



## ارائه مدل عوامل موثر بر عدم کارایی سرمایه‌گذاری در شرایط عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی در محیط اقتصادی ایران

خدیجه ربیعی

استادیار حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران.  
k.rabiee@ut.ac.ir

حسنعلی معینی

دانشجوی دکتری مدیریت بازرگانی، دانشگاه پیام نور تهران، دانشکده مدیریت، تهران، ایران (نویسنده مسئول).  
hassanalimoeini8091@gmail.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۲/۲۹ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۴/۲۸

### چکیده

هدف پژوهش حاضر، ارائه مدل عوامل موثر بر عدم کارایی سرمایه‌گذاری در شرایط عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی در محیط اقتصادی ایران است. روش پژوهش حاضر بصورت کیفی و داده‌ها از طریق مصاحبه نیمه ساختار یافته با ۱۷ نفر از خبرگان حوزه سرمایه‌گذاری جمع‌آوری گردید. در پژوهش حاضر متن مصاحبه‌های اولیه با توجه به اهداف پژوهش، مورد مطالعه قرار گرفت. در راستای تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش شش گانه تحلیل تم با استفاده از نرم افزار MAXQDA استفاده شده است. نتایج نشان داد نتایج تحقیق حاضر نشان داد عوامل نهادی و ساختاری شامل ضعف کنترل‌های داخلی، فساد اداری و ضعف نهادی، کیفیت گزارشگری مالی و عوامل اقتصادی کلان شامل نوسانات نرخ ارز و تورم، تغییرات ناگهانی سیاست‌های اقتصادی و محدودیت‌های تأمین مالی. عوامل رفتاری و مدیریتی شامل رفتار محافظه‌کارانه مدیران، تضاد منافع و هزینه‌های نمایندگی، ناکارایی بازارهای مالی شامل نقدشوندگی پایین، نوسانات غیرمنتظره، تحریف قیمت‌ها منجر به عدم کارایی سرمایه‌گذاری در شرایط عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی می‌شود. در نهایت تحلیل کمی مدل با استفاده از نرم افزار AMOS و مدلسازی معادلات ساختاری نشان از معنادار بودن کلیه سازه‌های مدل و تایید آن بود.

**واژه‌های کلیدی:** عدم اطمینان سیاست اقتصادی، سیاست‌های اقتصادی، عدم کارایی سرمایه‌گذاری، کارایی سرمایه‌گذاری.

## ۱- مقدمه

عدم کارایی سرمایه‌گذاری در شرایط عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی ریشه در تئوری‌های نئوکلاسیک و رفتاری دارد. بر اساس پژوهش‌های عدم اطمینان سیاست اقتصادی با ایجاد ابهام در محیط کسب‌وکار، موجب افزایش ریسک درک‌شده توسط مدیران می‌شود (کونگ و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۲؛ گولن و لون<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶). این امر به دو شکل خود را نشان می‌دهد؛ اول کاهش سرمایه‌گذاری مولد؛ مدیران به دلیل ترس از تغییرات ناگهانی قوانین مالیاتی، یارانه‌ها یا محدودیت‌های تجاری، تمایل به به تعویق انداختن یا لغو پروژه‌های بلندمدت دارند. این رفتار مبتنی بر اثر احتیاطی باعث کاهش نرخ رشد بهره‌وری و رقابت‌پذیری شرکت‌ها می‌شود (سید<sup>۳</sup>، ۲۰۲۳). دوم تخصیص ناکارای منابع؛ عدم اطمینان ممکن است منجر به سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد در دارایی‌های کم‌ریسک (مانند سپرده‌های بانکی) یا سفته‌بازی در بازارهای مالی شود که بازدهی اقتصادی پایینی دارند. همزمان، پروژه‌های با بازدهی بالا اما ریسک‌پذیر به دلیل هزینه بالای تأمین مالی کنار گذاشته می‌شوند (هو و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۲۱). از منظر مکانیسم‌های علی، عدم اطمینان سیاستی از سه مسیر اصلی کارایی سرمایه‌گذاری را مختل می‌کند؛ اول افزایش هزینه تأمین مالی؛ انک‌ها و سرمایه‌گذاران به دلیل ریسک بالاتر، نرخ بهره وام‌ها را افزایش داده یا اعتبارات را محدود می‌کنند (لیو و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۲۳). دوم تحریف سیگنال‌های بازار: نوسانات ناشی از سیاست‌های اقتصادی، پیش‌بینی تقاضا و قیمت‌های آتی را دشوار می‌سازد و منجر به سرمایه‌گذاری‌های ناهماهنگ با واقعیت‌های بازار می‌شود (هو و همکاران، ۲۰۲۱). سوم کاهش انگیزه نوآوری؛ شرکت‌ها به جای سرمایه‌گذاری در فناوری‌های پیشرفته، منابع را به فعالیت‌های کوتاه‌مدت معطوف می‌کنند که اثرات منفی بر رشد بلندمدت اقتصاد دارد (کونگ و همکاران، ۲۰۲۲). با این حال، برخی مطالعات مانند دو و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۲۲) در شرایط خاصی مانند مداخلات دولتی هدفمند یا بازارهای با رقابت ناقص، رابطه مثبتی بین عدم اطمینان و کارایی سرمایه‌گذاری گزارش کرده‌اند که نیازمند بررسی‌های بیشتر است.

عدم کارایی سرمایه‌گذاری در شرایط عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی، موضوعی حیاتی و پیچیده است که در سال‌های اخیر توجه گسترده‌ای در ادبیات مالی و اقتصادی به خود جلب کرده است. افزایش عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی، که شامل تغییرات ناگهانی در قوانین مالی، سیاست‌های پولی و مالی، تعرفه‌ها و مقررات تجاری است، تأثیر قابل توجهی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد. مطالعات اخیر نشان می‌دهند که این عدم اطمینان باعث کاهش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود، زیرا بنگاه‌ها به دلیل ریسک بالاتر، تمایل به تعویق یا کاهش سرمایه‌گذاری‌های مولد دارند و منابع مالی به سمت پروژه‌های کم‌ریسک‌تر و کمتر بهره‌ور هدایت می‌شود (وانگ و ژو<sup>۷</sup>، ۲۰۲۵؛ کونگ و همکاران، ۲۰۲۲).

<sup>۱</sup> - Kong et al

<sup>۲</sup> - Gulen & Ion

<sup>۳</sup> - Syed

<sup>۴</sup> - Hou et al

<sup>۵</sup> - Liu et al

<sup>۶</sup> - Du et al

<sup>۷</sup> - Wang and Zhu

در محیطهای اقتصادی با عدم اطمینان بالا، شرکتها با چالشهای متعددی مواجه می‌شوند که کارایی سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. یکی از این چالش‌ها، افزایش هزینه تأمین مالی است که به دلیل ریسک بیشتر، سرمایه‌گذاران و بانکها نرخ بهره بالاتری مطالبه می‌کنند. این موضوع به ویژه در کشورهای در حال توسعه و اقتصادهای با ناپایداری سیاستی مانند ایران، اثرات مخربی بر تخصیص بهینه منابع دارد. علاوه بر این، عدم شفافیت و پیش‌بینی‌ناپذیری سیاستها موجب تحریف سیگنال‌های بازار و نوسانات بیش از حد در تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌شود (ژائو و سحری<sup>۱</sup>، ۲۰۲۵؛ لیو و همکاران، ۲۰۲۳). تحقیقات نشان داده‌اند که عدم اطمینان سیاسی نه تنها بر میزان سرمایه‌گذاری تأثیر منفی دارد بلکه کیفیت و کارایی سرمایه‌گذاریها را نیز کاهش می‌دهد. به عبارت دیگر، شرکتها به جای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با بازدهی بالا و ریسک متناسب، به سمت پروژه‌های محافظه‌کارانه و کم‌بازده سوق پیدا می‌کنند که این امر منجر به ناکارایی در استفاده از منابع می‌شود. این مسئله به ویژه در شرایطی که سیاستهای اقتصادی به طور مکرر تغییر می‌کنند و ثبات لازم برای برنامه‌ریزی بلندمدت وجود ندارد، تشدید می‌شود (ژائو و سحری، ۲۰۲۵).

