



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۷ / شماره ۲ (پیاپی ۶۶) / تابستان ۱۴۰۷
صفحه ۱۱۷ تا ۱۴۵

مدلسازی عوامل مالی تعیین کننده رفتار سرمایه گذاری شرکت ها*

طاهره مرادی

دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد سمنان، دانشگاه آزاد اسلامی، شهر سمنان، ایران،

Ta.moradi@iaiu.ir

نقی فاضلی

استادیار، گروه حسابداری، واحد سمنان، دانشگاه آزاد اسلامی، شهر سمنان، ایران (نویسنده مسئول)،

Fazeli.n@gmail.com

آرزو خسروانی

استادیار، گروه حسابداری، واحد سمنان، دانشگاه آزاد اسلامی، شهر سمنان، ایران

a.khosravani@semnaniau.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۳/۱۹ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۶/۱۱

چکیده

سرمایه‌گذاری از عناصر کلیدی رشد و پویایی شرکت‌ها به‌شمار می‌آید و اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری تحت تأثیر مجموعه‌ای از عوامل مالی داخلی، ساختارهای تصمیم‌گیری و شرایط محیطی قرار دارد. هدف این پژوهش، شناسایی و مدل‌سازی عوامل مالی تعیین‌کننده رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۲ است، تا درکی عمیق‌تر از سازوکارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری فراهم شود. این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از لحاظ ماهیت، توصیفی-تحلیلی است. نمونه‌گیری با استفاده از روش حذف سیستماتیک انجام شد و اطلاعات مربوط به ۱۴۱ شرکت استخراج گردید. داده‌ها از صورت‌های مالی حسابرسی‌شده گردآوری شده و تحلیل آن‌ها با استفاده از نرم‌افزارهای EViews¹² و SmartPLS³ صورت گرفت. برای آزمون فرضیه‌ها، مدل‌سازی معادلات ساختاری به‌کار گرفته شد. یافته‌ها نشان داد شاخص‌های عملکرد مالی از جمله سودآوری و بهره‌وری دارایی‌ها، رابطه مثبت و معناداری با رفتار سرمایه‌گذاری دارند. در مقابل، نقش هیئت‌مدیره و سیاست‌های داخلی معنادار نبود. اصالت پژوهش در توجه توأمان به متغیرهای مالی داخلی و عوامل محیطی، و بهره‌گیری از روش‌های تحلیلی ترکیبی برای تبیین جامع رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌هاست. **واژه‌های کلیدی:** فعالیت شرکت، رفتار سرمایه‌گذاری، هیئت‌مدیره، عوامل خارجی، سیاست‌های شرکت.

* مقاله مستخرج از رساله دکتری می‌باشد.

۱- مقدمه

سرمایه‌گذاری شرکت‌ها یکی از مولفه‌های کلیدی در تعیین مسیر رشد و توسعه اقتصادی است که تحت تأثیر عوامل متعددی قرار دارد. به‌طور خاص، عوامل مالی نقش بسیار مهمی در شکل‌دهی رفتار سرمایه‌گذاری دارند که شامل متغیرهایی چون نرخ مالیات، فشارهای مالی، سواد مالی مدیران و سرمایه‌گذاران، و همچنین فعالیت‌های نوآورانه و مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت می‌شوند. این عوامل به‌صورت مستقیم و غیرمستقیم تصمیمات سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار داده و در نهایت بر عملکرد مالی و سودآوری شرکت‌ها اثرگذارند (آلفیانا^۱ و همکاران، ۲۰۲۵؛ بادیکووا^۲، ۲۰۲۴). در سال‌های اخیر، با توجه به پیچیدگی‌های محیط کسب‌وکار و افزایش عدم قطعیت‌های اقتصادی، توجه به نقش سوگیری‌های رفتاری و دانش مالی در فرآیند تصمیم‌گیری مالی شرکت‌ها بیش از پیش افزایش یافته است (گوپتا و میشر^۳، ۲۰۲۵؛ داویدنکو^۴ و همکاران، ۲۰۲۴). این تحولات ضرورت تدوین مدل‌های جامع و تلفیقی را که بتوانند تمامی این عوامل مالی و رفتاری را در بر گیرند، به وضوح نشان می‌دهد.

هدف اصلی این پژوهش، طراحی و مدلسازی عوامل مالی مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است که بتواند نقش متغیرهای مالی و همچنین تأثیرات رفتاری را به‌صورت همزمان و منسجم در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری تبیین نماید. اهمیت این موضوع از آن جهت است که درک دقیق‌تر این عوامل و ارتباط بین آن‌ها می‌تواند به مدیران و سیاست‌گذاران کمک کند تا استراتژی‌های مالی کارآمدتری را طراحی کرده و ریسک‌های ناشی از تصمیم‌گیری‌های غیرمنطقی یا ناآگاهانه را کاهش دهند (نوگروهو و دیویانتو^۵، ۲۰۲۵؛ گایاتری و گانسان^۶، ۲۰۲۴). از سوی دیگر، با توجه به تغییرات مستمر در قوانین مالیاتی و فشارهای روزافزون اقتصادی، شناخت تأثیر مالیات بر درآمد شرکت‌ها و همچنین اهمیت مسئولیت‌پذیری اجتماعی به عنوان عامل تقویت‌کننده عملکرد مالی، از ضرورت‌های اجتناب‌ناپذیر پژوهش‌های جاری است (کومار^۷ و همکاران، ۲۰۲۵؛ بادیکووا، ۲۰۲۴). علاوه بر این، تقویت سواد مالی مدیران و سرمایه‌گذاران می‌تواند سطح تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری را ارتقا دهد و موجب بهبود کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها شود (گوپتا و میشر^۳، ۲۰۲۵).

برای روشن شدن ابعاد پژوهش، لازم است تعاریف دقیق مفاهیم کلیدی ارائه شود. رفتار سرمایه‌گذاری شرکت به مجموعه تصمیمات و اقداماتی گفته می‌شود که با هدف تخصیص بهینه منابع مالی به فرصت‌های مختلف سرمایه‌گذاری انجام می‌گیرد و مستلزم تحلیل دقیق عوامل مؤثر در محیط داخلی و خارجی شرکت است (داویدنکو و همکاران، ۲۰۲۴). سوگیری‌های رفتاری، به انواع تمایلات شناختی و احساسی اشاره دارد که تصمیم‌گیرندگان مالی را از انتخاب گزینه‌های منطقی بازمی‌دارد، مانند اعتماد به نفس بیش‌از‌حد یا گریز از زیان (آلفیانا و همکاران، ۲۰۲۵).

1 Alfiana
2 Badykova
3 Gupta & Mishra
4 Davydenko
5 Nugroho & Dewayanto
6 Gayathri & Ganesan
7 Kumar

مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت، به معنای تعهد شرکت به عمل به مسئولیت‌های اجتماعی، محیط‌زیستی و اخلاقی در فعالیتهای اقتصادی است که می‌تواند بر ارزش و تصویر شرکت در بازار تأثیرگذار باشد (بادیکووا، ۲۰۲۴). سواد مالی نیز دانش و مهارت‌های لازم برای فهم و استفاده مؤثر از مفاهیم مالی در فرآیندهای تصمیم‌گیری است که باعث افزایش کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌شود (گوپتا و میشر، ۲۰۲۵). فشار مالیاتی به نرخ و سیاست‌های مالیاتی اطلاق می‌شود که بر سود و هزینه‌های شرکت تأثیرگذار بوده و می‌تواند انگیزه یا مانعی برای سرمایه‌گذاری باشد (کومار و همکاران، ۲۰۲۵). در نهایت، شدت سرمایه‌گذاری میزان منابع مالی تخصیص یافته به پروژه‌های سرمایه‌ای شرکت را نشان می‌دهد که بازتابی از استراتژی رشد و توسعه شرکت است (نوگروهو و دیویانتو، ۲۰۲۵).

از سوی دیگر، پژوهش‌های اخیر بر لزوم در نظر گرفتن عوامل محیطی مانند شرایط بازار، ریسک‌های اقتصادی و چارچوب‌های مقرراتی تأکید دارند که می‌توانند به طور قابل توجهی رفتار سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهند (گایتری و گانسان، ۲۰۲۴). همچنین، یکپارچه‌سازی دیدگاه‌های رفتاری با مدل‌های سنتی مالی به منظور کاهش اثرات منفی سوگیری‌های شناختی و افزایش تصمیم‌گیری‌های منطقی و هوشمندانه از دیگر ضرورت‌های پژوهش‌های نوین به شمار می‌آید (داویدنکو و همکاران، ۲۰۲۴). به این ترتیب، این تحقیق در تلاش است تا با ارائه مدلی جامع، ضمن تحلیل دقیق عوامل مالی و رفتاری، خلأهای موجود در ادبیات پژوهش را پر کرده و چارچوبی قابل اتکا برای تصمیم‌گیرندگان سازمانی فراهم آورد.

با توجه به نکات مطرح شده، مسأله اصلی این پژوهش مدلسازی عوامل مالی تعیین کننده رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است که می‌کوشد به این پرسش پاسخ دهد: «مدلسازی عوامل مالی مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها چگونه می‌تواند به بهبود تصمیم‌گیری‌ها و عملکرد مالی شرکت‌ها کمک نماید؟»

مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

سرمایه‌گذاری به تخصیص دارایی‌ها یا اقلامی اطلاق می‌شود که از طریق مخارج سرمایه‌ای به دست آمده‌اند، با هدف ایجاد درآمد یا افزایش ارزش در آینده. سرمایه‌گذاری به‌عنوان ابزاری تعریف می‌شود که فرصت‌هایی برای بهبود کارایی عملیاتی، تقویت نوآوری، دسترسی به بازارهای جدید بین‌المللی و دستیابی به بهره‌وری کلی بالاتر فراهم می‌کند که در نهایت به رشد شرکت منجر می‌شود. این رشد نیز به نوبه خود تأمین مالی برای انواع مختلف سرمایه‌گذاری‌ها در شرکت‌های گوناگون را امکان‌پذیر می‌سازد (زولایحاو کومالاساری^۱، ۲۰۲۵). منابع مختلف سرمایه‌گذاری در ارتباط با مراحل متفاوت رشد شرکت مورد بحث قرار می‌گیرند که شامل دارایی‌های مشهود، دارایی‌های مالی، سرمایه سازمانی، سرمایه انسانی و سرمایه ارتباطی می‌شود (سپتیانا^۲ و همکاران، ۲۰۲۵). رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها از منظر نظریه‌های اقتصادی و مالی مورد توجه گسترده‌ای قرار گرفته است، چراکه تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیر مستقیم بر رشد و بقای سازمان دارند. با این حال، بررسی پژوهش‌های گذشته

1 Zulaiha & Komalasari
2 Septiana

نشان می‌دهد که اگرچه چارچوب‌های نظری متعددی برای تبیین این رفتارها ارائه شده‌اند، اما هنوز درک جامعی از نحوه برهم‌کنش عوامل مالی با سایر متغیرهای رفتاری و محیطی وجود ندارد. این شکاف دانشی، ضرورت مدلسازی یکپارچه این عوامل را برجسته می‌سازد. یکی از نظریه‌های کلیدی، نظریه توبین سرمایه‌گذاری است که بیان می‌کند شرکت‌ها زمانی به افزایش سرمایه‌گذاری تمایل دارند که ارزش بازارشان بالاتر از هزینه جایگزینی دارایی‌ها باشد (میخایلیو و زاونر^۱، ۲۰۲۴).

