توان نتیجه گرفت که کلیه روابط در مدل تأیید می‌شوند. با توجه به این که آماره تی در مسیر شرایط علی بر مقوله محوری برابر با ۶۲/۳۱۳ است و بیشتر از ۱/۹۶ است، نتیجه گرفته می‌شود متغیر شرایط علی بر مقوله محوری در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأثیر معناداری دارد. با توجه به اینکه میزان ضریب استاندارد ۰/۹۰۵ و بیشتر از ۰/۶ است، بنابراین شرایط علی بر مقوله محوری تأثیر مستقیم و قوی دارد. بر این اساس وجود عوامل علی که در مدل مورد بحث قرار گرفت می‌توانند شرایط اولیه را برای بروز و تحقق اخلاق در سرمایه‌گذاری در شرایط بحران مالی فراهم کنند؛ لذا در صورت وجود آزادی در انجام معامله، امکان

استفاده از اطلاعات برابر، امکان قدرت چانه‌زنی برابر، قیمت عادلانه و تخصیص سرمایه، اخلاق در سرمایه‌گذاری محقق می‌گردد (Lumberg, 2019).

در مسیر مقوله محوری بر راهبردها برابر با ۶/۵۰۵ است و بیشتر از ۱/۹۶ است، نتیجه گرفته می‌شود متغیر مقوله محوری بر راهبردها در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأثیر معناداری دارد. باتوجه‌به اینکه میزان ضریب استاندارد ۰/۵۰۸ و بین ۰/۳ و ۰/۶ است، بنابراین مقوله محوری بر راهبردها تأثیر مستقیم و متوسطی دارد. براین‌اساس در صورت وجود مقوله‌های صداقت، بی‌طرفی، منطق‌گرایی، اعتقادات دینی، امانت‌داری، حرص و طمع، تعهد، احتیاط و نظارت در فرد سرمایه‌گذار، تحقق راهبردها در راستای توسعه اخلاق در سرمایه‌گذاری در شرایط بحران افزایش می‌یابد. تورن (Thorne, 2001) در مدل تصمیم‌گیری اخلاقی خود، به شخصیت اخلاقی به‌عنوان یکی از چهار جریان بروز رفتار اخلاقی می‌داند. مدل رویکرد یکپارچه تورن نیز بر این باور است که شخصیت اخلاقی، انعکاسی از فضیلت مؤثر یا هدف‌دار فرد است. به اعتقاد پینفکس نیز فضایل اخلاقی ویژگی‌ها یا صفتهایی از شخصیت است که نگرانی فرد در مورد دیگران را توصیف می‌کند. عبدالرحیمیان و همکاران (Abdorrahimian et al., 2018) نیز شخصیت را یکی از مقوله‌های الگوی رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران می‌داند. به‌زعم دان و ساینٹی (Dunn and Sainty, 2020) نیز گرایش مذهبی یکی از ۵ مقوله الگوی تصمیم‌گیری اخلاقی سرمایه‌گذاران است.

در مسیر شرایط زمینه‌ای بر راهبردها برابر با ۳/۹۸۵ است و بیشتر از ۱/۹۶ است، نتیجه گرفته می‌شود متغیر شرایط زمینه‌ای بر راهبردها در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأثیر معناداری دارد. باتوجه‌به اینکه میزان ضریب استاندارد ۰/۲۹۲ و کمتر از ۰/۳ است، بنابراین شرایط زمینه‌ای بر راهبردها تأثیر مستقیم و ضعیف دارد. براین‌اساس مشخص شد وجود بستر زمینه‌های شامل مقوله‌های شفافیت کامل در بازار سرمایه، نقدشوندگی در بازار، زیرساخت‌های فناوری اطلاعات، مقررات می‌تواند بر تحقق راهبردها در راستای توسعه اخلاق در سرمایه‌گذاری در شرایط بحران تأثیرگذار باشد، اما این تأثیر ضعیف برآورد شد که می‌تواند به این معنا باشد که بسترها گرچه عامل اثرگذار هستند؛ اما قدرت آنها در پیش‌بینی راهبردها چندان قوی نیست.