ایران به دلیل وابستگی شدید به درآمدهای نفتی، نوسانات قیمت نفت، تحریم‌های بین‌المللی، و سیاست‌گذاریهای ناپایدار، همواره با عدم اطمینان سیاستی مواجه است. این عدم اطمینان، ریسک محیط کسب‌وکار را افزایش داده و به کاهش کارایی سرمایه‌گذاری در بخش‌های مولد منجر می‌شود. برای مثال، نوسانات نرخ ارز و تورم مزمن (به عنوان عوامل کلان) موجب کاهش جذابیت سرمایه‌گذاری بلندمدت شده است. عواملی مانند اندازه دولت، هزینه‌های مصرفی غیرمولد دولت، و وابستگی به درآمدهای نفتی، از طریق ایجاد ناترازی بودجه و توزیع نامتوازن منابع، سرمایه‌گذاری بخش خصوصی را محدود می‌کنند. این عوامل در شرایط عدم اطمینان سیاستی، اثرات مخرب خود را تشدید می‌کنند (دولت خواه و همکاران، ۱۴۰۱؛ جلالی اسفندآبادی و صمیمی، ۱۳۹۳).

با توجه به ویژگی‌های منحصربه‌فرد اقتصاد ایران (وابستگی به نفت، تحریم‌ها، و ساختار نهادی ضعیف)، ارائه مدلی که تعامل بین عدم اطمینان سیاستی، هزینه‌های نمایندگی، ناکارایی بازارهای مالی، و عوامل رفتاری را در قالب یک چارچوب یکپارچه بررسی کند، ضروری است. چنین مدلی می‌تواند راهکارهایی برای کاهش ریسک سیاستی و بهبود تخصیص منابع ارائه دهد. عدم کارایی سرمایه‌گذاری در ایران ریشه در ترکیبی از عوامل کلان (تورم، نوسانات ارزی)، نهادی (فساد، قوانین متغیر)، و رفتاری (اجتناب از ریسک) دارد که در شرایط عدم اطمینان سیاستی تشدید می‌شوند. طراحی مدلی جامع که این عوامل را در تعامل با یکدیگر تحلیل کند، می‌تواند به سیاست‌گذاران در کاهش شکاف سرمایه‌گذاری کمک نماید.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

نظریه کارایی سرمایه‌گذاری است که بیان می‌کند کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکتها تنها در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری کنند و از تخصیص منابع به پروژه‌های کم‌بازده یا پرریسک

<sup>۱</sup> Zhao & Sahari

خودداری نمایند. در شرایط عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی، این کارایی به دلیل افزایش ریسک و کاهش شفافیت اطلاعاتی کاهش می‌یابد و موجب سرمایه‌گذاری کمتر از حد یا بیشتر از حد می‌شود (انور خطیبی و اسماعیلی، ۱۴۰۳).

نظریه عدم اطمینان اقتصادی و تأثیر آن بر تصمیمات سرمایه‌گذاری است. عدم اطمینان در سیاست‌های اقتصادی، که شامل تغییرات ناگهانی در قوانین مالی، نرخ بهره، سیاست‌های پولی و مالی است، باعث افزایش هزینه‌های تأمین مالی و کاهش تمایل به سرمایه‌گذاری بلندمدت می‌شود. این پدیده در ادبیات اقتصادی با عنوان «ثر احتیاطی» شناخته شده است که مدیران را به تعویق انداختن یا کاهش سرمایه‌گذاری در پروژه‌های مولد ترغیب می‌کند. همچنین، عدم اطمینان موجب تحریف سیگنال‌های بازار و نوسانات غیرمنتظره در قیمت‌ها می‌شود که تصمیم‌گیری بهینه را دشوار می‌سازد (تقی زاده خانقاه و بادآور نهندی، ۱۴۰۴).

نقش هزینه‌های نمایندگی و مشکلات حاکمیت شرکتی در کاهش کارایی سرمایه‌گذاری است. تضاد منافع بین مدیران و سهامداران، به ویژه در شرایط عدم اطمینان، منجر به تصمیمات ناکارآمد و سرمایه‌گذاری‌های نامطلوب می‌شود. مدیران ممکن است به دلیل انگیزه‌های شخصی یا محافظه‌کاری بیش از حد، از پذیرش پروژه‌های سودآور خودداری کنند یا منابع را به طرح‌های پرریسک و کم‌بازده اختصاص دهند. این موضوع به ویژه در شرکت‌هایی با ساختار حاکمیتی ضعیف و نظارت ناکافی تشدید می‌شود. تأثیر محدودیت‌های مالی و ناکارایی بازارهای مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری است (ژائو و سحری، ۲۰۲۵). در شرایط عدم اطمینان، دسترسی به منابع مالی به ویژه برای شرکت‌های کوچک و متوسط محدودتر می‌شود و هزینه تأمین مالی افزایش می‌یابد. این امر باعث می‌شود شرکت‌ها نتوانند به طور بهینه منابع را تخصیص دهند و پروژه‌های با ارزش واقعی مثبت را اجرا کنند. همچنین، ناکارایی بازارهای مالی مانند شفافیت ناکافی و نقدشوندگی پایین، این مشکلات را تشدید می‌کند (وانگ و ژو، ۲۰۲۵).

پنجمین مبنای تأثیر عوامل رفتاری و روانشناختی در تصمیمات سرمایه‌گذاری است. عدم اطمینان سیاستی باعث افزایش ریسک درک‌شده و نگرانی‌های روانی مدیران و سرمایه‌گذاران می‌شود که منجر به رفتارهای محافظه‌کارانه و اجتناب از ریسک می‌گردد. این رفتارها به تخصیص ناکارآمد منابع و کاهش بهره‌وری سرمایه‌گذاری منجر می‌شود. بنابراین، در طراحی مدل عوامل مؤثر بر عدم کارایی سرمایه‌گذاری، باید تعامل میان عوامل اقتصادی، نهادی و رفتاری به طور جامع مورد توجه قرار گیرد تا بتوان راهکارهای مؤثری برای بهبود کارایی سرمایه‌گذاری ارائه کرد (رجایی زاده هرنندی و همکاران، ۱۴۰۰).

وانگ و ژو (۲۰۲۵) در تحقیقی با عنوان تأثیر عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها: نقش تعدیل‌کننده محدودیت‌های تأمین مالی و مالی‌گرایی به بررسی مجموعه داده‌های جامعی از شرکت‌های سهام A چین در طول یک دهه، از سال ۲۰۱۲ تا ۲۰۲۲، به بررسی پویایی پیچیده بین عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پرداختند. این تحقیق تأثیر تعدیل‌کننده محدودیت‌های مالی را در این رابطه پیچیده تأیید می‌کند و نشان می‌دهد که با افزایش عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی، این عدم قطعیت به عنوان محدودیتی بر شیوه‌های ناکارآمد سرمایه‌گذاری در بین شرکت‌ها عمل می‌کند و در نتیجه باعث بهبود کارایی

سرمایه گذاری می شود. نکته قابل توجه این است که این مطالعه تأکید می کند که تأثیر تعدیل کننده محدودیت های مالی به ویژه در بین شرکت هایی که تمایل به سرمایه گذاری بیش از حد دارند، برجسته تر است. این یافته نشان می دهد که عدم قطعیت سیاست های اقتصادی می تواند به عنوان یک مکانیسم اصلاحی عمل کند و شرکت ها را به سمت تصمیمات سرمایه گذاری محتاطانه تر هدایت کند. علاوه بر این، این تحقیق، مالی سازی شرکت ها را به عنوان یک عامل محوری در رابطه بین عدم قطعیت اقتصادی و کارایی سرمایه گذاری شناسایی می کند. این عامل به عنوان یک واسطه عمل می کند و شکاف بین این دو متغیر را پر می کند و بینش عمیق تری در مورد تعامل پیچیده ای که رفتار سرمایه گذاری شرکت ها را در مواجهه با عدم قطعیت اقتصادی کنترل می کند، ارائه می دهد. به طور کلی، این مطالعه بینش های ارزشمندی در مورد عواملی که بر کارایی سرمایه گذاری شرکت ها تأثیر می گذارد و اینکه چگونه عدم قطعیت سیاست های اقتصادی می تواند این پویایی ها را شکل دهد، ارائه می دهد.