با این حال، این نظریه عمدتاً بر شاخص‌های مالی تمرکز دارد و نقش متغیرهای رفتاری و حاکمیتی را نادیده می‌گیرد. برای مثال، نظریه ذی‌نفعان دیدگاهی مکمل ارائه می‌دهد و بر اهمیت منافع گروه‌های مختلف تأکید می‌کند، به‌ویژه در شرایطی که پایداری و مسئولیت اجتماعی اهمیت روزافزون یافته‌اند (میخایلیو و زاونر، ۲۰۲۴). این هم‌افزایی نظریه‌ها می‌تواند به توضیح بهتر رفتار سرمایه‌گذاری کمک کند، اما مطالعات اندکی به بررسی همزمان این دو رویکرد پرداخته‌اند. از سوی دیگر، مالی رفتاری به بررسی سوگیری‌های شناختی و روان‌شناختی مدیران و سرمایه‌گذاران می‌پردازد. سوگیری‌هایی مانند اعتماد به نفس بیش از حد یا بیزاری از زیان می‌توانند منجر به سرمایه‌گذاری‌های بیش یا کم‌برآورد شده شوند (آلفیانا و همکاران، ۲۰۲۵). ادغام مالی رفتاری با سیاست‌های حاکمیت شرکتی می‌تواند این انحرافات را کاهش دهد، اما ادبیات موجود به‌ندرت این پیوند را به‌صورت تجربی آزمون کرده است. همچنین، معیارهای محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG) به‌عنوان عامل اثرگذار جدید مطرح شده‌اند. پژوهش‌ها نشان می‌دهند شرکت‌هایی که این شاخص‌ها را لحاظ می‌کنند، علاوه بر ارتقای تصویر سازمانی، عملکرد مالی بهتری نیز دارند (چن^۲، ۲۰۲۵). با این وجود، اینکه چگونه ESG با ساختار مالی و رفتار مدیریتی ترکیب شده و بر رفتار سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارد، هنوز به‌طور کامل روشن نیست. ساختار مالی شرکت نیز اهمیت بالایی دارد. اهرم مالی و محدودیت‌های تأمین مالی می‌توانند الگوهای سرمایه‌گذاری را شکل دهند، به‌گونه‌ای که شرکت‌های با بدهی بالا معمولاً با موانع بیشتری مواجه‌اند (کین و کانگ^۳، ۲۰۲۴). این متغیر مالی زمانی معنا دارتر می‌شود که در کنار سطح سواد مالی مدیران بررسی گردد، زیرا تصمیم‌گیرندگان با دانش مالی بالاتر احتمالاً اثر محدودیت‌های مالی را کاهش می‌دهند (کاپور و آواستی^۴، ۲۰۲۴).

صمدپور شهرک و همکاران (۱۴۰۰)، رضایی و یآوری (۱۴۰۰) و محبراد (۱۴۰۱) به اهمیت مدیریت سود، بازده حقوق صاحبان سهام و شرایط کلان اقتصادی در شکل‌دهی رفتار سرمایه‌گذاری اشاره کرده‌اند. این پژوهش‌ها عمدتاً به اثرات جداگانه این عوامل پرداخته‌اند، در حالی که مدل مفهومی این تحقیق به دنبال ترکیب آن‌ها در یک چارچوب یکپارچه است. همچنین، پژوهش‌های بین‌المللی مانند بیکاس و اولینا^۵ (۲۰۲۱)، کانگ^۶ و همکاران (۲۰۲۲) و گاوراو^۷ و همکاران (۲۰۲۳) بر نقش همزمان عوامل بیرونی، درونی و روانی تأکید دارند، اما یافته‌های آن‌ها هنوز

1 Mykhayliv & Zauner

2 Chen

3 Qin & Gong

4 Kapoor & Awasthi

5 Bikas & Evelina

6 Kang

7 Gaurav

به طور کامل به بستر بازارهای نوظهور تعمیم داده نشده است. بر این اساس، پژوهش حاضر با تمرکز بر چهار دسته متغیر (شاخص های فعالیت و نتایج شرکت، هیئت مدیره، عوامل خارجی، و سیاست ها و فعالیت های داخلی)، قصد دارد مدلی یکپارچه برای تبیین رفتار سرمایه گذاری شرکت ها ارائه دهد و به شکاف دانشی موجود پاسخ دهد. مرور پژوهش های پیشین نشان می دهد که هرچند این متغیرها به صورت جداگانه مورد بررسی قرار گرفته اند، اما تحلیل نظام مند و یکپارچه ای از نحوه تعامل آن ها وجود ندارد. برای نمونه، پژوهش های مبتنی بر نظریه توبین و ساختار مالی (مانند کین و کانگ، ۲۰۲۴) عمدتاً بر شاخص های کمی عملکرد و محدودیت های مالی تمرکز کرده اند و اثرات رفتاری و حاکمیتی را نادیده گرفته اند.

در مقابل، مطالعات مالی رفتاری (آلفیانا و همکاران، ۲۰۲۵) و رویکردهای محیطی، اجتماعی و حاکمیتی یا ESG (چن، ۲۰۲۵) بیشتر بر عوامل غیرمالی تأکید دارند و کمتر به چگونگی هم افزایی این عوامل با ساختار مالی شرکت ها پرداخته اند. این وضعیت نشان دهنده وجود شکاف دانشی است که ضرورت بررسی همزمان و تلفیقی این متغیرها را برجسته می کند. دلیل انتخاب متغیرهای این پژوهش نیز از همین شکاف دانشی ناشی می شود. شاخص های فعالیت و نتایج شرکت بر اساس نظریه های سرمایه گذاری کلاسیک انتخاب شده اند، زیرا بازتابی از ظرفیت های واقعی و فرصت های رشد شرکت هستند. هیئت مدیره به عنوان نهادی حاکمیتی می تواند نقش تعدیل کننده ای بر تأثیر متغیرهای مالی و رفتاری داشته باشد، اما این نقش در مطالعات داخلی و بین المللی کمتر مورد توجه قرار گرفته است. عوامل خارجی نظیر شرایط اقتصادی و سیاست های کلان، گرچه در مطالعاتی مانند کانگ و همکاران (۲۰۲۲) بررسی شده اند، هنوز به طور دقیق در کنار متغیرهای داخلی مدل سازی نشده اند. همچنین سیاست ها و فعالیت های داخلی شرکت به دلیل تأثیر مستقیم بر تخصیص منابع و تصمیمات سرمایه گذاری انتخاب شده اند، اما در ادبیات موجود اغلب به صورت پراکنده و بدون در نظر گرفتن تعامل آن ها با سایر عوامل بررسی شده اند. در نتیجه، این تحقیق با ترکیب این چهار دسته متغیر و ارائه مدلی که همزمان ابعاد مالی، رفتاری، حاکمیتی و محیطی را در بر می گیرد، می کوشد نه تنها مروری جامع بر پژوهش های مشابه ارائه دهد، بلکه با تحلیل شکاف های دانشی موجود، توجیه نظری و تجربی روشنی برای انتخاب متغیرهای کلیدی خود فراهم سازد.

پیشینه تحقیقات

پورعسکری و همکاران (۱۴۰۳)، پژوهشی با عنوان "شناسایی و اولویت بندی عوامل تعیین کننده در تصمیم های مالی و سرمایه گذاری (مورد مطالعه: سرمایه گذاران نسل زد)" انجام دادند. نتایج نشان داد مهمترین عوامل تعیین کننده در تصمیم های مالی و سرمایه گذاری سرمایه گذاران نسل زد به ترتیب عبارتند از: امنیت و پشتوانه، سود بیشتر، راحتی در سرمایه گذاری، پیروی از تجربیات گذشته، شناخت و آگاهی، پیروی از دیگران، و جو تبلیغاتی. محب راد (۱۴۰۱)، پژوهشی با عنوان "مدیریت سود و رفتار سرمایه گذاری شرکت ها با بازده حقوق صاحبان سهام" انجام دادند. این پژوهش بر اساس داده های ۱۴۸ شرکت حاضر در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۸ تا ۱۳۹۹ صورت گرفته است. نتایج نشان داد که بین مدیریت سود و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه

مستقیم معناداری وجود دارد و بین رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معکوس معناداری وجود دارد.

صمدپور شهرک و همکاران (۱۴۰۰)، پژوهشی با عنوان "تاثیر بازده حقوق صاحبان سهام بر رابطه بین مدیریت سود و رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" انجام دادند. پژوهش حاضر به بررسی تاثیر بازده حقوق صاحبان سهام بر رابطه بین مدیریت سود و رفتار سرمایه‌گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. برای این منظور، چهار فرضیه تدوین و از داده‌های ۱۴۶ شرکت فعال در بورس در دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ برای آزمون آن‌ها استفاده گردیده است. نتایج نشان داد مدیریت سود واقعی و تعهدی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر مثبت و معناداری دارد. به علاوه، بازده حقوق صاحبان سهام این تاثیر را در جهت افزایشی تعدیل نموده است. رضایی و یآوری (۱۴۰۰)، پژوهشی با عنوان "بررسی رابطه بین رفتار سرمایه‌گذاری شرکت با محدودیت‌های مالی و سیاست‌های پولی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" انجام دادند. در این پژوهش، ۱۴۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۸-۱۳۹۲ که به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده مورد بررسی قرار گرفته است. یافته‌ها نشان می‌دهد که بین رفتار سرمایه‌گذاری شرکت با محدودیت‌های مالی و سیاست‌های پولی شرکت‌ها رابطه وجود دارد.

صیادی و همکاران (۱۳۹۹)، پژوهشی با عنوان "بررسی تاثیر انتخاب سطوح بدهی و سررسید بدهی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" انجام دادند. هدف پژوهش حاضر بررسی تاثیر سطوح بدهی و سررسید بدهی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های فعال پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۳۹۰ است. نتایج این تحقیق حاکی از آن است که سطوح بدهی و سررسید بدهی اثر منفی و معناداری بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد که نشان دهنده این موضوع میباشد که سررسید بدهی و سطوح بدهی به عنوان عاملی تلقی می‌شود که سرمایه‌گذاری بیش از اندازه شرکت را محدود می‌کند. مرادی و احمدی (۱۳۸۹)، پژوهشی با عنوان "تعیین عوامل موثر بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در عرصه بازارهای ناقص" انجام دادند. برای انجام این تحقیق ابتدا با استفاده از پشتوانه نظری و مطالعات تجربی در خصوص موضوع، متغیرهای مستقل شناسایی و با استفاده از اطلاعات تعداد ۸۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۸۶-۸۰ و به‌کارگیری مدل رگرسیون چند گانه، الگوی تغییرات مخارج سرمایه‌ای برآورد شده است. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که فقط متغیر جریان‌های نقد عملیاتی، با تغییرات مخارج سرمایه‌ای رابطه معناداری دارد.

اشپولاتوف^۱ و همکاران (۲۰۲۵)، پژوهشی با عنوان "مدل‌سازی عوامل مؤثر بر نیت و رفتار سرمایه‌گذاری در بازار سهام در میان بزرگسالان در حال تحصیل: شواهدی از دانشجویان دانشگاه با استفاده از مدل‌سازی معادلات ساختاری حداقل مربعات جزئی" انجام دادند. نتایج نشان داد که تحمل ریسک، سوگیری اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد و رفتار دنباله‌روی تأثیر مثبت و معناداری بر نیت سرمایه‌گذاری دارند، در حالی که سواد دیجیتال اثر منفی قابل

¹ Eshpulatov

توجهی نشان می دهد؛ این یافته هشدار می دهد که نباید فرض کرد آمادگی فناوری به طور خودکار به آمادگی برای سرمایه گذاری منجر می شود. نیت سرمایه گذاری نیز پیش بینی کننده قوی مشارکت واقعی بوده و نقش میانجی گری چندین اثر را ایفا می کند. در مقابل، سواد مالی، رفاه مالی و تعامل اجتماعی هیچ تأثیر مستقیم یا میانجی گری معناداری نشان ندادند. همچنین، تفاوت هایی بر اساس جنسیت و پیشینه تحصیلی مشاهده شد که بر نحوه تبدیل نیت به رفتار اثر می گذارند.

جو^۱ و همکاران (۲۰۲۴)، پژوهشی با عنوان "توجه سرمایه گذاران و مالی سازی شرکتی: شواهدی از حجم جستجوی اینترنتی" انجام دادند. با استفاده از نمونه ای از شرکت های پذیرفته شده در بورس چین طی دوره ۲۰۱۱ تا ۲۰۲۲ دریافتند که توجه سرمایه گذاران با مالی سازی شرکتی رابطه مثبت و معناداری دارد، و این رابطه در شرکت هایی که سطح «کوتاه بینی مدیریتی» بالاتری دارند، قوی تر است. همچنین دریافتند که توجه سرمایه گذاران از طریق افزایش «احساسات سرمایه گذاران» و همچنین «باورهای ناهمگون» به مالی سازی شرکتی دامن می زند. در نهایت، نتایج نشان داد که رابطه مثبت بین توجه سرمایه گذاران و مالی سازی شرکتی در شرکت هایی با «عدم قطعیت اطلاعاتی» بالاتر، شرکت های کوچک، شرکت های فعال در صنایع انحصاری، و شرکت های فعال در صنایع فناوری پیشرفته قوی تر است. با این حال، این رابطه در میان شرکت هایی با سطوح متفاوت «مالکیت نهادی» تفاوت معناداری ندارد.