در مسیر شرایط مداخله‌ای بر راهبردها برابر با ۲/۶۹۴ است و بیشتر از ۱/۹۶ است، نتیجه گرفته می‌شود متغیر شرایط مداخله‌ای بر راهبردها در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأثیر معناداری دارد. باتوجه‌به اینکه میزان ضریب استاندارد ۰/۱۷۶ و کمتر از ۰/۳ است، بنابراین شرایط مداخله‌ای بر راهبردها تأثیر مستقیم و ضعیف دارد. براین‌اساس مشخص شد مقوله‌های هنجارهای اجتماعی، ارزش‌های قابل‌قبول جامعه، اصول اخلاقی عواملی اثرگذار بر تحقق راهبردها در راستای توسعه اخلاق در سرمایه‌گذاری در

شرایط بحران هستند، اما این تأثیر ضعیف برآورد شد، این نیز می‌تواند نشانه خوبی باشد؛ چراکه در صورت تأثیر قوی این عوامل، تحقق اخلاق در سرمایه‌گذاری دشوارتر می‌شود، به این علت که این عوامل ریشه در باورها، ارزش‌ها و عقاید جامعه دارند که تغییر آنها نیازمند تلاش‌های فراوان و عمیق در بستر جامعه است، اما همان‌طور که مشاهده می‌شود، تأثیر شرایط علی که عواملی در دست سیاست‌گذاران است، بسیار قوی است.

در مسیر راهبردها بر پیامدها برابر با ۶۰/۲۸۰ است و بیشتر از ۱/۹۶ است، نتیجه گرفته می‌شود متغیر راهبردها بر پیامدها در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأثیر معناداری دارد. با توجه به اینکه میزان ضریب استاندارد ۰/۹۰۶ و بیشتر از ۳۹۰ است، بنابراین راهبردها بر پیامدها تأثیر مستقیم و قوی دارد. بر این اساس مشخص شد مقوله‌های ابزارهای مالی، نظارت و کنترل صورت‌های مالی، دانش سرمایه‌گذاری، آینده‌نگری، تعامل مستمر، تأثیر قوی بر پیامدهای مطلوب که یکی از مهم‌ترین آنها جلوگیری از بحران مالی است، می‌شود. از این رو می‌توان امید داشت با به‌کارگیری راهبردهای مذکور در مدل، بتوان الگوی اخلاق در سرمایه‌گذاری را محقق ساخت و در نتیجه به پیامدهای مطلوب حاصل از آن نیز دست یافت (Grohmann, 2020).

به‌طور کلی بر اساس الگوی پژوهش مشخص شد که سرمایه‌گذاری مبتنی بر اخلاق، به الزامی برای افراد و سازمان‌ها در عرصه کسب‌وکار در حال مطرح‌شدن است و می‌تواند محیط سازمان‌ها را از نگرش‌های مطلق فنی به سمت انسانی‌تر کردن و قابل‌پذیرش اخلاقی کردن سوق دهد. می‌توان گفت نظام بازار بر اساس اصول اخلاق استوار است و ملاحظات غیراخلاقی با تأکید بر منافع شخصی تأثیرات مخربی بر کسب‌وکارها و مشتریان آنها دارد. بشریت همیشه با خیر و شر مبارزه کرده است. اصول اخلاقی بر رفتار فرد حاکم است و به راهنمایی اقدامات سودمند کمک می‌کند. از این رو تنظیم قوانین و مقررات دولت جهت جلوگیری از اختلال در اخلاق در زمینه سرمایه‌گذاری و متعاقباً بحران‌های مالی ضروری است.

## ۵- بحث و نتیجه‌گیری

اخیراً فشار قابل‌توجهی بر شرکت‌ها وجود دارد تا هم حرفه‌ای و هم اخلاقی رفتار کنند. این موضوع در شرایط بحران مالی از اهمیت بیشتری برخوردار است. به‌طور کلی در ادبیات یک دوراهی بر سر اتخاذ اخلاق در سرمایه‌گذاری در شرایط بحران وجود دارد. دسته‌ای از پژوهش‌ها بر این باورند که تصمیمات اخلاقی در شرایط بحران مالی شرکت، منجر به هدررفت سرمایه می‌شود؛ چراکه این تصمیمات دارای نتایج بلندمدت هستند، دسته‌ای دیگر بر این باورند که اقدامات اخلاقی در شرایط بحران مالی شهرت و