گارسیا-گومز و همکاران (۲۰۲۳) در تحقیقی با عنوان ناکارآمدی سرمایه گذاری در صنعت هتلداری: نقش عدم اطمینان سیاست اقتصادی به بررسی تأثیر عدم اطمینان سیاست اقتصادی (EPU) بر ناکارآمدی سرمایه گذاری نمونه ای از ۲۱۳ شرکت هتلداری در ایالات متحده برای دوره ۲۰۱۰-۲۰۱۹ پرداختند. نتایج نشان داد که افزایش عدم اطمینان سیاست اقتصادی منجر به افزایش ناکارآمدی سرمایه گذاری در سطح شرکت در صنعت هتلداری می شود. مشکلات کم سرمایه گذاری و بیش سرمایه گذاری به دلیل عدم اطمینان تشدید می شود. نتایج برای مشخصات متغیرهای مختلف و تکنیک های اقتصادسنجی قوی هستند.

ژو و همکاران (۲۰۲۳) در تحقیقی با عنوان سرمایه گذاری ناکارآمد و تحول دیجیتال: نقش محدودیت های تامین مالی چیست؟ با استفاده از شرکت های چینی از سال ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۹ به عنوان نمونه، تأثیر سرمایه گذاری ناکارآمد را بر تحول دیجیتال به طور تجربی بررسی کردند و دریافتند که سرمایه گذاری ناکارآمد برای بهبود دیجیتالی سازی مفید نیست. همچنین هر چه فشار مالی بر یک شرکت بیشتر باشد، تحول دیجیتال بدتر است و محدودیت های مالی این اثر منفی را تشدید می کند. در میان شرکت های دولتی، خصوصی و بسیار دیجیتالی شده، تأثیر منفی سرمایه گذاری ناکارآمد بر تحول دیجیتال با افزایش فشار محدودیت های مالی تشدید می شود.

وانگ و همکاران (۲۰۲۲) در تحقیقی با عنوان بدهی های مالی و سرمایه گذاری ناکارآمد شرکت های پذیرفته شده در بورس: بر اساس اثر تعدیلی ساختارهای مالی مختلف شرکت های غیرمالی و غیراملاک و مستغلات بررسی چین را برای بررسی مکانیسم بدهی های مالی بر روی رفتار سرمایه گذاری ناکارآمد شرکت های بورسی از دیدگاه ساختار مالی بررسی کردند. نتایج تحقیق نشان داد که یک رابطه U شکل معکوس بین بدهی های مالی و کارایی سرمایه گذاری وجود دارد، و اینکه بدهی های مالی مانع از کم سرمایه گذاری و تشدید سرمایه گذاری بیش از حد می شود. بدهی های عملیاتی اثر بازدارنده ای بر کم سرمایه گذاری دارند. ساختار مالی تحت رهبری بانک در تنظیم بدهی های مالی و کاهش سرمایه گذاری بیش از حد موثرتر است، در حالی که ساختار مالی مبتنی بر بازار برای تنظیم بدهی های مالی مناسب تر است و بنابراین، کم سرمایه گذاری را مهار می کند. بنابراین، ساختار مالی یک شرکت باید مقیاس تعهدات مالی تنظیم شود تا سرمایه گذاری ناکارآمد کاهش یابد و بدهی های عملیاتی به طور مناسب گسترش یابد.

تقی زاده خانقاه و بادآور نهندي (۱۴۰۴) در تحقيقي با عنوان نقش تعدیلي محدودیت مالی بر رابطه بین عدم اطمینان سیاست اقتصادی و مالی‌سازی شرکت به بررسی تأثیر عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر مالی‌سازی شرکت با نقش تعدیل‌گری محدودیت مالی پرداختند. با استفاده از روش نمونه‌گیری سیستماتیک تعداد ۱۲۵ شرکت برای دوره زمانی ۱۴۰۱-۱۳۹۴ انتخاب می‌شود. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از رویکرد داده‌های ترکیبی به روش داده‌های تابلویی استفاده می‌شود. نتایج نشان داد که یک رابطه یوشکل بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مالی‌سازی شرکت‌ها وجود دارد. افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی در سطوح پایین به کاهش سرمایه‌گذاری بر روی دارایی‌های مالی منجر می‌شود؛ اما در سطوح بالا موجب افزایش سرمایه‌گذاری بر روی دارایی‌های مالی می‌شود. علاوه بر این، یافته‌ها نشان می‌دهد که محدودیت مالی ارتباط بین عدم اطمینان سیاست اقتصادی و مالی‌سازی شرکت را تعدیل می‌کند. یعنی رابطه منفی در سطوح پایین و رابطه مثبت در سطوح بالای عدم قطعیت، سیاست اقتصادی را تضعیف می‌کند؛ بنابراین، شرکت‌هایی که با محدودیت‌های مالی قوی مواجه هستند، میزان سرمایه‌گذاری بر روی دارایی‌های مالی را به گونه‌ای تنظیم می‌کنند که باتوجه به شرایط اقتصادی، نقدینگی لازم را برای فعالیت‌های تجاری تأمین کنند. پژوهش حاضر شواهد تجربی جدیدی را برای آشکار کردن رابطه یوشکل بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مالی‌سازی شرکت ارائه می‌کند؛ به علاوه، این مطالعه متفاوت از پژوهش‌های پیشین در کشورهای توسعه‌یافته است و عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی را در ایران، به عنوان کشوری که قوانین و مقررات حاکمیتی در مدیریت اقتصاد نقش برجسته‌ای دارد، مطالعه می‌کند.

ابراهیمی و همکاران (۱۴۰۲) در تحقيقي با عنوان بیش اطمینانی مدیران و کارایی تصمیمات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی به بررسی ارتباط بین بیش اطمینانی مدیران، تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون خطی چندگانه بر اساس داده‌های تابلویی استفاده شد. نتیجه بررسی ۱۴۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۸ حاکی از آن است که بین بیش اطمینانی مدیران و کارایی سرمایه‌گذاری و تأمین مالی داخلی ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. در واقع، زمانی که مدیران بیش اطمینان بوده‌اند، سرمایه‌گذاری بیش از حد کمتر بوده است. علاوه بر این، یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین بیش اطمینانی مدیران و کم سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود ندارد.

آقابائی و رضائیان رامشه (۱۴۰۱) در تحقيقي با عنوان تأثیر تجدید آرائه صورت‌های مالی بر انواع ناکارایی سرمایه‌گذاری با تأکید بر نقش محدودیت مالی به بررسی تأثیر تجدید آرائه صورت‌های مالی بر انواع ناکارایی سرمایه‌گذاری با تأکید بر نقش محدودیت مالی پرداختند. برای اندازه‌گیری ناکارایی سرمایه‌گذاری و دسته‌بندی شرکت‌های عضو نمونه به دو بخش شرکت‌های با سرمایه‌گذاری بیش از حد یا کمتر از حد، از الگوی انتظارات سرمایه‌گذاری ریچادسون (۲۰۰۶) و از شاخص تعریف‌شده از سوی کاپلان-زینگالس (۱۹۹۷) برای بررسی محدودیت مالی شرکت‌ها استفاده شده است. نمونه آماری مورد بررسی شامل ۱۷۴ شرکت در یک دوره زمانی شش‌ساله (۱۳۹۱-۱۳۹۷) است. نتایج نشان‌دهنده آن است که تجدید آرائه صورت‌های مالی، سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت‌ها را کاهش می‌دهد؛ در حالی که وضعیت سرمایه‌گذاری کمتر از حد را تشدید می‌کند. از طرفی،

در شرکت‌های با سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد ممکن است محدودیت مالی بیشتری پس از تجدید ارائه صورت‌های مالی تجربه شود که این رابطه برای شرکت‌های با سرمایه‌گذاری کمتر از حد معنادار نیست. در نهایت، این استدلال که تجدید ارائه صورت‌های مالی می‌تواند از طریق تأثیر غیرمستقیم بر محدودیت مالی، بر ناکارایی سرمایه‌گذاری اثرگذار باشد نیز در هیچ گروهی از شرکت‌ها تأیید نشد.