گوراو و همکاران (۲۰۲۳)، پژوهشی با عنوان "رفتار سرمایه گذاری حرفه ای های شرکتی به سمت صندوق های سرمایه گذاری متقابل در هند" پرداختند. این تحقیق بر اساس داده های اولیه جمع آوری شده از ۱۷۵ پاسخ دهنده مختلف با استفاده از یک پرسشنامه ساختاریافته است. تجزیه و تحلیل عاملی اکتشافی، برای شناسایی عوامل مختلفی که بر رفتار سرمایه گذاری متخصصان شرکت با توجه به سرمایه گذاری های صندوق های متقابل تأثیر می گذارد، استفاده شد. مطالعه پژوهشی حاضر در تبیین هفت عامل مهم مؤثر بر رفتار سرمایه گذاری متخصصان شرکت با توجه به سرمایه گذاری های صندوق های مشترک مؤثر بود.

کانگ و همکاران (۲۰۲۲)، پژوهشی با عنوان "عوامل مؤثر بر سرمایه گذاری برای شرکت ها" انجام دادند. این پژوهش آخرین پیشرفت های تحقیقاتی در سرمایه گذاری شرکتی را خلاصه می کند. عوامل خارجی و داخلی که بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکت تأثیر می گذارند، تجزیه و تحلیل شدند. عوامل خارجی شامل سیاست دولت و عوامل محیطی است. سیاست های دولت مانند سیاست های کلان اقتصادی و سیاست های جهانی سازی بر نرخ بازده سهام شرکت ها تأثیر می گذارد و در نتیجه بر تصمیم سرمایه گذاری آنها تأثیر می گذارد. علاوه بر این، عوامل محیطی مانند توسعه علم و فناوری، فرهنگ، جامعه و COVID-19 نیز بر تصمیمات سرمایه گذاری تأثیر خواهند داشت. عوامل داخلی شامل عوامل رفتاری، عملکرد شرکت و ریسک در تصمیم گیری های سرمایه گذاری است. شرکت ها تحت تأثیر عوامل رفتاری مانند اثر تمایل، حسابداری ذهنی و سوگیری اکتشافی متنوع، تمایل به کاهش سرمایه گذاری در پروژه ها دارند. با این حال، اعتماد بیش از حد، بخش سرمایه گذاری شرکت را تشویق به سرمایه گذاری می کند. رابطه بین عملکرد فعلی شرکت، عملکرد تاریخی و عملکرد اجتماعی، تخصیص منابع در شرکت

^۱ Ju

را تغییر می‌دهد و در نتیجه بر سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر می‌گذارد. همچنین نگرش به ریسک و عدم قطعیت شرکت از موضوعات اصلی است که شرکت باید در هنگام تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری به آنها توجه کند.

احمد و وو^۱(۲۰۲۲)، پژوهشی با عنوان "آیا نوع رفتار در مدیریت سرمایه‌گذاری و کارایی بازار مهم است؟ شواهدی از یک بازار در حال ظهور" انجام دادند. از نمونه ۳۰۹ سرمایه‌گذاری که در PSX معامله می‌کردند، استفاده شد. نتایج نشان می‌دهد که نوع رفتار سرمایه‌گذاری تأثیر منفی قابل توجهی بر کارایی بازار و عملکرد سرمایه‌گذاری درک شده دارد، در حالی که تأثیر مثبتی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی دارد.

بیکاس و اولینا^۲(۲۰۲۱)، پژوهشی با عنوان "عوامل مالی تعیین‌کننده رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های تجاری لیتوان" انجام دادند. شانزده شرکت سهامی لیتوانی که سهامشان در بورس بالتیک ثبت شده و فعالیت اصلی شان مربوط به ابزارهای مالی است برای تحقیق انتخاب شدند. بعلاوه، ۵۸ شرکت ثبت شده در بورس بالتیک (۳۲ شرکت از فهرست رسمی، ۲۶ شرکت در فهرست اضافی). ۲۶ شرکت سهامی لیتوانی در هر دو فهرست وجود دارند. سوای ۲۶ شرکت ثبت شده در بورس اوراق بهادار، ۱۶ شرکتی انتخاب شدند که فعالیت‌هایشان مربوط به ابزار مالی نبود. نتایج، شواهد قوی مبنی بر اینکه دارایی‌های مالی شرکت تأثیر مثبتی بر سرمایه و سودآوری شرکت دارند، ارائه کردند یعنی شرکت‌های لیتوانی با سودآوری بیشتر اغلب در ابزارهای مالی سرمایه‌گذاری می‌کنند در حالی که شرکت‌ها با منابع مالی وام گرفته شده و با محدودیت‌های مالی بیشتر، کمتر در ابزارهای مالی سرمایه‌گذاری می‌کنند. این مطالعه نشان داد که شاخص‌های عملکرد شرکت‌های لیتوانی تأثیر ضعیفی بر اندازه دارایی‌های مالی شرکت دارد. بنابراین، می‌توان فرض کرد که با عوامل شناختی و شهودی در ارتباط است.

با توجه به مرور ادبیات، شناخت نسبتاً جامعی از عوامل مالی و رفتاری مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در مطالعات داخلی و خارجی شکل گرفته است. پژوهش‌ها نشان داده‌اند که متغیرهایی نظیر بازده حقوق صاحبان سهام، مدیریت سود، محدودیت‌های مالی، سیاست‌های پولی، ساختار بدهی، جریان‌های نقدی عملیاتی و ویژگی‌های رفتاری مدیران می‌توانند بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها اثرگذار باشند. در سطح بین‌المللی، مطالعات علاوه بر عوامل مالی، نقش مؤلفه‌های رفتاری نظیر اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد، دنباله‌روی، نگرش به ریسک، و حتی توجه سرمایه‌گذاران (اندازه‌گیری شده از طریق حجم جستجوی اینترنتی) را در جهت‌دهی به استراتژی‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بررسی کرده‌اند. همچنین، یافته‌ها نشان می‌دهد که شرایط محیطی و سیاست‌های کلان اقتصادی، ویژگی‌های ساختاری شرکت، و میزان عدم قطعیت اطلاعاتی، شدت و جهت این روابط را تعدیل می‌کنند. با این حال، خلأ مطالعاتی مهمی در نبود یک مدل جامع و بومی‌سازی شده برای تبیین همزمان تأثیر عوامل مالی و رفتاری بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، به‌ویژه در بستر بازار سرمایه ایران، مشهود است. چنین مدلی می‌تواند با ترکیب شاخص‌های عملکرد مالی و متغیرهای رفتاری، درک دقیق‌تری از سازوکارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری فراهم کرده و به بهبود کارایی و اثربخشی سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکتی کمک کند.

فرضیه‌ها یا سوالات پژوهش

سوال اصلی پژوهش به این صورت مطرح می‌گردد: مدلسازی عوامل مالی تعیین کننده رفتار سرمایه گذاری شرکت ها چگونه است؟

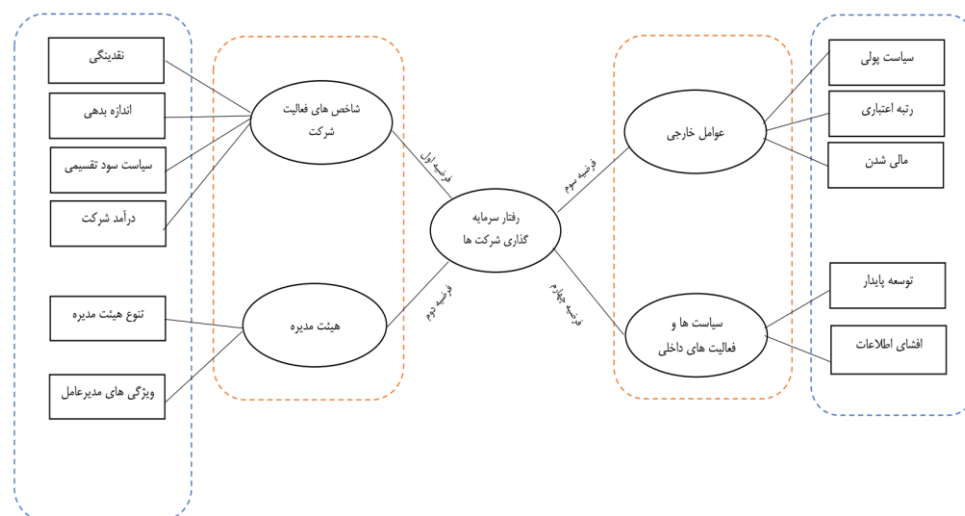
در این راستا، فرضیه های پژوهش به شرح زیر است:

فرضیه اول: شاخص های فعالیت و نتایج شرکت بر رفتار سرمایه گذاری شرکت ها تاثیر معناداری دارد.

فرضیه دوم: هیئت مدیره بر رفتار سرمایه گذاری شرکت ها تاثیر معناداری دارد

فرضیه سوم: عوامل خارجی بر رفتار سرمایه گذاری شرکت ها تاثیر معناداری دارد.

فرضیه چهارم: سیاست ها و فعالیت های داخلی شرکت بر رفتار سرمایه گذاری شرکت ها تاثیر معناداری دارد. همچنین مدل مفهومی مطالعه حاضر در شکل (۱) بر اساس رویکرد مدلسازی معادلات ساختاری ترسیم شده است. هر بخش به صورت مجزا تشریح می‌گردد: در بخشی از مدل، شاخص های فعالیت و نتایج شرکت، به عنوان عوامل تعیین کننده، بر رفتار سرمایه گذاری شرکت ها تاثیر معناداری دارند. برای مثال، نقدینگی و بدهی شرکت ها می‌تواند تاثیر گذاری بر تصمیمات سرمایه گذاری آن ها داشته باشد. همچنین، سیاست سود تقسیمی و ویژگی های شرکت مانند وجود در بازار و میزان معاملات و تجارت نیز می‌توانند بر رفتار سرمایه گذاری شرکت ها تاثیر داشته باشند.



شکل (۱): مدل مفهومی پژوهش

(منبع: محقق ساخته)

نگاره (۱): تعریف عملیاتی متغیرها(منبع: محقق ساخته)

منبع	نحوه محاسبه	نماد	متغیرهای پژوهش	نوع متغیر
طباطبائی(۱۳۹۸) تان و یو (۲۰۱۷)	(خالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات سال جاری - خالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات سال قبل + هزینه استهلاک)/خالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات سال جاری	GIR	نسبت سرمایه گذاری ناخالص در دارایی ثابت به دارایی های ثابت	وابسته سرمایه گذاری شرکت ها
طباطبائی(۱۳۹۸)	(خالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات سال جاری - خالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات سال قبل + هزینه استهلاک)/مجموع دارایی های سال جاری	GITA	نسبت سرمایه گذاری ناخالص در دارایی ثابت به مجموع دارایی ها	
طباطبائی(۱۳۹۸)	(خالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات سال جاری - خالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات سال قبل)/ خالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات سال جاری	NIR	نسبت سرمایه گذاری خالص در دارایی ثابت به دارایی های ثابت	
طباطبائی(۱۳۹۸) تان و یو (۲۰۱۷)	(خالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات سال جاری - خالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات سال قبل)/ مجموع دارایی های سال قبل	NITA	نسبت سرمایه گذاری خالص در دارایی ثابت به مجموع دارایی های سال قبل	
تان و یو (۲۰۱۷)	نسبت نقدینگی = دارایی جاری/بدهی جاری	LR	نقدینگی	مستقل شاخص های فعالیت و نتایج شرکت
تان و یو (۲۰۱۷)	نسبت پوشش وجه نقد = وجوه نقد و معادل آن/بدهی جاری	CR		
بیکاس و اولینا (۲۰۲۱)	نسبت بدهی - حقوق صاحبان سهام = مجموع بدهی/مجموع ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	DER	اندازه بدهی	
تان و یو (۲۰۱۷)	نسبت بدهی = مجموع بدهی/مجموع دارایی ها	DR		
ژانگ و همکاران (۲۰۱۵)	سود تقسیمی هر سهم = از تقسیم کل سود سهام عادی پرداخت شده تقسیم بر تعداد سهام، بدست می آید. به منظور همگن سازی اعداد لگاریتم گرفته می شود.	DPS	سیاست سود تقسیمی	
بیکاس و اولینا (۲۰۲۱)	نسبت سودآوری = سود قبل از کسر بهره، مالیات، استهلاک/درآمد فروش	PR	درآمد شرکت	