اعتبار برای شرکت به همراه دارند، از این رو توسط آنها حمایت می‌شود. در همین راستا پژوهش حاضر با هدف ارائه الگوی اخلاق سرمایه‌گذاری مدیران در بحران مالی با رویکرد کیفی صورت گرفت. اتخاذ رویکرد کیفی از آن جهت بود که به درک عمیق‌تر از موضوع می‌انجامد. به این منظور مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته عمیق با ۹ نفر از خبرگان دانشگاهی و صاحب‌نظران انجام شد. پس از تحلیل مصاحبه‌ها با روش تحلیل تم، یافته‌ها مشتمل بر ۵ مقوله اصلی، ۳۱ مقوله فرعی و ۷۴ کد باز بود. بر اساس یافته‌ها الگوی اخلاق سرمایه‌گذاری مدیران در بحران مالی شامل ۵ مقوله اصلی شخصیت اخلاقی، بازار اخلاقی، هنجارهای اخلاقی، انگیزه‌های اخلاقی و الزامات اخلاقی در سرمایه‌گذاری است. بر این اساس می‌توان گفت رشد اخلاقی و فضیلت هر دو برای بروز رفتار اخلاقی ضروری هستند.

شخصیت اخلاقی شامل پافشاری بر وظیفه اخلاقی، فضائل اخلاقی، غلبه بر وسوسه‌ها و پیاده‌سازی زیرساخت‌هایی است که یک هدف اخلاقی را می‌سازند. شخصیت اخلاقی فرد بر توانایی و میل وی به عمل در راه هدف اخلاقی‌اش تأثیر می‌گذارد. بر اساس نظریه‌های فضایل اخلاقی ویژگی شخصیتی اصلی که موجب تواناشدن فرد در تحقق اهداف اخلاقی می‌شود. بر اساس یافته‌ها اخلاق در سرمایه‌گذاری مستلزم برخورداری از شخصیت اخلاقی مشتمل بر ویژگی‌های محوری صداقت، بی‌طرفی، منطق‌گرایی، اعتقادات دینی، امانت‌داری، اجتناب از حرص و طمع، تعهد، احتیاط و نظارت بر خود است. به نظر می‌رسد وجود چنین فضائل شخصیتی در فرد، موجب می‌گردد تا مدیر در شرایط مختلف، حتی زمانی که با بحران مالی روبرو است، اخلاقی عمل کند. چنین ویژگی‌هایی سبب می‌گردد تا اقدام اخلاقی فارغ از منافع فردی یک ضرورت برای سرمایه‌گذار باشد. شخصیت اخلاقی در پژوهش‌های مختلف به‌عنوان یک پیشران سرمایه‌گذاری اخلاقی مورد بررسی قرار گرفته است. تورن (Thorne, 2001) در مدل تصمیم‌گیری اخلاقی خود، به شخصیت اخلاقی به‌عنوان یکی از چهار جریان بروز رفتار اخلاقی می‌داند. مدل رویکرد یکپارچه تورن نیز بر این باور است که شخصیت اخلاقی، انعکاسی از فضیلت مؤثر یا هدف‌دار فرد است. به اعتقاد پینفکس نیز فضایل اخلاقی ویژگی‌ها یا صفت‌هایی از شخصیت است که نگرانی فرد در مورد دیگران را توصیف می‌کند. عبدالرحیمیان و همکاران (Abdorrahimian et al., 2018) نیز شخصیت را یکی از مقوله‌های الگوی رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران می‌داند. به‌زعم دان و ساینٹی (Dunn and Sainty, 2020) نیز گرایش مذهبی یکی از ۵ مقوله الگوی تصمیم‌گیری اخلاقی سرمایه‌گذاران است.

