



Audit
Organization

Management Learning from the Market and Investment Efficiency: Transitioning from Price Signals to Sustainable Corporate Value Creation

Afsaneh Delshad

Assistant Professor of Financial Management, Department of Management, Economics and Accounting, Faculty of Humanities and Social Sciences, Golestan University, Gorgan, Iran. Email: a.delshad@gu.ac.ir

Mohsen Lotfi

Accounting Group, Faculty of Industrial Engineering and Management, Shahrood University of Technology, Shahrood, Iran. Email: mohsenlotfi@shahroodut.ac.ir

Abstract

This study aims to investigate the effect of managerial learning from the market on firm value and the mediating role of investment efficiency in the Iranian capital market. The research sample consists of 127 firms and 2,286 firm-year observations over the period 2008 to 2024. Partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM) was employed to test the research hypotheses. The findings reveal that managerial learning from the market has a positive and significant effect on firm value; however, its effect on investment efficiency is not statistically significant, and consequently, the mediating role of investment efficiency is not confirmed. These results indicate that Iranian managers improve investors' perception of firm value by analyzing market feedback. Nevertheless, due to structural limitations of emerging markets such as weak information transparency, exchange rate volatility, and investors' short-term horizons, this learning process does not necessarily lead to improved investment efficiency. In other words, firm value arises more from the market's perception of managerial quality and rationality than from the optimal allocation of

capital resources. By emphasizing managerial learning from the market as an independent mechanism for sustainable value creation, this study demonstrates that managers' ability to interpret price signals and align organizational decisions with stakeholder expectations plays a decisive role in value creation for firms operating in emerging markets.

Keywords: Firm value, Capital Market, Investment Efficiency, Management Learning from the Market.

Citation: (2026). Management Learning from the Market and **Investment** Efficiency: Transitioning from Price Signals to Sustainable Corporate Value Creation, *Applied Research in Financial Reporting*, 15(1),101-140. [In Persian].

Applied Research in Financial Reporting, 2026, Vol. 15, No. 1, pp. 101-140.

Publisher: Audit Organization

Received: 5 Nov 2025

Article Type: Research Paper

Accepted: 19 Aug 2026

Doi: 10.22034/arfr.2026.557701.2214

یادگیری مدیریت از بازار و کارایی سرمایه‌گذاری: گذر از نشانه‌های قیمتی تا خلق پایدار ارزش شرکت

افسانه دلشاد

استادیار مدیریت مالی، گروه مدیریت، اقتصاد و حسابداری، دانشکده علوم انسانی و
اجتماعی، دانشگاه گلستان، گرگان، ایران. رایانامه: a.delshad@gu.ac.ir

محسن لطفی

*نویسنده مسئول: گروه حسابداری، دانشکده مهندسی صنایع و مدیریت، دانشگاه
صنعتی شاهرود، شاهرود، ایران. رایانامه: mohsenlotfi@shahroodut.ac.ir

چکیده

مقاله حاضر با هدف بررسی تأثیر یادگیری مدیریت از بازار بر ارزش شرکت و نقش میانجی کارایی سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ایران انجام شده است. نمونه پژوهش شامل ۱۲۷ شرکت و ۲۲۸۶ مشاهده (سال-شرکت) طی دوره ۱۳۸۶ تا ۱۴۰۳ می‌باشد. برای آزمون فرضیه‌ها از رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری با روش حداقل مربعات جزئی استفاده گردید. یافته‌ها نشان می‌دهد که یادگیری مدیریت از بازار تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد، اما تأثیر آن بر کارایی سرمایه‌گذاری معنادار نیست و نقش میانجی این متغیر تأیید نمی‌شود. این نتایج بیانگر آن است که مدیران شرکت‌های ایرانی از طریق تحلیل بازخوردهای بازار، ادراک سرمایه‌گذاران از ارزش شرکت را بهبود می‌بخشند، اما به دلیل محدودیت‌های ساختاری بازارهای نوظهور مانند ضعف شفافیت اطلاعاتی، نوسانات ارزی و افق کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاران، این یادگیری لزوماً به بهبود کارایی سرمایه‌گذاری منجر نمی‌شود. به عبارت دیگر، ارزش شرکت بیش از آنکه حاصل