منبع	نحوه محاسبه	نماد	متغیرهای پژوهش	نوع متغیر
بیکاس و اولینا (۲۰۲۱)	نسبت سودآوری جامع = مجموع فروش - هزینه های فروش / مجموع فروش	CPR		
بیکاس و اولینا (۲۰۲۱)	نسبت سودآوری خالص = مجموع فروش / سودخالص	NPR		
دیویس (۲۰۱۸)	ضریب تغییرات بازده حقوق صاحبان سهام = بازده حقوق صاحبان سهام از تقسیم فروش بر حقوق صاحبان سهام محاسبه می شود. ضریب تغییرات با استفاده از میانگین پنج ساله و انحراف معیار محاسبه می شود.	CVROE		
گینستی و همکاران (۲۰۲۱)	ترکیب هیئت مدیره = متغیر مجازی می باشد، در صورتی که در ترکیب هیئت مدیره زن حضور داشته باشد، عدد یک و در غیر اینصورت صفر می گذاریم.	BC	تنوع هیئت مدیره	
گینستی و همکاران (۲۰۲۱)	میزان درصد حضور زنان در هیئت مدیره = متغیر ساختگی می باشد، اگر بیش از ۲۰ درصد از هیئت مدیره را زنان تشکیل داده باشند، برابر با ۱، در غیر این صورت صفر	PWOB		
گینستی و همکاران (۲۰۲۱)	تخصص مدیرعامل = متغیر مجازی می باشد، اگر مدیرعامل دارای دانش مالی (مقطع کارشناسی ارشد یا دکتری در رشته های حسابداری، مدیریت مالی، اقتصاد) باشد عدد ۱ و در غیر این صورت صفر	CEOE	ویژگی های مدیرعامل	هیئت مدیره
گینستی و همکاران (۲۰۲۱)	جنسیت مدیرعامل = متغیر مجازی می باشد، در صورتی که مدیرعامل زن باشد عدد یک و در غیر اینصورت صفر می گذاریم.	CEOG		
گینستی و همکاران (۲۰۲۱)	دوره تصدی مدیرعامل = دوره تصدی مدیرعامل در شرکت که از گزارش هیات مدیره استخراج می گردد، در صورت نیاز لگاریتم طبیعی گرفته می شود.	CEOT		
امین و همکاران (۱۳۹۷)	ابعاد توسعه پایدار شرکت به ۵ بعد اقتصادی، حاکمیتی، اجتماعی، اخلاقی و زیست محیطی طبقه بندی می شود. در هر حوزه معیار هایی به عنوان نقاط	SS	توسعه پایدار	سیاست ها و فعالیت

منبع	نحوه محاسبه	نماد	متغیرهای پژوهش	نوع متغیر
	قوت و نقاط نگرانی مطرح می‌گردد. چنانچه شرکت مورد بررسی دارای معیارهای نقاط قوت باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر به آن تعلق می‌گیرد، از طرف دیگر چنانچه برای شرکتی معیارهای نقاط نگرانی برقرار باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر تعلق می‌گیرد. در نهایت برای محاسبه نمره توسعه پایدار از مجموع نقاط قوت، مجموع نقاط ضعف را کم می‌گردد.			های داخلی شرکت
کاشانی پور و همکاران (۱۳۸۸)	افشای داوطلبانه = برای اندازه‌گیری سطح افشای داوطلبانه، از چک لیست موارد تعدیل شده بوتوسان که توسط کاشانی پور و همکاران (۱۳۸۸) تهیه شده است، مورد استفاده قرار گرفت. شاخص‌ها پس از بررسی از نظر الزامی نبودن مطابق استانداردهای حسابداری یا قانونی در شش بخش شامل ۷۱ شاخص تعیین شدند. برای استخراج شاخص‌های افشای داوطلبانه اطلاعات به گزارش فعالیت هیئت مدیره شرکت‌ها اتکا گردید. نمره افشای داوطلبانه هر شرکت تقسیم بر ۷۱ جمع نمرات قابل دریافت (مخرج کسر) برابر با ۷۱ است. به عبارتی حداکثر نمره افشای دریافتی شرکت‌ها برابر با ۷۱ و سطح افشا برابر با عدد یک است	VD	افشای اطلاعات	
بانک مرکزی	نرخ سود تسهیلات = میزان سود علی الحساب که بابت هر تسهیلات پرداخت می‌گردد. (از بانک مرکزی استخراج می‌شود).	IR	سیاست پولی	
دیویس (۲۰۱۸)	هزینه استقراض = سود پرداختی / مجموع بدهی	COB	رتبه اعتباری	
تانگ و ژانگ (۲۰۱۹)	شاخص محدودیت مالی = جریان وجوه نقد عملیاتی / مجموع دارایی‌ها	FCI		عوامل خارجی
فتحی و همکاران (۱۳۹۲)	درآمدهای مالی = دریافتی شرکت از بازارهای مالی (یعنی مجموع درآمد شرکت از محل بهره و سود سهام) به منظور همگن سازی اعداد لگاریتم گرفته می‌شود.	FI	مالی شدن	

روش‌شناسی پژوهش

این تحقیق از نوع کاربردی است و با رویکرد توصیفی-استقرایی انجام شده است. در بخش مبانی نظری و تدوین مدل مفهومی از استدلال قیاسی برای استخراج چارچوب نظری استفاده شد و در بخش آزمون فرضیه‌ها از استدلال استقرایی برای تحلیل داده‌ها و بررسی روابط بین متغیرها بهره گرفته شد. هدف اصلی پژوهش، آزمون اثر چهار دسته متغیر مستقل شامل شاخص‌های فعالیت و نتایج شرکت، هیئت‌مدیره، عوامل خارجی، و سیاست‌ها و فعالیت‌های داخلی شرکت بر متغیر وابسته یعنی رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است.

جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۰ است. برای انتخاب نمونه، معیارهایی به‌منظور افزایش همگنی داده‌ها و کنترل اثر عوامل مخدوش‌کننده در نظر گرفته شد. این معیارها شامل پذیرش شرکت‌ها در بورس پیش از سال ۱۳۹۰، یکسان بودن تاریخ پایان سال مالی (پایان اسفندماه)، عدم توقف معاملاتی بیش از سه ماه در دوره بررسی، و عدم تعلق به صنایع خاص نظیر بانک‌ها، مؤسسات اعتباری و شرکت‌های سرمایه‌گذاری بود. پس از اعمال این معیارها، ۱۴۱ شرکت به‌عنوان نمونه انتخاب شدند. فرآیند نمونه‌گیری به روش هدفمند انجام شد تا نمونه انتخاب‌شده نماینده مناسبی از جامعه آماری باشد و امکان انجام تحلیل‌های دقیق و قابل‌اتکا را فراهم آورد.

بر اساس فرضیه‌های پژوهش، رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به‌عنوان متغیر وابسته و چهار دسته متغیر شامل شاخص‌های فعالیت و نتایج شرکت، هیئت‌مدیره، عوامل خارجی و سیاست‌ها و فعالیت‌های داخلی شرکت به‌عنوان متغیرهای مستقل تعریف شدند. داده‌های موردنیاز از صورت‌های مالی شرکت‌ها و گزارش‌های منتشرشده در سامانه کدال جمع‌آوری و با استفاده از نرم‌افزار Excel پردازش شد. لازم به ذکر است که در این پژوهش متغیر مداخله‌گر لحاظ نشده و مدل تنها شامل متغیرهای مستقل و وابسته است که کنترل و تحلیل شده‌اند.

برای اطمینان از روایی محتوایی، شاخص‌ها و متغیرهای مورد استفاده با استناد به ادبیات نظری و پژوهش‌های معتبر انتخاب شدند و اعتبار آن‌ها توسط خبرگان حوزه مالی و حسابداری تأیید شد. همچنین، روایی همگرا و واگرا و پایایی سازه‌ها با استفاده از شاخص‌هایی نظیر آلفای کرونباخ، پایایی ترکیبی (CR) و میانگین واریانس استخراج‌شده (AVE) در نرم‌افزار SmartPLS₃ ارزیابی گردید.

در گام نخست، داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار EViews₁₂ برای بررسی آمار توصیفی و مانایی متغیرها تحلیل شدند. سپس، به‌منظور آزمون فرضیه‌ها و ارزیابی مدل مفهومی که شامل روابط مستقیم میان چهار دسته متغیر مستقل و رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است، از مدل‌سازی معادلات ساختاری (SEM) در نرم‌افزار SmartPLS₃ استفاده شد. این روش با تحلیل مسیرها و بررسی برازش مدل، امکان آزمون همزمان روابط پیچیده میان متغیرها و ارائه شواهد تجربی قوی برای تأیید یا رد فرضیه‌های پژوهش را فراهم کرد.

یافته‌های پژوهش

بعد از جمع‌آوری داده‌ها و محاسبه متغیرهای مورد استفاده در مطالعه، پارامترهای توصیفی مربوط به هر متغیر به طور جداگانه محاسبه می‌شوند. این پارامترها شامل مشخصات مرتبط با شاخص‌های مرکزی مانند میانگین، میانه،

کمینه و بیشینه و همچنین اطلاعات مرتبط با شاخص‌های پراکندگی از قبیل انحراف معیار می‌شوند، همچنین جدول ۲، بعد از حذف داده‌های پرت با استفاده از روش Winsorization، به صورت ۱ درصد داده‌های پرت را در دو انتهای توزیع (بالا و پایین) ارائه شد.

نگاره (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش (تعداد مشاهدات: ۱۸۳۳)

متغیر	نماد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	سال - شرکت
نسبت سرمایه گذاری ناخالص در دارایی ثابت به دارایی های ثابت	GIR	۰.۲۴۰۴۹	۰.۱۷۷۴۵	۰.۹۶۲۳۷۹	-۰.۳۳۴۴۳	۰.۲۴۱۵۴۷	۰.۹۶۸۴۴	۴.۰۰۰۰۰۴	۱۸۳۳
نسبت سرمایه گذاری ناخالص در دارایی ثابت به مجموع دارایی ها	GITA	۰.۰۶۴۷۲	۰.۰۲۹۱۰	۰.۵۵۹۵۳۵	-۰.۰۵۸۱۹	۰.۱۰۲۰۶۱	۲.۸۲۵۱۳	۱۱.۷۹۸۲	۱۸۳۳
نسبت سرمایه گذاری خالص در دارایی ثابت به دارایی های ثابت	NIR	۰.۱۴۴۴۹	۰.۰۸۰۷۲	۰.۹۳۴۱۸۶	-۰.۴۹۶۱۳	۰.۲۵۹۲۶۵	۰.۹۵۲۳۶	۴.۲۱۶۶۱	۱۸۳۳
نسبت سرمایه گذاری خالص در دارایی ثابت به مجموع دارایی های سال قبل	NITA	۰.۰۸۵۵۱	۰.۰۱۵۸۲	۱.۵۵۶۵۴۸	-۰.۰۹۵۴۸	۰.۲۳۶۸۵۹	۴.۳۵۰۴۲	۲۳.۸۴۳۸	۱۸۳۳
نسبت نقدینگی	LR	۱.۷۹۲۷۰	۱.۴۳۰۱۰	۱۰.۸۳۲۷۳	-۰.۴۶۳۶۰	۱.۴۰۲۴۰۰	۴.۰۳۴۴۵	۲۳.۶۲۲۲	۱۸۳۳
نسبت پوشش وجه نقد	CR	۰.۲۵۳۱۹	۰.۰۹۰۷۱	۳.۵۱۸۴۹۲	۰.۰۰۳۲۵۸	۰.۴۹۵۲۹۴	۴.۴۷۰۴۵	۲۶.۲۴۱۰	۱۸۳۳