در ادامه، بازار اخلاقی به‌عنوان مقوله بعدی بررسی شد. بازاری که از منطق کارکردی و از رویکرد نظام‌مند و سیستمی در تعاملات برخوردار است و مأموریت اصلی انتقال وجوه در گروه‌های مختلف و بازیگر را برعهده دارد که بتواند از این طریق تأثیر متغیرهای محیطی را مدیریت نماید و اهداف

متعدد در سطح بنگاه همان خلق ثروت و ارزش و در سطح جامعه انباشت سرمایه و رشد و توسعه اقتصادی پایدار را محقق سازد. بر اساس نظر جفری (Jeffrey, 2016) می‌بایست شرایط بازار برای تصمیم‌گیری اخلاقی سرمایه‌گذاران فراهم باشد. شفافیت کامل در بازار سرمایه یکی از عواملی است که لازم است تا یک بازار بتواند به سمت بازار کارا حرکت کند، از جمله این شاخص‌ها دسترسی آزاد هر فرد در بازار سرمایه تخصیص بهینه سرمایه‌ها، افزایش سرعت نقدشوندگی در بازار سرمایه، تعیین عادلانه قیمت‌ها، دسترسی عموم به تمامی اطلاعات یک بازار نقش مؤثری در توسعه بازار سرمایه دارد. در این زمینه ابریشمی و همکاران (Abrishami et al., 2017) نیز اذعان می‌دارد در جهت کاهش مخاطرات اخلاقی در بازار سرمایه، ایجاد شفافیت در بازار سرمایه و در دسترس بودن اطلاعات مهم‌ترین عامل است. هرچه اطلاعات مرتبط با بازار سرمایه، شفاف‌تر و متقارن باشد، تأثیرگذاری این بازار بر رشد و توسعه اقتصادی بیشتر خواهد شد. یکی از پیامدهای منفی ناشی از تقارن نداشتن اطلاعات، سوءاستفاده یا به عبارتی مخاطره اخلاقی فرد یا گروه دارای اطلاعات بیشتر است که به دنبال آن، طرف دیگر که اطلاعات کمتری دارد، دچار انتخاب نامناسب می‌شود.

مقوله بعدی انگیزه اخلاقی است. بدون تردید انسان برای رفتارهای آگاهانه و اختیاری خود نیازمند دلیل است. نگرش‌ها و شناخت‌ها از درون به اضافه امیال باعث برانگیخته شدن انسان به سوی عمل می‌شوند. در زمینه تصمیم‌گیری اخلاقی وجود انگیزه‌هایی همچون احترام به حقوق دیگران، حرکت به سمت شفافیت، رفاه اجتماعی، رقابت سالم و مسائل زیست‌محیطی انگیزه‌های اخلاقی هستند که می‌توانند فرد را به سمت تصمیم‌گیری اخلاقی پیش ببرند. در این راستا که انگیزه اخلاقی میزان پایبندی فرد به اعمال اخلاقی می‌باشد و همین عامل باعث می‌شود فرد ارزش‌های اخلاقی را بالاترین ارزش‌ها بداند و شخص مسئولیت تمام پیامدهای اخلاقی را بپذیرد. تورن این دو مفهوم را با هم می‌آمیزد و اعتقاد دارد انگیزه اخلاقی فرد بازتابی از فضایل اخلاقی وی است. او همچنین بر این باور است که افراد با استناد به فضایل اخلاقی بیش از سایرین برای اعمال اخلاقی انگیزه نشان می‌دهند.

هنجارهای اخلاقی نیز یکی از مقوله‌های الگوی اخلاق در سرمایه‌گذاری در بحران مالی است. اخلاق در سرمایه‌گذاری از هنجارهای اخلاقی تشکیل می‌شود که به طور گسترده در فعالیت مالی اعمال می‌شوند. رفتار سرمایه‌گذاری در یک کشور از ریشه‌های اخلاقی و بومی آن منطقه نشأت می‌گیرد و اخلاقیات و بایدها و نبایدهای موجود در یک جامعه است که می‌تواند مقررات وضع شده در آن جامعه را تحت تأثیر خود قرار دهد. بر این اساس ریشه‌های اخلاقی هر منطقه جغرافیایی باتوجه به خواستگاه مردم آن می‌تواند رفتار حرفه‌ای سرمایه‌گذاران را شکل و جهت بخشد. به‌زعم دان و ساینٹی (Dunn and