سهیلی فر و همکاران (۱۴۰۱) در تحقیقی با عنوان بررسی تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر رابطه بین اندازه غیربهره‌ی ساختار سرمایه و ناکارایی سرمایه‌گذاری‌های واحد تجاری به بررسی تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر رابطه بین اندازه غیربهره‌ی ساختار سرمایه و ناکارایی سرمایه‌گذاری‌های واحد تجاری پرداختند. با جمع آوری داده‌های ۱۴۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۹۸-۱۳۸۳ فرضیه‌های پژوهش بررسی شدند. کیفیت اطلاعات حسابداری با استفاده از مدل فرانسیس و همکاران (۲۰۰۵) و ناکارایی سرمایه‌گذاری‌ها با استفاده از مدل بیدل و همکاران (۲۰۰۹) اندازه‌گیری شد و اندازه غیربهره‌ی ساختار سرمایه با استفاده از مدل ساین و ویلیامز (۲۰۱۵) مورد سنجش قرار گرفت. یافته‌های پژوهش حاکی از این است که افزایش اندازه غیر بهره‌ی ساختار سرمایه منجر به افزایش میزان ناکارایی سرمایه‌گذاری‌های واحد تجاری می‌شود. از سوی دیگر، کیفیت اطلاعات حسابداری، ارتباط میان غیربهره‌ی ساختار سرمایه و ناکارایی سرمایه‌گذاری‌های واحد تجاری را تعدیل می‌کند.

### سوالات پژوهش

به دلیل اکتشافی بود سوالات زیر در پژوهش مطرح شدند:

- عوامل موثر بر عدم کارایی سرمایه‌گذاری در شرایط عدم اطمینان سیاستهای اقتصادی چیست؟
- عدم اطمینان سیاستهای اقتصادی چگونه رفتار سرمایه‌گذاران و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد؟
- مدل عوامل موثر بر عدم کارایی سرمایه‌گذاری در شرایط عدم اطمینان سیاستهای اقتصادی در محیط اقتصادی ایران به چه شکل است؟

### روش‌شناسی پژوهش

با توجه به اهداف این پژوهش و با توجه به اینکه در پژوهش حاضر از روش کیفی استفاده می‌شود، برای نمونه گیری، محدودیت استفاده از روش وجود ندارد و می‌توان از یک یا دو روش برای انتخاب افراد نمونه در یک مطالعه استفاده نمود. جامعه آماری پژوهش برای تحلیل تم و ارائه مدل عوامل موثر بر عدم کارایی سرمایه‌گذاری در شرایط عدم اطمینان سیاستهای اقتصادی در محیط اقتصادی ایران، صاحب‌نظران و اساتید حوزه سرمایه‌گذاری است که مطالعات و سوابق در زمینه سرمایه‌گذاری داشته‌اند.

روش نمونه‌گیری در این پژوهش نمونه‌گیری گلوله برفی است. در روش گلوله برفی، از افراد پرسیده می‌شود که آیا فرد دیگری را برای مصاحبه پیشنهاد می‌کنند و این گونه نمونه آنها بزرگ و بزرگ‌تر خواهد شد. جامعه

خبرگان با توجه به ویژگی‌های مرتبط با حوزه افشا از قبیل سطح علمی افراد، سابقه فعالیت در حوزه افشا، فعالیت‌های پژوهشی مرتبط تعیین گردید. حجم نمونه پژوهش حاضر نیز با رسیدن به حد اشباع داده‌ها تعیین شده است. اشباع عبارت است از این که با ادامه جمع آوری داده‌ها، داده‌های جمع آوری شده تکرار داده‌های قبلی باشد و اطلاعات جدید حاصل نشود، بنابراین در پژوهش کیفی تکرار تم‌ها یا نکات برجسته نشانه کفایت حجم نمونه است. لذا در این پژوهش در مصاحبه نیمه ساختار یافته تعداد ۱۷ نفر با استفاده از روش نمونه‌گیری کیفی انتخاب شده‌اند. مصاحبه شونده‌گان از بین افراد دارای ویژگی‌های زیر انتخاب شده‌اند:

الف - داشتن سابقه در زمینه آموزش و پژوهش سرمایه‌گذاری

ب - داشتن سابقه مالی و اقتصادی

پ - داشتن سابقه عضویت در هیات علمی دانشگاهها

در بخش کمی که با استفاده از مدلسازی معادلات ساختاری انجام شد، پرسشنامه‌ای از مدل کیفی پژوهش تهیه و در اختیار ۳۸۴ نفر از تحلیلگران و کارشناسان بازار سرمایه در زمینه سرمایه‌گذاری قرار گرفت. پس از گردآوری پرسشنامه‌ها مدل کیفی تحقیق توسط نرم افزار اموس با روش مدلسازی معادلات ساختاری ارزیابی گردید.

### یافته‌های پژوهش

داده‌های پژوهش حاضر با استفاده از روش تحلیل تم، تحلیل شده است. تحلیل تم پس از اتمام مصاحبه‌ها انجام شده است. روش تحلیل تم، روش مناسب و انعطاف‌پذیری برای تحلیل داده‌های کیفی است. تحلیل تم فراگردی بازگشتی است که در آن حرکت به عقب و جلو در بین مراحل ذکر شده وجود دارد. در این روش، الگوهای درون داده‌ها (تم‌ها)، شناسایی، تحلیل و گزارش می‌شوند. هر تم، جنبه بااهمیتی از داده‌ها و مساله پژوهش را روشن می‌کند. تشخیص اینکه چه چیزی تم محسوب می‌شود، نیازمند قضاوت پژوهش‌گر است.

### مرحله اول کدگذاری باز

کدگذاری باز فرآیندی تحلیلی است که طی آن مفاهیم شناسایی شده و ویژگی‌ها و ابعاد مربوط به هر مفهوم کشف می‌شوند. در کدگذاری باز، وقایع یا چیزهای مشاهده شده در داده‌ها نام‌گذاری می‌شوند و بر فهم مشخصه‌هایی تمرکز می‌شود که موجب منحصر به فرد شدن وقایع شده است.

جدول (۱): تم‌های اولیه شناسایی شده

ردیف	تم‌های اولیه	کدها
۱.	ضعف کنترل‌های داخلی	I0201-I0401-I0413-I0701-I1201-I1401-I1701
۲.	فساد اداری و ضعف نهادی	I0109-I0308-I0402-I0414-I0702-I0708-I0807-I0904-I0909-I1108-I1209-I1305-I1506
۳.	کیفیت گزارشگری مالی	I0307-I0414-I0702-I0807-I1209-I1305
۴.	نوسانات نرخ ارز و تورم	I0104-I0204-I0302-I0411-I0505-I0602-I0706-I0802-I1204-I1303-I1404-I1502

ردیف	تم های اولیه	کدها
۵.	تغییرات ناگهانی سیاستهای اقتصادی	I1006-I1103-I1602- I1405-I1504-I1603
۶.	محدودیت‌های تأمین مالی	I0309-I0709-I0803-I0906-I1006-I1109-I1210
۷.	رفتار محافظه کارانه مدیران	I0101-I0410-I0601-I0707-I0804-I1005-I1402-I1601
۸.	تضاد منافع	I0203-I0301-I0707-I0804-I1004-I1102-I1302-I1501-I1702
۹.	هزینه‌های نمایندگی	I0102-I0202-I0310-I0801-I0810-I0902
۱۰.	نقدشوندگی پایین	I0103-I0209-I0310-I0407-I0503-I0902-I1202
۱۱.	نوسانات غیرمنتظره	I0105-I0207-I0306-I0408-I0501-I0905-I1301
۱۲.	تحریف قیمت‌ها	I0207-I0306-I0502-I130 I1405-I1504-I1603-I1701

#### دسته بندی تم پایه و سازمان دهنده

تم پایه شامل کدها و نکات کلیدی متن است. با مطالعه کامل متن باید خردترین کدها شناسایی و به عنوان یک مضمون پایه انتخاب شود. مضامین سازمان دهنده شامل مضامین حاصل از ترکیب و تلخیص تم پایه است. کدهای پایه باید مرور و مفاهیم مشابه در کنار هم قرار گیرند. پژوهشگر با توجه به توان تشخیص و تسلط خود باید نام مناسبی برای هر دسته کد انتخاب کند. در نهایت مضامین فراگیر شامل مضامین عالی دربرگیرنده حاکم بر متن به مثابه کل است. در ادامه دسته بندی مضامین پایه و سازمان دهنده (جدول ۲) آمده است.