متغیر	نماد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	سال- شرکت
نسبت بدهی- حقوق صاحبان سهام	DER	۱.۶۵۱۴۵	۱.۱۴۰۲۲	۱۰۰.۹۷۰۲	۰.۰۶۷۹۸	۱.۶۷۸۶۵۸	۲.۶۱۵۸۸	۱۱.۶۷۵۳	۱۸۳۳
نسبت بدهی	DR	۰.۵۲۱۹۲	۰.۵۳۲۸۴	۱.۱۹۴۹۰۹	۰.۰۱۲۷۳	۰.۲۰۰۴۳۸	-۰.۲۱۵۸۹	۲.۴۵۶۳۰	۱۸۳۳
سیاست سودتقسیمی	DPS	۳.۹۲۰۱۲	۴.۹۴۱۶۴	۱۰۰.۱۲۶۶۳	۰.۰۰۰۰۰	۳۰.۹۸۴۹۰	-۰.۱۹۷۰۲	۱.۴۶۸۲۵	۱۸۳۳
نسبت سودآوری	PR	۰.۳۱۳۷۸	۰.۲۶۶۷۵	۱.۲۶۹۹۳	-۰.۱۷۲۹۴	۰.۲۵۵۷۲۸	۱.۳۱۸۷۷	۵.۳۳۹۱۹	۱۸۳۳
نسبت سودآوری جامع	CPR	۰.۹۲۲۲۱	۰.۹۳۸۷۷۵	۰.۹۹۱۸۶	۰.۵۷۳۱۵	۰.۰۶۴۶۳۹	-۲.۸۰۸۷	۱۳.۵۴۸۶	۱۸۳۳
نسبت سودآوری خالص	NPR	۲۷.۸۱۹۰	۵.۰۱۸۹۴	۷۴۳.۸۴۵	-۶۵.۰۰۴۶	۹۸.۱۱۳۰	۵۶۶۹۷۵	۳۷.۷۶۸۵	۱۸۳۳
ضریب تغییرات بازده حقوق صاحبان سهام	CVROE	۵.۴۰۲۹۶	۴.۳۱۹۷۹	۲۳.۵۷۸۶۹	۰.۶۲۲۲۹۳	۴۰.۸۶۷۳۷	۱.۹۹۲۶۴۲	۸.۰۳۴۴۲۰	۱۸۳۳
دوره تصدی مدیرعامل	CEOT	۰.۹۲۵۱۰	۰.۶۹۳۱۴	۳.۱۳۵۴۹۴	۰	۰.۸۱۷۲۵۱	۰.۵۰۶۹۸۷	۲.۳۳۷۹۵۶	۱۸۳۳
توسعه پایدار	SS	۰.۱۶۸۸۴	۰.۱۶	۰.۲۳	۰.۱۵	۰.۰۲۲۱۸۶	۱.۵۸۰۵۳۶	۴.۷۵۹۵۳۸	۱۸۳۳
افشای اطلاعات	VD	۰.۲۲۹۹۱	۰.۱۳۴۹۳	۱.۵۸۱۴۷۲	۰.۰۰۰۰۰۶	۰.۲۸۵۳۱۳	۲.۶۴۰۹۷	۱۰.۶۹۰۳	۱۸۳۳
نرخ سود تسهیلات	IR	۰.۱۲۹۷۲	۰.۱۰۶۰۸۸	۰.۵۴۵۶۷۵	-۰.۱۸۷۳۲	۰.۱۳۹۵۳۷	۰.۶۹۰۳۲	۳.۶۲۲۷۶	۱۸۳۳
رتبه اعتباری	COB	۴.۱۶۱۵۴	۱.۷۹۱۷۵۹	۱۷.۳۹۵۵	۰	۴.۶۸۳۳۳	۰.۶۲۵۹۴	۲۰.۵۴۷۴	۱۸۳۳
شاخص محدودیت مالی	FCI	۰.۳۰۵۷۴۸	۰.۳۰۹۸۵۹	۰.۵۴۹۲۹۶	۰.۰۵۶۳۳۸	۰.۰۸۰۳۶	-۰.۳۳۵۶	۳.۱۲۰۸۸	۱۸۳۳
درآمدهای مالی	FI	۳.۷۱۱۱	۴	۱۳	-۵	۳.۶۱۱۵۸	۰.۱۸۷۲۹	۲.۳۷۳۱۵	۱۸۳۳

نتایج آمار توصیفی نشان می‌دهد که شرکت‌های مورد بررسی در شاخص‌های مختلف مالی و مدیریتی تفاوت‌های قابل توجهی دارند. نسبت‌های سرمایه‌گذاری (GIR، GITA، NIR، NITA) به‌طور کلی در سطح پایینی قرار دارند، به‌ویژه نسبت سرمایه‌گذاری خالص به دارایی‌ها (NITA) با میانگین ۰.۰۸۵۵۱ که بیانگر سهم محدود سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت است. در مقابل، نسبت نقدینگی (LR) با میانگین ۱.۷۹ نشان‌دهنده سطح نقدینگی مناسب

است، اما نوسانات بالای آن نشان‌دهنده استراتژی‌های متفاوت مالی در میان شرکت‌ها است. شاخص‌های بدهی نیز حاکی از استفاده گسترده از اهرم مالی است، با میانگین نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (DER) برابر با ۱.۶۵. شاخص‌های سودآوری نوسانات شدیدی دارند؛ برای مثال، نسبت سودآوری خالص (NPR) با میانگین ۲۷.۸۱ و انحراف معیار بالا، اختلافات گسترده‌ای را در عملکرد شرکت‌ها نشان می‌دهد. در زمینه افشای اطلاعات، میانگین شاخص افشا (VD) پایین بوده و بیانگر ضعف در شفافیت اطلاعاتی است. همچنین، دوره تصدی کوتاه مدیرعاملان (CEOT) با میانگین ۰.۹۲ سال نشان‌دهنده تغییرات مکرر مدیریتی است. ترکیب هیئت مدیره نیز تنوع پایینی دارد، به طوری که تنها ۸.۲٪ از هیئت مدیره‌ها دارای ترکیب خاص تعریف‌شده و حضور زنان در جایگاه مدیرعامل و هیئت مدیره بسیار محدود است.

نگاره (۳): آمار توصیفی متغیرهای ساختگی پژوهش (تعداد مشاهدات: ۱۸۳۳)

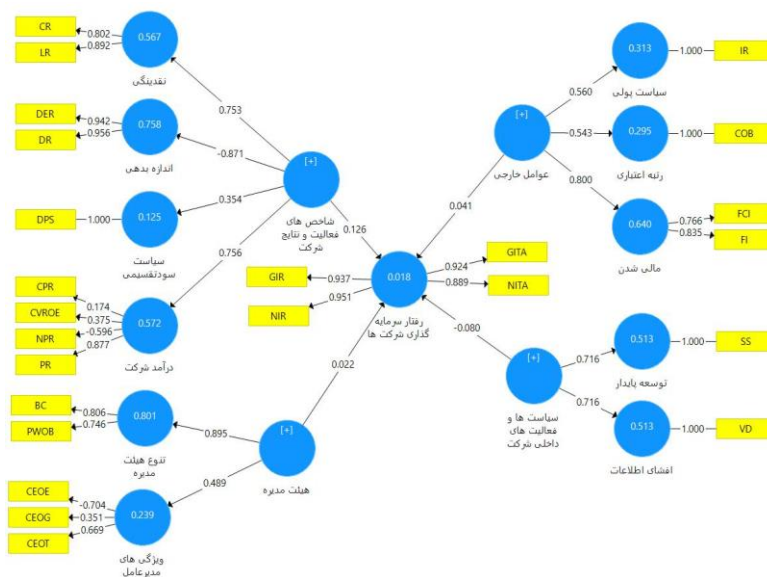
متغیر	نماد	عدد صفر	عدد یک
ترکیب هیئت مدیره	BC	۱۶۸۲	۱۵۱
میزان درصد حضور زنان در هیئت مدیره	PWOB	۱۸۲۶	۷
تخصص مدیرعامل	CEOE	۱۷۵۴	۵۰
جنسیت مدیرعامل	CEOG	۱۸۲۵	۸

• سنجش بار عاملی مولفه‌ها

بار عاملی عددی است که شدت ارتباط میان یک متغیر پنهان و متغیر آشکار مرتبط با آن را در فرآیند تحلیل مسیر نشان می‌دهد. هرچه مقدار بار عاملی یک شاخص در ارتباط با یک سازه مشخص بیشتر باشد، آن شاخص نقش بیشتری در توضیح و تبیین آن سازه ایفا می‌کند (شکل ۲). بارهای عاملی بالاتر از ۰.۴ به عنوان مطلوب تلقی می‌شوند و در این مطالعه تمام موارد مشاهده شده بالاتر از این مقدار بودند.

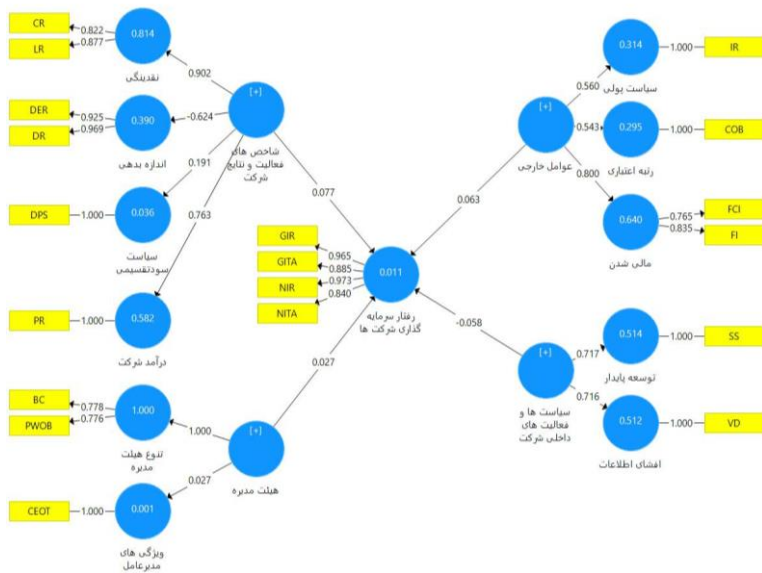
• آزمون پایایی و روایی مدل اندازه‌گیری

برای ارزیابی کیفیت ابزارهای سنجش در پژوهش، دو معیار کلیدی یعنی پایایی و روایی مدل اندازه‌گیری مورد استفاده قرار می‌گیرند. پایایی به معنای ثبات و اطمینان‌پذیری ابزار است، به این صورت که در آزمون‌های مکرر، نتایج یکسان یا مشابهی حاصل شود. در مقابل، روایی به دقت ابزار در سنجش مفهومی که برای آن طراحی شده است اشاره دارد. این ارزیابی‌ها تضمین می‌کنند که ابزارهای به کار رفته در پژوهش توانایی اندازه‌گیری دقیق و درست مفاهیم مورد نظر را دارند و نتایجی قابل اعتماد و معتبر ارائه می‌دهند (جدول ۴).