تخصیص بهینه منابع سرمایه‌ای باشد، برآمده از ادراک بازار نسبت به کیفیت و عقلانیت تصمیمات مدیریتی است. پژوهش حاضر با تأکید بر یادگیری مدیریت از بازار به عنوان سازوکاری مستقل در خلق ارزش پایدار، نشان می‌دهد که توانایی مدیران در تفسیر نشانه‌های قیمتی و همسوسازی تصمیمات با انتظارات ذی‌نفعان، نقشی تعیین‌کننده در ارزش‌آفرینی شرکت‌های فعال در بازارهای نوظهور ایفا می‌کند.

واژه‌های کلیدی: ارزش شرکت، بازار سرمایه، کارایی سرمایه‌گذاری، یادگیری مدیریت از بازار.

استناد: (۱۴۰۵). یادگیری مدیریت از بازار و کارایی سرمایه‌گذاری: گذر از نشانه‌های قیمتی تا خلق پایدار ارزش شرکت، پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، ۱۵(۱)، صص ۱۰۱-۱۴۰.

پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، ۱۴۰۵، دوره ۱۵، شماره ۱، صص ۱۰۱-۱۴۰.
ناشر: سازمان حسابرسی
تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۸/۱۴
نوع مقاله: علمی پژوهشی
تاریخ پذیرش: ۱۴۰۵/۰۵/۲۸
Doi: 10.22034/arfr.2026.557701.2214

مقدمه

در دهه‌های اخیر، همگرایی تحولات اقتصادی، جهانی‌شدن بازارها و پیشرفت فناوری‌های اطلاعاتی، ساختار تصمیم‌گیری در شرکت‌ها را دگرگون ساخته است. این تحولات، اطلاعات بازار سرمایه را از یک ابزار صرفاً تأمین مالی به منبعی راهبردی برای مدیران تبدیل کرده است. بازار سرمایه با تجمع دیدگاه‌ها و تحلیل‌های فعالان اقتصادی، بستری منحصربه‌فرد برای انتقال دانش جمعی و علامت‌دهی به مدیران فراهم می‌آورد. قیمت سهام نه تنها عملکرد گذشته شرکت را بازتاب می‌دهد، بلکه حاوی اطلاعات آینده‌نگر درباره انتظارات بازار از رشد، ریسک‌ها و فرصت‌های پیش‌روی شرکت است (باغ و همکاران^۱، ۲۰۲۵). نظریه‌های مالی رفتاری، بازار سرمایه را به عنوان «سازوکار یادگیری جمعی» معرفی می‌کنند که بازخوردهای قیمتی را به مدیران منتقل می‌سازد. مدیران با تفسیر تغییرات قیمت سهام، حجم معاملات و واکنش‌های بازار، می‌توانند ارزیابی هوشمندانه‌ای از تصمیمات خود به دست آورند. پژوهشگران این فرآیند را «یادگیری مدیریت از بازار»^۲ نامیده‌اند که کیفیت تصمیم‌گیری‌های مالی و راهبردی را ارتقاء می‌بخشد (برد و همکاران^۳، ۲۰۲۱).

اقتصاد ایران به عنوان یکی از پیچیده‌ترین بازارهای نوظهور و مرزی جهان، با مجموعه‌ای از چالش‌های ساختاری در سه سطح کلان اقتصادی، مالی و مدیریتی مواجه است که آن را به بستری منحصربه‌فرد برای مطالعه فرآیند یادگیری مدیریتی از نشانه‌های بازار تبدیل کرده است. از منظر کلان‌اقتصاد، نوسانات شدید نرخ ارز، تورم مزمن ساختاری که در سال‌هایی به سطوح سه‌رقمی نیز رسیده است، تحریم‌های بین‌المللی که دسترسی به فناوری و بازارهای جهانی را محدود ساخته، و بی‌ثباتی سیاست‌های پولی و مالی ناشی از وابستگی بودجه به نفت و تغییرات مکرر قوانین، فضای کسب‌وکار ایران را به یکی از غیرقابل پیش‌بینی‌ترین محیط‌های اقتصادی منطقه تبدیل کرده است. از منظر مالی، بازار سرمایه ایران با چالش‌هایی نظیر عمق کم بازار، نقدشوندگی پایین به‌ویژه برای شرکت‌های کوچک و متوسط، غلبه سرمایه‌گذاران خرد با افق کوتاه‌مدت و رفتارهای هیجانی و توده‌وار، ضعف شفافیت اطلاعاتی و عدم تقارن اطلاعاتی بالا مواجه است؛ همگی این عوامل باعث می‌شوند نشانه‌های قیمتی با آشفتگی‌ها و اختلالات فراوانی همراه گردند. از منظر مدیریتی، شرکت‌های ایرانی ناگزیر از اتخاذ راهبردهایی هستند که آن‌ها را در برابر