جدول (۲): تم سازمان دهنده و تم های شناسایی شده

تم سازمان دهنده	مضامین پایه (تم های فرعی)	کدها (نمونه)
عوامل نهادی و ساختاری	ضعف کنترل های داخلی	I0201-I0401-I0413-I0701-I1201-I1401-I1701
	فساد اداری و ضعف نهادی	I0109-I0308-I0402-I0414-I0702-I0708-I0807-I0904-I0909-I1108-I1209-I1305-I1506
	کیفیت گزارشگری مالی	I0307-I0414-I0702-I0807-I1209-I1305
عوامل اقتصادی کلان	نوسانات نرخ ارز و تورم	I0104-I0204-I0302-I0411-I0505-I0602-I0706-I0802-I1204-I1303-I1404-I1502
	تغییرات ناگهانی سیاستهای اقتصادی	I1006-I1103-I1602- I1405-I1504-I1603
	محدودیت‌های تأمین مالی	I0309-I0709-I0803-I0906-I1006-I1109-I1210

کدها (نمونه)	مضامین پایه (تم‌های فرعی)	تم سازمان دهنده
I0101-I0410-I0601-I0707-I0804-I1005-I1402-I1601	رفتار محافظه‌کارانه مدیران	عوامل رفتاری و مدیریتی
I0203-I0301-I0707-I0804-I1004-I1102-I1302-I1501-I1702	تضاد منافع	
I0102-I0202-I0310-I0801-I0810-I0902	هزینه‌های نمایندگی	
I0103-I0209-I0310-I0407-I0503-I0902-I1202	نقدشوندگی پایین	ناکارایی بازارهای مالی
I0105-I0207-I0306-I0408-I0501-I0905-I1301	نوسانات غیرمنتظره	
I0207-I0306-I0502-I130 I1405-I1504-I1603-I1701	تحریف قیمت‌ها	

در نهایت مضامین فراگیر شامل مضامین عالی دربرگیرنده حاکم بر متن به مثابه کل است. در جدول نهایی بیان می‌شود.

جدول (۳): دسته‌بندی نهایی تم‌های شناسایی شده

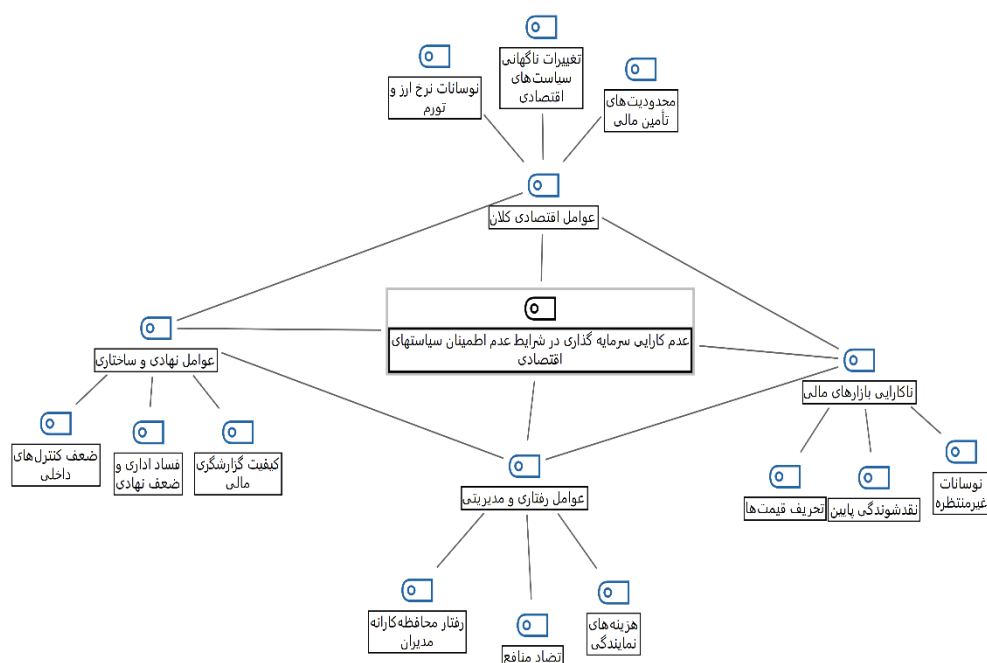
کدها (نمونه)	مضامین پایه (تم‌های فرعی)	تم سازمان دهنده	تم فراگیر
I0201-I0401-I0413-I0701-I1201-I1401-I1701	ضعف کنترل‌های داخلی	عوامل نهادی و ساختاری	عدم کارایی سرمایه گذاری در شرایط عدم اطمینان سیاستهای اقتصادی
I0109-I0308-I0402-I0414-I0702-I0708-I0807-I0904-I0909-I1108-I1209-I1305-I1506	فساد اداری و ضعف نهادی		
I0307-I0414-I0702-I0807-I1209-I1305	کیفیت گزارشگری مالی		
I0104-I0204-I0302-I0411-I0505-I0602-I0706-I0802-I1204-I1303-I1404-I1502	نوسانات نرخ ارز و تورم	عوامل اقتصادی کلان	
I1006-I1103-I1602-I1405-I1504-I1603	تغییرات ناگهانی سیاست‌های اقتصادی		
I0309-I0709-I0803-I0906-I1006-I1109-I1210	محدودیت‌های تأمین مالی		

تم فراگیر	تم سازمان دهنده	مضامین پایه (تم های فرعی)	کدها (نمونه)
عوامل رفتاری و مدیریتی	عوامل رفتاری و مدیریتی	رفتار محافظه کارانه مدیران	I0101-I0410-I0601-I0707-I0804-I1005-I1402-I1601
		تضاد منافع	I0203-I0301-I0707-I0804-I1004-I1102-I1302-I1501-I1702
		هزینه های نمایندگی	I0102-I0202-I0310-I0801-I0810-I0902
ناکارایی بازارهای مالی	ناکارایی بازارهای مالی	نقدشوندگی پایین	I0103-I0209-I0310-I0407-I0503-I0902-I1202
		نوسانات غیرمنتظره	I0105-I0207-I0306-I0408-I0501-I0905-I1301
		تحریف قیمت ها	I0207-I0306-I0502-I130 I1405-I1504-I1603-I1701