شکل (۲): مقادیر بارهای عاملی مدل اولیه

بعد از حذف شاخص ها، مجدد مدل آزمون گردید که مدل نهایی به شرح زیر است:



شکل (۳): مقادیر بارهای عاملی مدل نهایی

نگاره (۴): روایی و پایایی متغیرها

متغیرها	آلفای کرونباخ	پایایی مرکب	روایی همگرا (ضرایب AVE سازه‌ها)	وضعیت
افشای اطلاعات	۱.۰۰۰	۱.۰۰۰	۱.۰۰۰	تایید
اندازه بدهی	۰.۸۹۰	۰.۹۴۶	۰.۸۹۷	تایید
تنوع هیئت مدیره	۰.۶۴۳	۰.۷۵۳	۰.۶۰۳	تایید
توسعه پایدار	۱.۰۰۰	۱.۰۰۰	۱.۰۰۰	تایید
درآمد شرکت	۱.۰۰۰	۱.۰۰۰	۱.۰۰۰	تایید
رتبه اعتباری	۱.۰۰۰	۱.۰۰۰	۱.۰۰۰	تایید
رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها	۰.۹۴۵	۰.۹۵۵	۰.۸۴۱	تایید
سیاست سودتقسیمی	۱.۰۰۰	۱.۰۰۰	۱.۰۰۰	تایید
سیاست‌ها و فعالیت‌های داخلی شرکت	۰.۷۵۰	۰.۶۷۸	۰.۵۱۳	تایید
سیاست پولی	۱.۰۰۰	۱.۰۰۰	۱.۰۰۰	تایید
شاخص‌های فعالیت و نتایج شرکت	۰.۶۴۴	۰.۸۰۸	۰.۵۸۵	تایید
عوامل خارجی	۰.۷۹۴	۰.۶۸۸	۰.۵۵۷	تایید
مالی شدن	۰.۷۴۳	۰.۷۸۱	۰.۶۴۱	تایید
نقدینگی	۰.۶۱۷	۰.۸۳۸	۰.۷۲۲	تایید
هیئت مدیره	۰.۷۴۳	۰.۷۵۳	۰.۶۰۳	تایید
ویژگی‌های مدیرعامل	۱.۰۰۰	۱.۰۰۰	۱.۰۰۰	تایید

در این پژوهش، تحلیل داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار «مدل‌سازی معادلات ساختاری حداقل مربعات جزئی (PLS) انجام شده است. این نرم‌افزار به دلیل قابلیت‌های بالایی که در مدل‌سازی ساختاری با حجم نمونه محدود و داده‌های غیر نرمال دارد، انتخاب مناسبی برای تحلیل این نوع مدل‌ها به شمار می‌رود (تیو^۱، ۲۰۱۱؛ بران و ویولاتو^۲، ۲۰۱۰). با این حال، برای افزایش دقت و اعتبار یافته‌ها لازم است شاخص‌های مختلف برازش مدل به صورت کامل و با استناد به منابع روش‌شناسی معتبر گزارش شود (کلاین^۳، ۲۰۱۱؛ شریبر^۴ و همکاران، ۲۰۰۶).

پایایی به معنای میزان ثبات و قابلیت اطمینان ابزار اندازه‌گیری است، به گونه‌ای که اگر آزمون در شرایط مشابه چندین بار اجرا شود، نتایج مشابهی به دست آید (هوپر^۵ و همکاران، ۲۰۰۸). در این پژوهش، پایایی سازه‌ها از طریق شاخص‌هایی مانند آلفای کرونباخ و پایایی مرکب سنجیده شده است. مقدار آلفای کرونباخ بالاتر از ۰.۷

1 Teo
2 Beran & Violato
3 Kline
4 Schreiber
5 Hooper

نشان دهنده سازگاری داخلی مطلوب بین آیتم‌های مرتبط با هر سازه است و تایید می‌کند که آیتم‌ها به درستی در چارچوب مفهومی قرار گرفته‌اند. همچنین، شاخص پایایی مرکب که معیار دیگری برای ارزیابی ثبات سازه‌هاست، مقادیر بالای ۰.۷ را نشان می‌دهد که دلالت بر پایایی مناسب سازه‌ها دارد (کلاین، ۲۰۱۱).

روایی نشان می‌دهد که ابزار اندازه‌گیری تا چه حد قادر است مفهوم مورد نظر را به درستی اندازه‌گیری کند (استولتینگ^۱، ۲۰۱۲). در این مطالعه، روایی سازه‌ها از طریق روایی همگرا با استفاده از میانگین واریانس استخراج شده (AVE) بررسی شده است. مقدار AVE بالاتر از ۰.۵ بیانگر این است که بیش از نیمی از واریانس متغیرهای مشاهده شده توسط متغیرهای پنهان مرتبط تبیین می‌شود، که نشان دهنده اعتبار همگرایی قوی مدل است. نتایج ارائه شده در جدول ۴ نشان می‌دهد که تمامی سازه‌ها دارای مقادیر قابل قبول آلفای کرونباخ، پایایی مرکب و AVE هستند، که این امر بیانگر کیفیت مناسب ابزارهای سنجش و دقت بالای مدل اندازه‌گیری می‌باشد.

مدل ساختاری

• شاخص ضریب تعیین

ضریب تعیین (R^2) یکی از شاخص‌های کلیدی در ارزیابی مدل‌های معادلات ساختاری است که نشان می‌دهد چه درصدی از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل مدل تبیین می‌شود (کلاین، ۲۰۱۱). در این پژوهش، ضریب تعیین برای متغیر وابسته «رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها» برابر با ۰.۵۱۱ به دست آمده است؛ به این معنا که حدود ۵۱.۱ درصد از تغییرات این متغیر توسط متغیرهای مستقل مدل توضیح داده شده است. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده که اصلاح شده و تأثیر تعداد متغیرها و حجم نمونه را در نظر می‌گیرد، برابر با ۰.۵۰۸ است که بیانگر توان تبیینی مناسب مدل حتی پس از اعمال این اصلاحات می‌باشد. این مقادیر نشان دهنده قدرت قابل قبول مدل در توضیح رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است و بر اعتبار و اعتمادپذیری نتایج پژوهش تأکید می‌کند (تیو، ۲۰۱۱؛ کلاین، ۲۰۱۱).

نگاره (۵): ضریب تبیین متغیرهای وابسته پژوهش

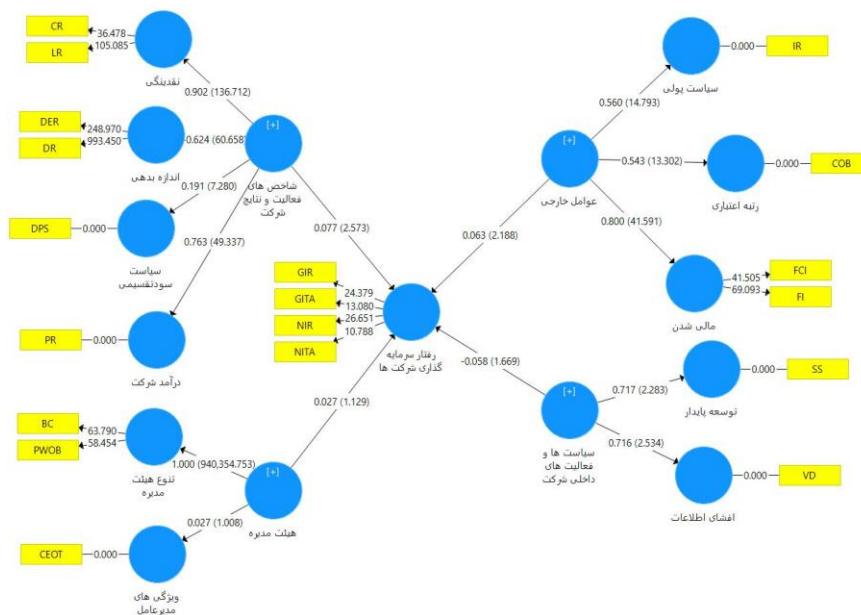
متغیرها	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	وضعیت
رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها	۰.۵۱۱	۰.۵۰۸	قابل قبول

• ضرایب مسیر (بتا) و معناداری آن

شدت تأثیر، میزان شدت ارتباط بین متغیرها را نشان می‌دهد و طیف این ضریب بین ۰ تا ۱ می‌باشد. هر چه این میزان به ۱ نزدیک تر باشد، نشان دهنده قوی تر بودن روابط بین متغیرها می‌باشد. مقادیر T بین ۱/۹۶- و ۱/۹۶ نشان دهنده عدم وجود اثر معناداری میان متغیرهای مکنون مربوط است. مقادیر T بین قدرمطلق ۱/۹۶ و ۲/۵۷۶ نشان دهنده ی اثر معناداری با بیش از ۹۵٪ اطمینان میان متغیرهای مکنون مربوط است. مقادیر T

^۱ Stoelting

مساوی و بزرگتر از قدرمطلق ۵۷۶ / ۲ نشان دهنده ی اثر معناداری با بیش از ۹۹٪ اطمینان میان متغیرهای مکتون مربوطه است (شکل ۴ و جدول ۶).



شکل ۴، مقدار ضرایب مسیر و آماره T مدل نهایی

نگاره (۶): ضرایب مسیر (بتا) و معناداری متغیرهای پژوهش

مسیرها	ضرایب مسیر (بتا)	مقدار T	نتیجه	سطح معنی دار
سیاست‌ها و فعالیت‌های داخلی شرکت بر افشای اطلاعات	۰.۷۱۶	۲.۵۳۴	۰.۰۱۲	مثبت و معنادار در سطح خطای ۵ درصد
سیاست‌ها و فعالیت‌های داخلی شرکت بر توسعه پایدار	۰.۷۱۷	۲.۲۸۳	۰.۰۲۳	مثبت و معنادار در سطح خطای ۵ درصد
سیاست‌ها و فعالیت‌های داخلی شرکت بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها	-۰.۰۵۸	۱.۶۶۹	۰.۰۹۶	منفی و معنادار در سطح خطای ۱۰ درصد
شاخص‌های فعالیت و نتایج شرکت بر اندازه بدهی	-۰.۶۲۴	۶۰.۶۵۸	۰.۰۰۰	منفی و معنادار در سطح خطای ۵ درصد
شاخص‌های فعالیت و نتایج شرکت بر درآمد شرکت	۰.۷۶۳	۴۹.۳۳۷	۰.۰۰۰	مثبت و معنادار در سطح خطای ۵ درصد

مسیرها	ضرایب مسیر (بتا)	مقدار T	نتیجه	سطح معنی دار
شاخص های فعالیت و نتایج شرکت بر رفتار سرمایه گذاری شرکت ها	۰.۰۷۷	۲.۵۷۳	۰.۰۱۰	مثبت و معنادار در سطح خطای ۵ درصد
شاخص های فعالیت و نتایج شرکت بر سیاست سودتقسیمی	۰.۱۹۱	۷.۲۸۰	۰.۰۰۰	مثبت و معنادار در سطح خطای ۵ درصد
شاخص های فعالیت و نتایج شرکت بر نقدینگی	۰.۹۰۲	۱۳۶.۷۱۲	۰.۰۰۰	مثبت و معنادار در سطح خطای ۵ درصد
عوامل خارجی بر رتبه اعتباری	۰.۵۴۳	۱۳.۳۰۲	۰.۰۰۰	مثبت و معنادار در سطح خطای ۵ درصد
عوامل خارجی بر رفتار سرمایه گذاری شرکت ها	۰.۰۶۳	۲.۱۸۸	۰.۰۲۹	مثبت و معنادار در سطح خطای ۵ درصد
عوامل خارجی بر سیاست پولی	۰.۵۶۰	۱۴.۷۹۳	۰.۰۰۰	مثبت و معنادار در سطح خطای ۵ درصد
عوامل خارجی بر مالی شدن	۰.۸۰۰	۴۱.۵۹۱	۰.۰۰۰	مثبت و معنادار در سطح خطای ۵ درصد
هیئت مدیره بر تنوع هیئت مدیره	۱.۰۰۰	۹.۷۵۳	۰.۰۰۰	مثبت و معنادار در سطح خطای ۵ درصد
هیئت مدیره بر رفتار سرمایه گذاری شرکت ها	۰.۰۲۷	۱.۱۲۹	۰.۲۶۰	بی معنا
هیئت مدیره بر ویژگی های مدیرعامل	۰.۰۲۷	۱.۰۰۸	۰.۳۱۴	بی معنا

• شاخص ارتباط پیش بین (Q²)

شاخص Q² معیاری است برای سنجش قابلیت پیش بینی مدل، یعنی تا چه حد مدل می تواند داده های خارج از نمونه را پیش بینی کند (هوپر و همکاران، ۲۰۰۸). مقدار Q² بالاتر از صفر برای هر سازه بیانگر این است که مدل قابلیت پیش بینی دارد. جدول ۷ نتایج نشان می دهد اکثر سازه ها شاخص Q² مثبت و مناسب دارند که این امر تأیید کننده پیش بینی پذیری مطلوب مدل است.