(Sainty, 2020) نیز ارزش‌های حاصل از فرهنگ یکی از ۵ مقوله الگوی تصمیم‌گیری اخلاقی سرمایه‌گذاران است. همچنین در پژوهش ابریشمی و همکاران (Abrishami et al., 2017) نیز نشان داده شده که پیروی از اصول اخلاقی اسلامی و تدوین دستورالعمل‌های اخلاقی و فرهنگ‌سازی برای حاکمیت ارزش‌های اخلاقی و دینی می‌تواند تا حد زیادی در کاهش حيله و فریب و افزایش صداقت و اعتماد و ایجاد شفافیت مؤثر باشد. نتایج پژوهش عبدالرحیمیان و همکاران (Abdorrahimian et al., 2018) نیز بیانگر این است که زیربنایی‌ترین عامل در رفتار سرمایه‌گذاران همانا عامل فرهنگ می‌باشد. در نهایت مشخص شد الزامات اخلاقی در سرمایه‌گذاری نیز یکی از مقوله‌های الگوی اخلاق در سرمایه‌گذاری در بحران مالی می‌باشد (Schnietz et al., 2005). ساماندهی و توسعه بازار سرمایه در گروهی توجه به تنظیم ساختار بازار مالی متناسب با ویژگی‌های کلان اقتصادی و مختصات بنگاه‌های فعال در اقتصاد کشور است. این توسعه رابطه تنگاتنگی با مقررات و چارچوب‌های نظارتی، فناوری اطلاعات و سرمایه انسانی داشته و دارد. نمی‌توان بدون سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی متخصص و آشنا به دانش نوین مالی و اقتصاد توفیق چشمگیری در این عرصه به دست آورد. نیروی انسانی نیاز دارد که به فناوری روز، برنامه‌های تحلیل مالی و پایگاه اطلاعاتی نیز مجهز باشد تا بتواند بر پایه دانش مدرن و تجربیات قابل توجه در عرصه بازارهای مالی و هم چنین ویژگی‌های اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی و سیاسی ابزارهای لازم را جهت توسعه بازار سرمایه ارائه دهد. در این زمینه الزیادت و احمد (Alziyadat and Ahmed, 2018) نیز دریافتند فعالیتی که به صورت پیمانی قانونی و مجاز تلقی می‌شود می‌تواند منجر به نتایج شود که می‌تواند آن را اخلاقی با غیراخلاقی جلوه دهد.

به‌طور کلی بر اساس یافته‌های پژوهش می‌توان گفت اغلب بحران‌های مالی از پس عدم رعایت اخلاق در فرآیندهای تصمیم‌گیری به وجود می‌آیند و پیروی از اصول اخلاقی در تصمیمات و رفتار حرفه‌ای، قادر است از حرکت جامعه به سمت بحران‌های مالی در بلندمدت جلوگیری کند. از این رو با پیروی از الگوی اخلاق در سرمایه‌گذاری می‌توان در بلندمدت شاهد کاهش بحران‌های مالی در جامعه بود. از این رو به شرکت‌ها، سرمایه‌گذاران، سیاست‌گذاران و کلیه نهادهای مربوطه پیشنهاد می‌گردد با استفاده از این الگو و شناسایی نقاط ضعف و قوت خود، در جهت تقویت رفتارهای اخلاقی در سرمایه‌گذاری حرکت کنند. همچنین به محققان علاقه‌مند به حوزه پژوهش، پیشنهاد می‌گردد در پژوهش‌های آتی الگوی پیشنهادی در این پژوهش را در پژوهش‌های کمی و با استفاده از داده‌های

آمارى مورد آزمون قرار دهند. استفاده از این الگو در جوامع آماری مختلف می‌تواند به‌عنوان هدف پژوهش‌های آینده قرار گیرد.

## ۶- تعارض منافع

هیچ‌گونه تعارض منافع در این پژوهش وجود ندارد.