تم فراگیر «عدم کارایی سرمایه گذاری در شرایط عدم اطمینان سیاستهای اقتصادی» به عنوان چارچوب کلی این پژوهش، نشان دهنده مجموعه ای از عوامل پیچیده و چندبعدی است که در تعامل با یکدیگر موجب کاهش بهره وری و کارایی تخصیص منابع مالی در محیط اقتصادی می شوند. این تم فراگیر، به بررسی چگونگی تأثیرگذاری عدم ثبات و پیش بینی ناپذیری سیاستهای اقتصادی بر روند سرمایه گذاری شرکتها و سازمانها می پردازد و زمینه ساز شناسایی تم های سازمان دهنده و مضامین پایه مرتبط است. در سطح تم های سازمان دهنده، «عوامل نهادی و ساختاری» نقش کلیدی در کاهش کارایی سرمایه گذاری ایفا می کنند. ضعف کنترل های داخلی، فساد اداری و ساختارهای نهادی ناکارآمد باعث افزایش هزینه های نمایندگی و کاهش شفافیت می شوند که نهایتاً به کاهش اعتماد سرمایه گذاران و ناکارایی در تخصیص منابع منجر می گردد. همچنین، کیفیت پایین گزارشگری مالی موجب می شود اطلاعات لازم برای تصمیم گیری های سرمایه گذاری دقیق و به موقع در دسترس نباشد و این موضوع ریسک های ناشی از عدم اطمینان سیاستی را تشدید می کند. در کنار این عوامل، «عوامل اقتصادی کلان» مانند نوسانات نرخ ارز، تورم بالا، تغییرات ناگهانی در سیاست های مالی و پولی و محدودیت های تأمین مالی، محیطی پربریک و نامطمئن برای سرمایه گذاری ایجاد می کنند که مدیران را به اتخاذ تصمیمات محافظه کارانه و کاهش سرمایه گذاری های مولد سوق می دهد. علاوه بر این، «عوامل رفتاری و مدیریتی» نیز به عنوان یکی دیگر از تم های سازمان دهنده، نقش مهمی در شکل دهی به عدم کارایی سرمایه گذاری دارند. رفتار محافظه کارانه مدیران در مواجهه با عدم اطمینان، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران و هزینه های نمایندگی، موجب می شود که تصمیمات سرمایه گذاری بهینه اتخاذ نشود و منابع به صورت ناکارآمد تخصیص یابد. در نهایت، «ناکارایی بازارهای مالی» با ویژگی هایی مانند نقدشوندگی پایین، نوسانات غیرمنتظره و تحریف قیمت ها، محدودیت های بیشتری بر دسترسی

به منابع مالی و ارزیابی صحیح پروژه‌ها ایجاد می‌کند که این عوامل نیز به طور مستقیم بر کاهش کارایی سرمایه‌گذاری اثرگذارند. این ساختار تماتیک، چارچوبی جامع برای تحلیل عوامل مؤثر بر عدم کارایی سرمایه‌گذاری در شرایط عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی فراهم می‌آورد.

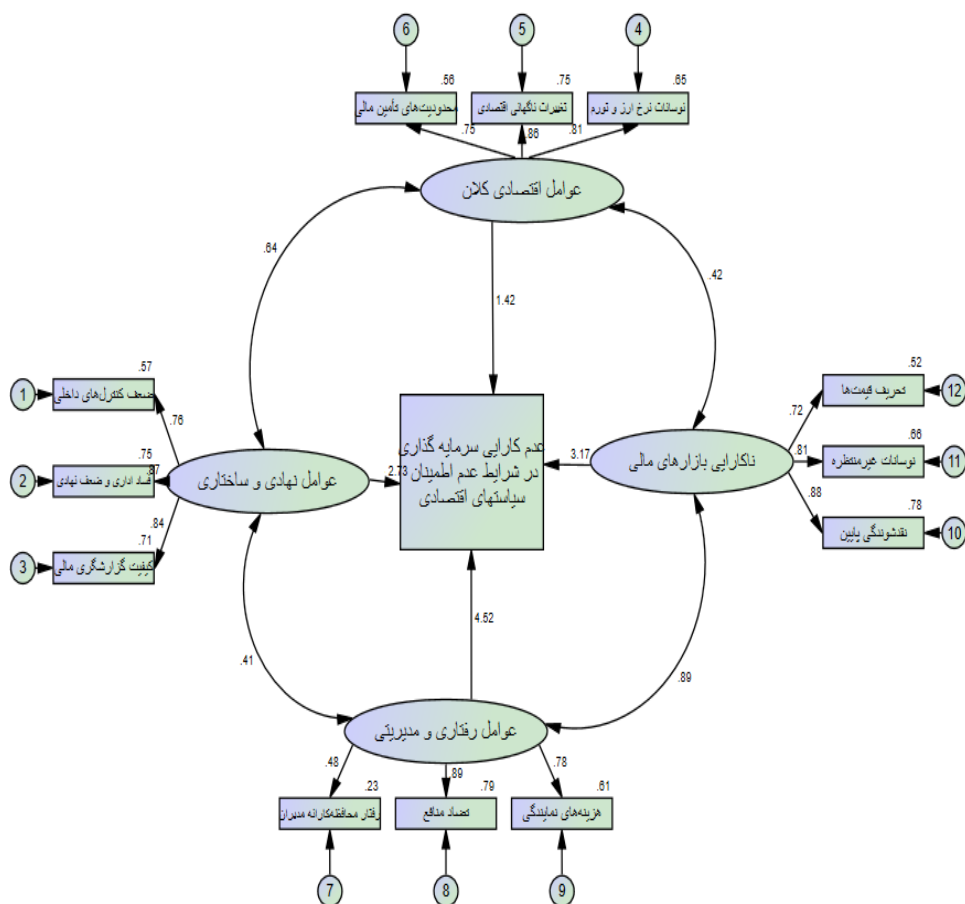
در نهایت مدل مفهومی استخراج شده که شامل عوامل مؤثر بر عدم کارایی سرمایه‌گذاری در شرایط عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی در محیط اقتصادی ایران است به صورت نمودار نشان داده شده است. در نهایت مدل گرافیکی با استفاده از نرم افزار مکس کیودا (MAXQDA) به صورت زیر طراحی شد:



شکل(۱): مدل مفهومی پژوهش (MAXQDA)

همانطور که در نمودار ۱ مشاهده می‌شود مدل مفهومی استخراج شده شامل ۴ تم اصلی و ۱۲ تم فرعی می‌باشد. برای ارزیابی در انتخاب مصاحبه شوندهگان دقت شده است تا تجربه و سابقه کافی را داشته باشند. از اشباع داده‌ها اطمینان حاصل شده و نتایج پژوهش با چند فرد خبره مرور شده است. مصاحبه‌ها ضبط شده و با دقت تبدیل به متن شده‌اند. کدگذاری داده‌ها نشان داد که داده‌ها به اندازه کافی تکرار شده‌اند.

برای ارزیابی مدل از مدلسازی معادلات ساختاری در نرم افزار اموس استفاده شده شکل ۲ خروجی نرم افزار اموس در حالت ضرایب معناداری است..



شکل (۲): مدل ساختاری پژوهش پژوهش در حالت ضرایب استاندارد معناداری (AMOS)

این قسمت از تحقیق با استفاده تحلیل نرم افزای اموس ضرایب معنادار سازه های مدل در جدول ۴ بیان گردید. بر اساس نتایج مندرج در جدول معناداری (p-value) کلیه عوامل بالای ۵ درصد است لذا کلیه عوامل روابط معناداری با عدم کارایی سرمایه گذاری در شرایط عدم اطمینان سیاستهای اقتصادی همچنین بر اساس مدل ساختاری ضرایب کلیه سازه های موجود در مدل معنادار است که نشان از تایید شدن مدل کیفی دارد.