شوکه‌های بیرونی مقاوم سازند و در این میان، قیمت سهام به عنوان یکی از محدود شاخص‌های قابل اتکا و در دسترس برای مدیران تبدیل شده است تا بتوانند در فضایی از ابهام و عدم قطعیت شدید، تصمیمات سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و عملیاتی خود را جهت‌دهی نمایند. بنابراین، توانایی مدیران در یادگیری مؤثر از نشانه‌های آشفته بازار، نه یک مزیت رقابتی، بلکه ضرورتی راهبردی برای بقا و رشد شرکت در بلندمدت محسوب می‌شود و مطالعه این فرآیند در اقتصاد ایران، می‌تواند به توسعه مرزهای دانش در زمینه مالی رفتاری و مدیریت راهبردی کمک شایانی نماید (لطفی و دلشاد، ۱۴۰۵؛ ژانگ و همکاران، ۲۰۲۲).

ضرورت انجام این پژوهش از چند منظر قابل تبیین است. نخست، از منظر نظری مالی، با وجود اهمیت یادگیری مدیریت از بازار، شواهد تجربی اندکی در مورد اثربخشی این سازوکار در بازارهای با کارایی اطلاعاتی پایین و عدم تقارن اطلاعاتی بالا وجود دارد. دوم، از منظر اقتصاد خرد شرکتی، در اقتصاد ایران که با کمبود منابع مالی و محدودیت‌های تأمین مالی مواجه است، کارایی سرمایه‌گذاری نقشی حیاتی در تخصیص بهینه منابع ایفا می‌کند، اما عوامل رفتاری مؤثر بر آن به درستی مطالعه نشده است. سوم، از منظر مدیریت راهبردی، شکاف نظری عمیقی میان ادبیات مبتنی بر بازارهای توسعه‌یافته و شرایط خاص بازارهای نوظهور وجود دارد که بومی‌سازی یافته‌ها را ضروری می‌سازد. چهارم، از منظر رفتاری، مدیران شرکت‌های ایرانی برای تصمیم‌گیری در شرایط ابهام، نیازمند درک چگونگی استخراج اطلاعات مفید از بازخوردهای پرنوسان بازار هستند. پنجم، از منظر سیاست‌گذاری، نهادهای ناظر برای طراحی مقررات مؤثر در جهت افزایش شفافیت، نیازمند شواهد علمی مبتنی بر واقعیت‌های بومی می‌باشند.

تصمیمات سرمایه‌گذاری، اساسی‌ترین عوامل تعیین‌کننده رشد، بهره‌وری و پایداری شرکت در بلندمدت هستند. از منظر نظریه نمایندگی، ناکارآمدی در سرمایه‌گذاری می‌تواند ناشی از شکست‌های بازار، محدودیت‌های مالی، عدم تقارن اطلاعاتی و سوگیری‌های رفتاری مدیران باشد. شواهد تجربی نشان می‌دهد شرکت‌ها در بازارهای نوظهور اغلب با چالش سرمایه‌گذاری ناکارآمد مواجه هستند. در اقتصاد ایران، عواملی مانند محدودیت‌های شدید تأمین مالی ناشی از تحریم‌ها، قوانین دست و پاگیر، نبود ثبات در سیاست‌های اقتصادی و ریسک‌های سیاسی، موجب شده است مدیران نتوانند

یادگیری مدیریت از بازار و کارایی سرمایه‌گذاری: گذر از نشانه‌های قیمتی تا خلق پایدار ... ۱۰۷

فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور را به موقع شناسایی کنند. در نتیجه، مدیران یا دچار بیش سرمایه‌گذاری می‌شوند یا دچار کم سرمایه‌گذاری (چن و همکاران^۵، ۲۰۱۵؛ گائو و همکاران^۶، ۲۰۲۵).