نگاره (۷): معیار Q² مدل پژوهش

متغیرها	Q ²
افشای اطلاعات	۰.۴۹۱
اندازه بدهی	۰.۳۱۸
تنوع هیئت مدیره	۰.۵۶۷

متغیرها	Q ²
توسعه پایدار	۰.۵۰۴
درآمد شرکت	۰.۵۷۰
رتبه اعتباری	۰.۲۸۹
رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها	۰.۲۰۶
سیاست سودتقسیمی	۰.۲۳۵
سیاست‌ها و فعالیت‌های داخلی شرکت	-
سیاست پولی	۰.۳۰۶
شاخص‌های فعالیت و نتایج شرکت	-
عوامل خارجی	-
مالی شدن	۰.۳۹۷
نقدینگی	۰.۵۶۴
هیئت مدیره	-
ویژگی‌های مدیرعامل	۰.۲۰۰

برازش مدل کلی

یکی از معیارهای مهم برای سنجش کیفیت برازش مدل‌های معادلات ساختاری است. این شاخص میزان تطابق داده‌های مشاهده شده با نتایج پیش‌بینی شده توسط مدل را ارزیابی می‌کند (شرایب^۱ و همکاران، ۲۰۰۶). مقدار GOF که در محدوده ۰ تا ۱ قرار دارد، نشان‌دهنده سطح تطابق مدل با داده‌های واقعی است. در این پژوهش، مقدار محاسبه شده GOF برابر با ۰.۶۱۱ است که بیانگر برازش بسیار مطلوب مدل می‌باشد. این مقدار که از ۰.۳۶ بیشتر است، بر اساس معیارهای ارائه شده توسط وتزل^۲ و همکاران (۲۰۰۹)، نشان‌دهنده برازش قوی مدل است.

بحث و نتیجه‌گیری

سرمایه‌گذاری به‌عنوان یکی از اصلی‌ترین و کلیدی‌ترین فعالیت‌های شرکت‌ها در مسیر رشد و توسعه اقتصادی نقش تعیین‌کننده‌ای دارد و تحت تأثیر مجموعه‌ای از عوامل مالی، مدیریتی، نهادی و محیطی قرار می‌گیرد. هدف این پژوهش، بررسی رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و تحلیل تأثیر چهار دسته شاخص شامل شاخص‌های فعالیت و نتایج شرکت، هیئت‌مدیره، عوامل خارجی و سیاست‌ها و فعالیت‌های داخلی شرکت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری بود. نتایج تحقیق نشان‌دهنده اهمیت قابل توجه شفافیت مالی، کارایی مدیریت منابع و حساسیت رفتار سرمایه‌گذاری به تغییرات اقتصادی کلان است.

1 Schreiber
2 Wetzels

مطابق با فرضیه اول، شاخص های مالی مانند عملکرد عملیاتی و سودآوری، تأثیر مثبت و معناداری بر رفتار سرمایه گذاری شرکت ها دارند. یافته های این پژوهش نشان می دهد که شرکت هایی با سودآوری بالاتر، جریان نقدی مثبت و توان مالی مناسب، تمایل دارند سرمایه گذاری بیشتری انجام دهند و منابع خود را به فرصت های توسعه و رشد اختصاص دهند. این نتایج با مطالعات پیشین از جمله بیکاس و اولینا (۲۰۲۱) و مرادی و احمدی (۱۳۸۹) همسو است که نقش مثبت سودآوری در تصمیمات سرمایه گذاری را تأیید کرده اند. این همسویی نه تنها اعتبار علمی یافته های این پژوهش را تقویت می کند، بلکه نشان دهنده تکرار پایدار این رابطه در محیط های مالی متفاوت و فرهنگ های سازمانی مختلف است. با این حال، در فرضیه دوم که به بررسی تأثیر ویژگی ها و ترکیب هیئت مدیره بر رفتار سرمایه گذاری می پردازد، نتایج این پژوهش با برخی مطالعات بین المللی تفاوت قابل توجهی دارد. در حالی که هارجوتو و همکاران (۲۰۱۸) نقش تنوع هیئت مدیره، تخصص اعضا و تجربه مدیریتی آن ها را در تصمیم گیری های سرمایه گذاری مهم و اثرگذار دانسته اند، یافته های این تحقیق نشان داد که ترکیب هیئت مدیره در شرکت های ایرانی تأثیر مستقیم و معناداری بر رفتار سرمایه گذاری ندارد. این تفاوت ممکن است ناشی از ویژگی های ساختاری و مدیریتی خاص شرکت های ایرانی، فرهنگ سازمانی حاکم، محدودیت های نهادی و چارچوب های قانونی خاص باشد که به نوعی اثرگذاری هیئت مدیره را محدود می کند. این نتایج بر ضرورت توجه به ویژگی های بومی و بستر نهادی در تحلیل رفتار سرمایه گذاری تأکید می کند و نشان می دهد که مدل ها و یافته های بین المللی لزوماً قابل تعمیم به محیط های محلی نیستند.

در زمینه فرضیه سوم، عوامل خارجی و کلان اقتصادی شامل وضعیت کلی اقتصاد، تغییرات نرخ بهره، سیاست های پولی و مالی و ثبات اقتصادی، نقش قابل توجهی در تعیین رفتار سرمایه گذاری شرکت ها دارند. یافته های این پژوهش با مطالعات کانگ و همکاران (۲۰۲۲) و رضایی و یآوری (۱۴۰۰) همسو است که نشان داده اند سیاست های کلان اقتصادی و تغییرات محیطی، تصمیم گیری های سرمایه گذاری را به شکل مستقیم یا غیرمستقیم تحت تأثیر قرار می دهند. این نتایج اهمیت طراحی و اجرای سیاست های پولی و مالی هماهنگ و حمایت از محیط کسب و کار را برجسته می کند و نشان می دهد که توجه به شرایط کلان اقتصادی و ثبات محیطی برای تقویت سرمایه گذاری شرکت ها ضروری است. فرضیه چهارم نشان می دهد که سیاست ها و فعالیت های داخلی شرکت تأثیر معناداری بر رفتار سرمایه گذاری ندارند. این امر می تواند ناشی از تمرکز کوتاه مدت مدیریت، عدم هماهنگی بین سیاست های داخلی و فرصت های محیطی، یا ضعف در انسجام مدیریتی باشد. سیاست های داخلی عمدتاً با هدف بهبود فرآیندهای عملیاتی، کنترل هزینه ها و افزایش بهره وری طراحی می شوند و کمتر با اهداف بلندمدت سرمایه گذاری همسو هستند. این یافته با نتایج احمد و وو (۲۰۲۲) و تهرانی و رهنما فلاورجانی (۱۳۹۳) همسو است که نقش محدود سیاست های داخلی در رفتار سرمایه گذاری شرکت ها را تأیید کرده اند؛ اما با نتایج محبراد (۱۴۰۱) که بر تأثیر مدیریت سود در سرمایه گذاری تأکید داشته است، مغایرت دارد. به طور کلی، این پژوهش نشان می دهد که تصمیمات سرمایه گذاری شرکت ها تحت تأثیر مجموعه ای پیچیده از عوامل داخلی و خارجی قرار دارد و برای درک دقیق این رفتار، لازم است هر دو بعد مالی و نهادی به صورت همزمان مورد توجه

قرار گیرند. همچنین، نتایج حاکی از اهمیت سازگاری سیاست‌ها و ساختارهای مدیریتی با ویژگی‌های محیط بومی و اقتصادی است تا امکان بهره‌برداری بهینه از فرصت‌های سرمایه‌گذاری فراهم شود.

نگاره (۸): نتایج فرضیه‌ها

نتایج	فرضیه‌ها
تأیید (مثبت)	فرضیه اول: شاخص‌های فعالیت و نتایج شرکت بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر معناداری دارد.
رد	فرضیه دوم: هیئت مدیره بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر معناداری دارد.
تأیید (مثبت)	فرضیه سوم: عوامل خارجی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر معناداری دارد.
تأیید (با اثر منفی)	فرضیه چهارم: سیاست‌ها و فعالیت‌های داخلی شرکت بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر معناداری دارد.

از منظر دلالت‌های مدیریتی، نتایج پژوهش به سازمان‌های ایرانی توصیه می‌کند که ضمن تمرکز بر بهبود شفافیت مالی و مدیریت بهینه جریان‌های نقدی، سیاست‌های داخلی شرکت‌ها را با شرایط اقتصادی کشور هماهنگ کنند. شفافیت مالی قوی‌تر موجب افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران و تسهیل دسترسی به منابع مالی می‌شود که در نهایت به افزایش سرمایه‌گذاری و رشد شرکت‌ها منجر می‌گردد. همچنین، توجه به شرایط اقتصاد کلان و استفاده از فرصت‌های ناشی از سیاست‌های حمایتی دولت مانند مشوق‌های مالیاتی و تسهیلات بانکی، می‌تواند نقش مؤثری در تقویت تصمیمات سرمایه‌گذاری ایفا کند.

علاوه بر این، اصلاح ساختار هیئت‌مدیره با هدف افزایش تنوع تخصصی و بهبود فرآیندهای نظارتی، به‌ویژه در شرکت‌های ایرانی که ممکن است با چالش‌هایی همچون تمرکز قدرت یا ضعف نظارت مواجه باشند، اهمیت ویژه‌ای دارد. این اصلاحات می‌تواند به ارتقای کیفیت تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری کمک کند و زمینه‌ساز بهبود عملکرد شرکت‌ها باشد. در نهایت، برای پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود که نقش انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها در مواجهه با عدم قطعیت‌های اقتصادی، اثر فناوری‌های نوین مانند بلاک‌چین بر شفافیت و کیفیت اطلاعات مالی، و همچنین تأثیر سیاست‌های تقسیم سود بر رفتار سرمایه‌گذاری با دقت بیشتری مورد بررسی قرار گیرد. همچنین، محدودیت‌های این مطالعه شامل تمرکز صرف بر شرکت‌های بورسی تهران و عدم لحاظ متغیرهای غیرمالی مانند عوامل فرهنگی و اجتماعی است که می‌تواند در تحقیقات آینده مورد توجه قرار گیرد تا دیدگاه‌های جامع‌تری درباره رفتار سرمایه‌گذاری در ایران فراهم شود.

فهرست منابع

- امین، وحید، صالح نژاد، سید حسن (۱۳۹۹). تأثیر عملکرد پایداری شرکت بر ارزش افزوده اقتصادی در طی چرخه عمر شرکت. مجله حسابداری مالی، ۷ (۲)، صص ۱-۱۴.
- پورعسکری، محمد حسین. خداداد حسینی، سید حمید. کردنائیج، اسداله. منصوری موید، فرشته (۱۴۰۳). شناسایی و اولویت بندی عوامل تعیین کننده در تصمیم های مالی و سرمایه گذاری (مورد مطالعه: سرمایه گذاران نسل زد). مجله چشم انداز مدیریت بازرگانی، ۲۳ (۶۰)، صص ۱-۲۰.
- تهرانی، رضا. رهنما فلاورجانی، روح اله (۱۳۹۳). پیش بینی رفتار سرمایه گذاری شرکت های بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از شبکه های عصبی. مدیریت دارایی و تامین مالی، ۲ (۳)، صص ۱-۲۰.
- رضایی، نادر. یآوری، حسین (۱۴۰۰). بررسی رابطه بین رفتار سرمایه گذاری شرکت با محدودیت های مالی و سیاست های پولی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. نهمین کنفرانس بین المللی حسابداری، مدیریت و نوآوری در کسب و کار. تهران.
- فتحی، سعید. آذربایجانی، کریم. تقوی زاده، ایمان. عسگرنژاد نوری، باقر (۱۳۹۲). تحلیل تاثیر مالی شدن بر سرمایه گذاری های واقعی در شرکتهای غیر مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های حسابداری مالی، ۵ (۱)، شماره پیاپی ۱، صص ۵۱-۶۶.
- صمدپور شهرک، لیلا. صمدی، فاطمه. جعفری، معصومه (۱۴۰۰). تاثیر بازده حقوق صاحبان سهام بر رابطه بین مدیریت سود و رفتار سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه مطالعات کاربردی در علوم مدیریت و توسعه، ۶ (۶)، صص ۱-۱۵.
- صیادی، محمد. سردار شهرکی، لاله. مرادخانی ملال، بهنام (۱۳۹۹). بررسی تاثیر انتخاب سطوح بدهی و سررسید بدهی بر رفتار سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مطالعات نوین کاربردی در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، ۳ (۲)، صص ۱-۲۰.
- طباطبائی، سیدجلال (۱۳۹۸). بررسی مسائل مرتبط با شیوه سنجش رفتار سرمایه گذاری شرکتی. راهبرد مدیریت مالی، ۶ (۲۴)، صص ۱۸۶-۲۱۹.
- کاشانی پور، محمد. رحمانی، علی. پارچینی پارچین. سیدمهدی (۱۳۸۸). رابطه بین افشای اختیاری و مدیران غیرموظف. فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۵۷، صص ۸۵-۱۰۰.
- محب راد، مرضیه (۱۴۰۱). مدیریت سود و رفتار سرمایه گذاری شرکت ها با بازده حقوق صاحبان سهام. فصلنامه چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۵ (۶۳)، صص ۱-۲۰.
- مرادی، جواد. احمدی، غلامرضا (۱۳۸۹). تعیین عوامل موثر بر رفتار سرمایه گذاری شرکت ها در عرصه بازارهای ناقص. پژوهش های حسابداری مالی، ۳ (۲)، شماره پیاپی ۸، صص ۱۲۵-۱۳۶.
- Alfiana, A., Azizi, M., Bumandava Eka, A. P., Prayana, I. K. W. D., & Ahmad, S. (2025). Behavioral finance and its impact on corporate financial decision making. *Journal of Economic, Business and Accounting (COSTING)*, 8(2). <https://doi.org/10.31539/costing.v8i2.14394>