جدول (۴): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

مسیر	ضریب استاندارد شده	انحراف معیار	آماره t	p-value
عوامل نهادی و ساختاری ← عدم کارایی سرمایه‌گذاری در شرایط عدم اطمینان سیاستهای اقتصادی	۲.۷۲۸	۰.۷۳۸	۴.۸۶۰	۰.۰۰۰
عوامل اقتصادی کلان ← عدم کارایی سرمایه‌گذاری در شرایط عدم اطمینان سیاستهای اقتصادی	۱.۴۲۱	۰.۳۶۷	۵.۶۹۶	۰.۰۰۰
عوامل رفتاری و مدیریتی ← عدم کارایی سرمایه‌گذاری در شرایط عدم اطمینان سیاستهای اقتصادی	۴.۵۲۱	۱.۳۷۷	۱.۴۵۳	۰.۰۰۰
ناکارایی بازارهای مالی ← عدم کارایی سرمایه‌گذاری در شرایط عدم اطمینان سیاستهای اقتصادی	۳.۱۷۲	۱.۴۶۸	۳.۲۶۰	۰.۰۰۱

### نتیجه‌گیری

نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که عوامل نهادی و ساختاری، از جمله ضعف کنترل‌های داخلی، فساد اداری، و کیفیت پایین گزارشگری مالی، نقش بسیار کلیدی و تعیین‌کننده‌ای در کاهش کارایی سرمایه‌گذاری در ایران ایفا می‌کنند. این عوامل نهادی، با ایجاد فضای عدم اطمینان و کاهش شفافیت، موجب تضعیف اعتماد سرمایه‌گذاران و کاهش انگیزه برای تخصیص بهینه منابع مالی می‌شوند. یافته‌های این تحقیق با نتایج مطالعات پیشین در کشورهای در حال توسعه، مانند پژوهش‌های ژائو و سحری (۲۰۲۵) و وانگ و ژو (۲۰۲۵)، همسو است که بر اهمیت شفافیت، حاکمیت شرکتی و تقویت نهادهای مالی در جذب سرمایه‌گذاری تأکید دارند. این مطالعات نشان می‌دهند که نبود شفافیت و ضعف حاکمیت شرکتی، موانع جدی در مسیر جذب سرمایه‌های داخلی و خارجی به شمار می‌آیند. با این وجود، در شرایط خاص ایران، این عوامل نهادی و ساختاری در ترکیب با تحریم‌های بین‌المللی و ناپایداری سیاست‌های اقتصادی و سیاسی، اثرات مخرب خود را به شکل چشمگیری تشدید کرده‌اند. تحریم‌ها با محدود کردن دسترسی به بازارهای مالی بین‌المللی، منابع ارزی و فناوری‌های نوین، فشار مضاعفی بر محیط کسب‌وکار وارد می‌آورند و ناپایداری سیاستی نیز با ایجاد بی‌ثباتی در قوانین و مقررات، ریسک سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. این وضعیت باعث شده تا سرمایه‌گذاران با احتیاط بیشتری عمل کنند و بسیاری از پروژه‌های مولد به تعویق بیفتند یا به طور کامل متوقف شوند. علاوه بر این، عوامل اقتصادی کلان مانند نوسانات شدید نرخ ارز، تورم بالا و تغییرات ناگهانی در سیاست‌های اقتصادی، با ایجاد ریسک سیستماتیک، به طور مستقیم بر کاهش سرمایه‌گذاری مولد تأثیرگذار بوده‌اند. نوسانات نرخ ارز، با افزایش هزینه‌های واردات مواد اولیه و تجهیزات، هزینه‌های تولید را بالا برده و تورم نیز قدرت خرید و سودآوری پروژه‌ها را کاهش داده است. این یافته‌ها با نظریه انتخاب واقعی همخوانی دارد که بیان می‌کند در شرایط عدم اطمینان اقتصادی، مدیران و سرمایه‌گذاران تمایل دارند سرمایه‌گذاری‌های خود را به تعویق بیندازند تا ریسک‌های احتمالی کاهش یابد. از سوی دیگر، عوامل رفتاری و مدیریتی درون سازمان‌ها نیز به عنوان موانع داخلی مهم شناسایی شده‌اند. رفتار محافظه‌کارانه مدیران، تضاد

منافع میان سهامداران و مدیران، و هزینه‌های نمایندگی، به طور قابل توجهی تخصیص بهینه منابع را مختل می‌کنند. این یافته‌ها با پژوهش‌های کلاسیک جنسن و مک کلینگ (۱۹۷۶) همسو است که نشان می‌دهد تضاد منافع و تمایل به اجتناب از ریسک می‌تواند موجب ناکارآمدی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری شود. مدیران در بسیاری موارد به جای تمرکز بر پروژه‌های با بازده بلندمدت، به دنبال حفظ موقعیت و کاهش ریسک شخصی خود هستند که این امر به کاهش کارایی سرمایه‌گذاری منجر می‌شود. علاوه بر عوامل داخلی، ناکارایی بازارهای مالی ایران نیز به عنوان یک عامل خارجی مهم در محدود کردن دسترسی بنگاه‌ها به منابع مالی شناخته شده است. مشکلاتی مانند نقدشوندگی پایین، نوسانات غیرمنتظره قیمت‌ها و تحریف در قیمت‌گذاری دارایی‌ها، موجب شده تا بازارهای مالی نتوانند نقش مؤثر خود را در تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری ایفا کنند. این شرایط، سرمایه‌گذاران را به سمت بازارهای غیررسمی یا سرمایه‌گذاری‌های کم‌ریسک و کوتاه‌مدت سوق داده است که به نوبه خود، رشد اقتصادی و توسعه پایدار را محدود می‌کند. تفاوت اصلی این پژوهش با تحقیقات پیشین در تأکید بر تعامل پیچیده و چندلایه عوامل داخلی و خارجی در محیط اقتصادی ایران است. در حالی که بسیاری از مطالعات جهانی بیشتر بر عوامل کلان اقتصادی یا نهادی به صورت جداگانه تمرکز کرده‌اند، این تحقیق نشان می‌دهد که در اقتصادهای تحریم‌شده و وابسته به نفت مانند ایران، ترکیب تحریم‌ها، ناپایداری سیاستی و ضعف نهادی، چالش‌های منحصربه‌فرد و پیچیده‌ای ایجاد می‌کند که نمی‌توان آن‌ها را به صورت جداگانه بررسی کرد. این شرایط خاص، نیازمند مدل‌سازی بومی و راهکارهای سیاستی متناسب با ویژگی‌های اقتصاد ایران است تا بتوان به بهبود فضای سرمایه‌گذاری و افزایش کارایی تخصیص منابع دست یافت.

پیشنهادات کاربردی ارائه شده شامل موارد زیر است:

#### ۱. اصلاحات نهادی و بهبود حاکمیت شرکتی

- ایجاد سازمان مستقل مبارزه با فساد با اختیارات قانونی گسترده برای نظارت بر تصمیمات مالی دولت و شرکت‌ها.
- الزام شرکت‌ها به انتشار گزارش‌های مالی شفاف مبتنی بر استانداردهای بین‌المللی (IFRS) و تقویت سیستم حسابرسی داخلی.
- تدوین قوانین ثابت و بلندمدت در حوزه مالیات و تجارت به منظور کاهش نوسانات سیاستی.

#### ۲. ثبات بخشی به محیط کلان اقتصادی

- اتخاذ سیاست پولی انقباضی برای کنترل تورم و ایجاد صندوق ثبات ارزی به منظور کاهش نوسانات نرخ ارز.
- طراحی برنامه تعدیل ساختاری با مشارکت بخش خصوصی برای کاهش وابستگی به درآمدهای نفتی.
- ارائه تضمین‌های دولتی برای پروژه‌های سرمایه‌گذاری پرریسک در حوزه فناوری و انرژی‌های تجدیدپذیر.

### ۳. بهبود تصمیم‌گیری مدیریتی و کاهش تضاد منافع

- برگزاری دوره‌های آموزش مدیریت ریسک برای مدیران ارشد و ایجاد سیستم‌های پاداش مبتنی بر عملکرد بلندمدت.
- استفاده از مکانیزم‌های نظارتی مانند هیئت‌های مدیره مستقل برای کاهش هزینه‌های نمایندگی.
- توسعه پلتفرم‌های شفافیت اطلاعات جهت کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران و مدیران.

### ۴. اصلاحات در بازارهای مالی

- توسعه ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) برای افزایش نقدشوندگی و جذب سرمایه‌گذاران اسلامی.
- ایجاد بازار ثانویه فعال برای اوراق بهادار و تسهیل فرآیند عرضه اولیه (IPO).
- اجرای سیاست‌های تنظیم‌گری دقیق برای جلوگیری از دستکاری قیمت‌ها و افزایش شفافیت معاملات.