## ۷- منابع

- Abdorrahimian, M. H., Torabi, T., Sadeghisharif, S. J., & Darabi, R. (2018). Behavioral Decision Making Pattern for Individual Investors In Tehran Stock Exchange. *Journal of Investment Knowledge*, 7(26), 113-130. [In Persian]
- Abrishami, H., Tohidinia, A., & Khazaei, F. (2017). Evaluating and Explanation of Moral Hazards and Adverse Selection in Capital Market and the Role of Ethics in their Reduction. *Environmental Management Hazards*, 4(4), 403-418. [In Persian]
- Alziyadat, N., & Ahmed, H. (2018). Ethical decision-making in Islamic financial institutions in light of Maqasid Al-Sharia: A conceptual framework. *Thunderbird International Business Review*, 61(5), 707-718.
- Dunn, P., & Sainty, B. (2020). Professionalism in accounting: a five-factor model of ethical decision-making. *Social Responsibility Journal*, 16(2), 255-269.
- Everett, J. A. C., Faber, N. S., & Crockett, M. J. (2015). The influence of social preferences and reputational concerns on intergroup prosocial behaviour in gains and losses contexts. *Royal Society Open Science*, 2(12), 150546.
- Giannarakis, G., & Theotokas, I. (2011). The Effect of Financial Crisis in Corporate Social Responsibility Performance. *International Journal of Marketing Studies*, 3(1).
- Grohmann, S. (2020). Responsible Parasites: The Ethics of Small-scale Property Investment in the UK. *Housing, Theory and Society*, 1-20.
- Hosseini Khankahdani, P. (2015). The Impact of Professional Ethics in Accounting. *The First National Conference on Modern Research in Financial and Accounting Studies*, Shiraz. [In Persian]
- Jeffrey, D. (2016). Empathy, sympathy and compassion in healthcare: Is there a problem? Is there a difference? Does it matter? *Journal of the Royal Society of Medicine*, 109(12), 446-452.
- Kowaleski, Z. T., Sutherland, A. G., & Vetter, F. W. (2020). Can ethics be taught? Evidence from securities exams and investment adviser misconduct. *Journal of Financial Economics*, 138(1), 159-175.
- Laeven, L., & Valencia, F. (2013). Systemic Banking Crises Database. *IMF Economic Review*, 61(2), 225-270.
- Lewis, V., Kay, K. D., Kelso, C., & Larson, J. (2010). Was the 2008 financial crisis caused by a lack of corporate ethics?. *Global Journal of Business Research*, 4(2), 77-84.
- Lumberg, J. (2019). A Brief History of Impact Investing. *Investopedia*.

- Mahdavi, G., & Alipour, S. (2012). Ethical Decision-Making Approaches of Companies' Financial Managers. *Journal of Accounting Knowledge*, 1(2), 33-53. [In Persian]
- Martini, A. (2021). Socially responsible investing: from the ethical origins to the sustainable development framework of the European Union. *Environment, Development and Sustainability*.
- Moisson, P. H. (2020). Ethics and Impact Investment. *Toulouse School of Economics*.
- Morales, L., Soler-Domínguez, A., & Hanly, J. (2019). The power of ethical investment in the context of political uncertainty. *Journal of Applied Economics*, 22(1), 554-580.
- Nieuwenburg, S. A. M. (2013). Ethically Investing during the financial crisis. Master's thesis, *Tilburg University*.
- Parfitt, C. (2019). ESG integration treats ethics as risk, but whose ethics and whose risk? Responsible investment in the context of precarity and risk-shifting. *Critical Sociology*, 46(4-5), 573-587.
- Parmitasari, R. D. A., Hamsah, D., Alam, S., & Laba, A. R. (2018). Analysis of Ethics and Investor Behavior and Its Impact on Financial Satisfaction of Capital Market Investors. *Scientific Research Journal (SCIRJ)*, 4(1), 51-69.
- Peck, S. (2011). investment ethics. 1st Edition, *wiley*.
- Schnietz, K. E., & Epstein, M. J. (2005). Exploring the Financial Value of a Reputation for Corporate Social Responsibility During a Crisis. *Corporate Reputation Review*, 7(4), 327-345.
- Sheperis, D. S., Henning, S., & Kocet, M. M. (2016). Ethical Decision Making for the 21st Century Counselor.
- Sommers-Flanagan, R., & Sommers-Flanagan, J. (2007). *Becoming an Ethical Helping Professional: Cultural and Philosophical Foundations*, with Video Resource Center. *Wiley*.
- Thorne, L. (2001). Refocusing ethics education in accounting: an examination of accounting students' tendency to use their cognitive moral capability. *Journal of Accounting Education*, 19(2), 103-117.
- Vafaiepour, R. A., & Ghasemi, M. (2019). Presenting a model based on financial crisis, investment opportunities and its impact on audit quality. *Journal of Modern Research Approaches in Management & Accounting*, 4(13), 1-16. [In Persian]

---

## COPYRIGHTS

© 2022 by the authors. Published by Islamic Azad University, Esfaryen Branch. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