- Ahmad, M., & Wu, Q. (2022). Does herding behavior matter in investment management and perceived market efficiency? Evidence from an emerging market. *Management Decision*, 60(8), 2148–2173. <https://doi.org/10.1108/MD-06-2021-0790>
- Amin, V., & Saleh-Nejad, S. H. (2020). The effect of corporate sustainability performance on economic value added across the firm life-cycle. *Financial Accounting Journal*, 7(2). (in Persian)
- Bikas, E., & Evelina, G. (2021). Financial factors determining the investment behavior of Lithuanian business companies. *Economies*, 9, 45.
- Badykova, I. R. (2024). Identifying business efficiency factors: Random forest modeling. *Economic Analysis: Theory and Practice*, 23(7), 1225–1239. <https://doi.org/10.24891/ea.23.7.1225>
- Beran, T. N., & Violato, C. (2010). Structural equation modeling in medical research: A primer. *BMC Research Notes*, 3, 267. <https://doi.org/10.1186/1756-0500-3-267>
- Chen, S. (2025). Literature review on the impact of ESG on financial decision-making. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*, 61–65. <https://doi.org/10.54254/2754-1169/2025.22578>
- Davydenko, N., Buriak, A., & Kliuchka, O. (2024). Behavioural aspects of investment decisions. *Black Sea Economic Studies*, 96–99. <https://doi.org/10.32782/bses.85-17>
- Davis, L. E. (2018). Financialization and the non-financial corporation: An investigation of firm-level investment behavior in the United States. *Metroeconomica*, 69, 270–307.
- Eshpulatov, D., Berdiev, G., & Artemenkov, A. (2025). Modeling the Determinants of Stock Market Investment Intention and Behavior Among Studying Adults: Evidence from University Students Using PLS-SEM. *International Journal of Financial Studies*, 13(3), 138. <https://doi.org/10.3390/ijfs13030138>
- Fathi, S., Azarbayejani, K., Taghavizadeh, I., & Asgarnajad-Nouri, B. (2013). The impact of financialization on real investment in non-financial listed companies of Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Research*, 5(1), 51–66. (in Persian)
- Gupta, A. K., & Mishra, A. K. (2025). The role of financial literacy in investment patterns: A descriptive analysis. *International Journal on Science and Technology*, 16(1), 15, 1-6. <https://doi.org/10.71097/ijst.v16.i1.2121>
- Gayathri, H., & Ganesan, S. (2024). Internal & external factors influencing investment decision-making. *AIMS International Journal of Management*, 18(1), 37–55. <https://doi.org/10.26573/2024.18.1.4>
- Gaurav, K., Ray, A. S., & Pradhan, A. (2023). Investment behavior of corporate professionals towards mutual funds in India. *International Journal of Accounting & Finance Review*, 14(1), 30–39.
- Ginesti, G., Spanò, R., Ferri, L., & Caldarelli, A. (2021). The chief financial officer (CFO) profile and R&D investment intensity: Evidence from listed European companies. *Management Decision*, 59(13), 99–114.
- Harjoto, M. A., Laksmana, I., & Yang, Y. (2018). Board diversity and corporate investment oversight. *Journal of Business Research*, 90, 40–47.
- Hooper, D., Coughlan, J., & Mullen, M. R. (2008). Structural equation modelling: Guidelines for determining model fit. *Electronic Journal of Business Research Methods*, 6(1), 53–60.
- Joseph, J., & Gaba, V. (2015). The fog of feedback: Ambiguity and firm responses to multiple aspiration levels. *Strategic Management Journal*, 36(13), 1960–1978.
- Ju, C., Fang, X., & Shen, Z. (2024). Investor attention and corporate financialization: Evidence from internet search volume. *International Review of Financial Analysis*, 96(Part A), 103576. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103576>
- Kang, Y., Xing, J., & Zhao, S. (2022). Influencing factors of investment for companies. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 648, 1714–1718.

- Kashanipour, M., Rahmani, A., & Parchini-Parchin, S. M. (2009). The relationship between voluntary disclosure and non-executive directors. *Quarterly Journal of Accounting & Auditing Review*, 57, 85–100. (in Persian)
- Kumar, K. K., Shilpa, S., Bhargavi, S. V., & Arun Kumar, T. (2025). Corporate income tax and business investment decisions: A strategic and financial perspective. *International Journal of Multidisciplinary Research in Science, Engineering and Technology*, 8(4), 4632–4638. <https://doi.org/10.15680/ijmrset.2025.0804082>
- Kapoor, D. G. T., & Awasthi, A. (2024). Determining investment behaviour: An analysis of the role of gender and age of individual investors. *Journal of Informatics Education and Research*, 4(2). <https://doi.org/10.52783/jier.v4i2.1195>
- Kline, R. B. (2011). *Principles and practice of structural equation modeling* (3rd ed.). The Guilford Press.
- Mykhayliv, D., & Zauner, K. G. (2024). On stakeholder theory and corporate investment under financial frictions. *International Journal of Finance & Economics*, 30(1), 803–810. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2942>
- Mohab-Rad, M. (2022). Earnings management and corporate investment behaviour with return on equity. *Accounting & Management Outlook Quarterly*, 5(63). (in Persian)
- Moradi, J., & Ahmadi, G. (2010). Determining the factors affecting corporate investment behaviour in imperfect markets. *Financial Accounting Research*, 3(2), 125–136. (in Persian)
- Nugroho, D. S., & Dewayanto, T. (2025). Application of statistics and artificial intelligence for corporate financial distress prediction models: A systematic literature review. *Journal of Modelling in Management*, Advance online publication. <https://doi.org/10.1108/JM2-12-2024-0412>
- Pouraskari, M. H., Khodadad Hosseini, S. H., Kardanayij, A., & Mansouri Moayyed, F. (2024). Identification and prioritization of determinants in financial and investment decisions (Case study: Generation Z investors). *Business Management Outlook*, 23(60), 1–20. (in Persian)
- Qin, T., & Gong, S. (2024). Corporate credit mismatch, financial leverage and corporate investment efficiency. *Finance Research Letters*, 68, 105978. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105978>
- Rezai, N., & Yavari, H. (2021). Relationship between corporate investment behaviour, financial constraints and monetary policy among TSE-listed firms. *9th Int. Conf. on Accounting, Management & Business Innovation, Tehran*. (in Persian)
- Samadpour-Shahrak, L., Samadi, F., & Jafari, M. (2021). Effect of return on equity on the link between earnings management and investment behaviour of TSE-listed firms. *Applied Studies in Management & Development*, 6(6). (in Persian)
- Seyyadi, M., Sardarshahi, L., & Moradkhani Malal, B. (2020). Examining the impact of debt level and debt maturity choices on investment behavior of companies listed on Tehran Stock Exchange. *Journal of Applied Modern Studies in Management, Economics, and Accounting*, 3(2), 1–20. (in Persian)
- Septiana, B., Ratnawati, T., & Brahmayanti, I. A. S. (2025). Impact of investment decisions, capital structure, and firm size on profitability and sustainable growth, moderated by financial flexibility in construction firms. *Harmony Management: International Journal of Management Science and Business*, 2(2). <https://doi.org/10.70062/harmonymanagement.v2i2.254>
- Schreiber, J. B., Nora, A., Stage, F. K., Barlow, E. A., & King, J. (2006). Reporting structural equation modeling and confirmatory factor analysis results: A review. *Journal of Educational Research*, 99(6), 323–337. <https://doi.org/10.3200/JOER.99.6.323-338>
- Stoelting, R. (2012). Structural equation modeling/path analysis. Retrieved April 12, 2012, from <http://userwww.sfsu.edu/~efc/classes/biol710/path/SEMwebpage.htm>
- Tian, S., & Yu, Y. (2017). Financial ratios and bankruptcy predictions: An international evidence. *International Review of Economics and Finance*, 51, 10–26.

- Tabatabaei, S. J. (2019). Issues concerning the measurement methods of corporate investment behaviour. *Financial Management Strategy*, 6(24), 186–219. (in Persian)
- Tehrani, R., & Rahnama-Falavarjani, R. (2014). Predicting investment behavior of companies listed on Tehran Stock Exchange using neural networks. *Asset Management and Finance*, 2(3), 1–20. (in Persian)
- Teo, T. (2011). Using structural equation modeling (SEM) in educational research: Practices and issues. *International Journal of Applied Educational Studies*, 10(1), 49–65.
- Wetzels, M., Odekerken-Schröder, G., & Van Oppen, C. (2009). Using PLS path modeling for assessing hierarchical construct models: Guidelines and empirical illustration. *MIS Quarterly*, 33(1), 177–195. <https://doi.org/10.2307/20650284>
- Zhang, Y., Bellamy, R. K. E., & Kellogg, W. K. (2015). Designing information for remediating cognitive biases in decision-making. In *Proceedings of the 33rd Annual ACM Conference on Human Factors in Computing Systems* (pp. 2211–2220). Seoul, Korea: ACM.
- Zulaiha, S., & Komalasari, A. (2025). The effect of investment opportunity set, company growth, and size on firm value. *Journal Economy and Currency Study (JECS)*, 7(1), 11–21. <https://doi.org/10.51178/jecs.v7i1.2730>

Modeling the Financial Determinants of Corporate Investment Behavior

Tahereh Moradi

PhD Student, Department of Accounting, Semnan Branch, Islamic Azad University, Semnan, Iran
(Ta.moradi@iau.ir).

Naghi Fazeli

Assistant Professor, Department of Accounting, Semnan Branch, Islamic Azad University, Semnan, Iran
(Corresponding Author)
(Fazeli.n@gmail.com).

Arezoo Khosravani

Assistant Professor, Department of Accounting, Semnan Branch, Islamic Azad University, Semnan, Iran
(a.khosravani@semnaniau.ac.ir).

Abstract

Investment is one of the key elements in the growth and dynamism of companies, and investment decisions are influenced by a set of internal financial factors, decision-making structures, and environmental conditions. The aim of this study is to identify and model the financial determinants of investment behavior in companies listed on the Tehran Stock Exchange during the period 2011 to 2023, in order to provide a deeper understanding of corporate investment decision-making mechanisms. This research is applied in terms of purpose and descriptive-analytical in nature. Sampling was conducted using a systematic elimination method, and data from 141 companies were extracted. The required data were collected from audited financial statements and analyzed using EViews 12 and SmartPLS 3 software. Structural equation modeling was employed to test the hypotheses. The findings indicate that financial performance indicators, such as profitability and asset efficiency, have a positive and significant relationship with investment behavior. In contrast, the role of the board of directors and internal corporate policies was not statistically significant. The originality of this research lies in its simultaneous focus on both internal financial variables and external environmental factors, and in the use of combined analytical methods to provide a comprehensive explanation of corporate investment behavior.

Keywords: Firm Activity, Investment Behavior, Board of Directors, External Factors, Corporate Policies.