پژوهشگران می‌توانند با انجام مطالعات تطبیقی بین ایران و سایر کشورهای در حال توسعه یا اقتصادهای تحریم‌شده، تفاوت‌ها و شباهت‌های عوامل مؤثر بر عدم کارایی سرمایه‌گذاری را بررسی کنند. این مطالعات می‌توانند به شناسایی عوامل بومی و جهانی کمک کرده و چارچوب‌های نظری جامع‌تری ارائه دهند. مطالعات طولی و پانل می‌توانند روند تأثیرات بلندمدت عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی بر سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی را مورد بررسی قرار دهند. این رویکرد به درک بهتر تأثیرات تجمعی و پویایی‌های زمانی کمک می‌کند. با توجه به اهمیت روزافزون فناوری‌های نوین مانند هوش مصنوعی و بلاک‌چین، پژوهشگران می‌توانند نقش این فناوری‌ها را در کاهش عدم اطمینان و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری بررسی کنند. به ویژه، تحلیل چگونگی بهبود شفافیت و کاهش هزینه‌های نمایندگی از طریق فناوری‌های دیجیتال می‌تواند موضوعی نو و کاربردی باشد. بررسی اثرات سیاست‌های کلان اقتصادی جدید و اصلاحات نهادی در ایران بر کارایی سرمایه‌گذاری، به ویژه پس از اجرای برنامه‌های اقتصادی و سیاست‌های ضدتحریم، می‌تواند زمینه‌ساز ارائه راهکارهای عملیاتی و سیاستگذاری موثر باشد.

### فهرست منابع

- آقا بابائی، محمد ابراهیم و رضائیان رامشه، عاطفه. (۱۴۰۱). تأثیر تجدید ارائه صورت‌های مالی بر انواع ناکارایی سرمایه‌گذاری با تأکید بر نقش محدودیت مالی. مدیریت دارایی و تامین مالی، ۱۱۰(۱)، ۷۳-۹۲.
- ابراهیمی، آیت الله؛ سلگی، محمد؛ وجودی نوبخت، آرمین و موسوی، مجید. (۱۴۰۱). بیش اطمینانی مدیران و کارایی تصمیمات سرمایه‌گذاری و تامین مالی. پژوهش‌های راهبردی بودجه و مالی، ۵(۳)، ۱۳۵-۱۶۷.
- انور خطیبی، سعید و اسماعیلی، مهسا. (۱۴۰۳). تأثیر کارایی سرمایه‌گذاری بر رابطه بین عدم اطمینان سیاست اقتصادی و رشد مالی پایدار، یازدهمین کنفرانس بین‌المللی چشم‌اندازهای نوین در مدیریت، حسابداری و کارآفرینی، تهران.
- تقی زاده خانقاه، وحید و بادآور نهنندی، یونس. (۱۴۰۴). نقش تعدیلی محدودیت مالی بر رابطه بین عدم اطمینان سیاست اقتصادی و مالی‌سازی شرکت. مدیریت دارایی و تامین مالی، ۱۱۳(۱)، ۶۳-۸۰.

جلایی اسفندآبادی، سیدعبدالمجید و صمیمی، سپیده. (۱۳۹۳). بررسی موانع سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در ایران (در راستای سیاست‌های کلی ابلاغی نظام). سیاست‌های راهبردی و کلان، ۲ (شماره ۷)، ۸۹-۱۰۹. دولت خواه، امیر؛ واعظ، سیدعلی و بصیرت، مهدی (۱۴۰۱). تحلیل محتوای روش‌های سنجش کارایی سرمایه‌گذاری در پژوهش‌های داخلی. قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری، ۱ (۴)، صفحه ۱-۲۶. رجایی زاده هرنودی، احسان؛ مومنی، مرضیه و عرب‌خراسانی، مسعود. (۱۴۰۰). بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی. چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۴ (۳۸)، ۲۰-۳۴. سهیلی فر، فاطمه؛ رمضان احمدی، محمد؛ جرجرزاده، علیرضا و نصیری، سعید. (۱۴۰۱). بررسی تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر رابطه بین اندازه غیربهرینگی ساختار سرمایه و ناکارایی سرمایه‌گذاری‌های واحد تجاری. مجله دانش حسابداری، ۱۳ (۲)، ۱۰۵-۱۲۸.

- Du, J., Lu, Y., Ma, Z., & Xing, S. (2022). Economic policy uncertainty and corporate investment efficiency: Evidence from China-Based on panel data. *BCP Business & Management*, 27, 102-112.
- García-Gómez, C.D., Demir, E., Díez-Esteban, J.M. and Popesko, B. (2023). Investment inefficiency in the hospitality industry: The role of economic policy uncertainty. *Journal of Hospitality and Tourism Management*, 54, 383-391.
- Gulen, H., & Ion, M. (2016). Policy uncertainty and corporate investment. *The Review of financial studies*, 29(3), 523-564.
- Hou, F., Tang, W., Wang, H., & Xiong, H. (2021). Economic policy uncertainty, marketization level and firm-level inefficient investment: Evidence from Chinese listed firms in energy and power industries. *Energy Economics*, 100, 105353.
- Kong, Q., Li, R., Wang, Z., & Peng, D. (2022). Economic policy uncertainty and firm investment decisions: Dilemma or opportunity?. *International Review of Financial Analysis*, 83, 102301.
- Liu, T., Chen, X., & Liu, J. (2023). Economic policy uncertainty and enterprise financing efficiency: Evidence from China. *Sustainability*, 15(11), 8847.
- Syed, W.H.K. (2023). The Impact of Economic Policy Uncertainty on Investment Efficiency: Evidence from China. Available at SSRN 4432983.
- Wang, J., & Zhu, S. (2025). Impact of Economic Policy Uncertainty on Corporate Investment Efficiency: Moderating Roles of Financing Constraints and Financialisation. *International Review of Economics & Finance*, 103897.
- Zhao, Q., & Sahari, S. (2025). ECONOMIC POLICY uNCERTAINTY AND CORPORATE INVESTMENT: THE MODERATING EFFECT OF CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY.
- Wang, Y., Yu, Z. and Yi, X. (2022). Financing liabilities and inefficient investment of listed companies: Based on the adjustment effect of different financial structures. *Australian Economic Papers*, 61(4), 848-875.
- Xu, G., Li, G., Sun, P. and Peng, D. (2023). Inefficient investment and digital transformation: What is the role of financing constraints?. *Finance Research Letters*, 51, 103429.

**Presenting a Model of Factors Affecting Investment  
Inefficiency in Conditions of Economic Policy Uncertainty in  
the Iranian Economic Environment**

**Khadijeh Rabiee**

Assistant Professor of Accounting, Payam Noor University, Tehran, Iran.  
k.rabiee@ut.ac.ir

**Hassanali Moeini**

PhD Student in Business Administration, Payam Noor University of Tehran, Faculty of Management, Tehran, Iran  
(Corresponding Author).  
hassanalimoeini8091@gmail.com

**Abstract**

The aim of this study is to present a model of factors affecting investment inefficiency in conditions of economic policy uncertainty in the Iranian economic environment. The method of this study was qualitative and data were collected through semi-structured interviews with 17 experts in the field of investment. In this study, the text of the initial interviews was studied according to the objectives of the study. In order to analyze the data, the six-way theme analysis method using MAXQDA software was used. The results showed that the results of this study showed that institutional and structural factors including weak internal controls, administrative corruption and institutional weakness, quality of financial reporting and macroeconomic factors including exchange rate fluctuations and inflation, sudden changes in economic policies and financing constraints. Behavioral and managerial factors including conservative behavior of managers, conflict of interest and agency costs, inefficiency of financial markets including low liquidity, unexpected fluctuations, and price distortions lead to investment inefficiency in conditions of economic policy uncertainty. Finally, quantitative analysis of the model using AMOS software and structural equation modeling showed the significance of all the model constructs and confirmed it.

**Keywords:** Economic policy uncertainty, economic policies, investment inefficiency, investment efficiency.