اطلاعات قیمتی بازار حامل نشانه‌های قدرتمندی از فرصت‌های رشد و انتظارات سرمایه‌گذاران است. مدیران یادگیرنده با استفاده از این اطلاعات، تخصیص منابع را کارآمدتر انجام می‌دهند و سرمایه‌گذاری شرکت را با فرصت‌های واقعی اقتصادی هم‌راستا می‌سازند (جایارامان و وو^۷، ۲۰۱۹؛ پوتری و تانو^۸، ۲۰۲۴).

پژوهش حاضر از پنج جنبه با مطالعات پیشین تفاوت دارد. نخست، این پژوهش برای نخستین بار در بازار سرمایه ایران، سه سازه یادگیری مدیریت از بازار، کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت را در قالب مدلی زنجیره‌ای و یکپارچه مورد آزمون قرار می‌دهد. دوم، محققان با تمرکز بر نقش میانجی کارایی سرمایه‌گذاری، به واکاوی فرآیند انتقال دانش بازار به خلق ارزش می‌پردازند. سوم، این مطالعه افق زمانی بلندمدت و خلق ارزش پایدار شرکتی را مدنظر قرار داده است. چهارم، پژوهش حاضر با ارائه شواهد اصیل از بازار سرمایه ایران به عنوان بازاری مرزی با ویژگی‌های منحصربه‌فرد نهادی، نوسانات ارزی شدید، تحریم‌های اقتصادی، تورم، عمق کم بازار و ضعف کارایی اطلاعاتی، به توسعه مرزهای دانش در زمینه یادگیری مدیریتی در شرایط محیطی ناپایدار و آشفته کمک می‌کند. پنجم، این مطالعه نشان می‌دهد که یادگیری مدیریت از بازار می‌تواند با سیاست‌های مسئولانه شرکتی، رعایت اصول حاکمیت شرکتی و شفافیت اطلاعاتی تلفیق شده و مسیری پایدارتر، اخلاقی‌تر و مقاوم‌تر در برابر شوک‌های بیرونی برای ارزش آفرینی فراهم آورد.

هدف اصلی پژوهش، بررسی رابطه زنجیره‌ای میان یادگیری مدیریت از بازار، کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت در بازار سرمایه ایران است. این مطالعه به این پرسش پاسخ می‌دهد که چگونه بازخوردهای قیمتی بازار از طریق یادگیری مدیریتی، تصمیمات سرمایه‌گذاری را هدایت کرده و با افزایش کارایی تخصیص منابع، به خلق ارزش پایدار برای سهامداران منجر می‌شود. پس از بیان مقدمه، بخش دوم به مبانی نظری و پیشینه پژوهش شامل مرور ادبیات مالی رفتاری، نظریه‌های مرتبط با یادگیری مدیریت از بازار، کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت، تدوین فرضیه‌ها و مرور پژوهش‌های داخلی و

بین‌المللی می‌پردازد. بخش سوم به روش‌شناسی پژوهش اختصاص دارد که در آن جامعه و نمونه آماری، روش‌های گردآوری داده‌ها، عملیاتی‌سازی متغیرها و روش تجزیه و تحلیل با رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری تبیین می‌شود. بخش چهارم به یافته‌های پژوهش شامل آمار توصیفی، نتایج برازش مدل اندازه‌گیری و ساختاری و آزمون فرضیه‌ها اختصاص دارد. سرانجام، بخش پنجم به بحث و تفسیر یافته‌ها، نتیجه‌گیری نهایی، پیشنهادهای کاربردی و پژوهشی و محدودیت‌های پژوهش می‌پردازد.

مبانی نظری

یادگیری مدیریت از بازار و ارزش شرکت

یادگیری مدیریت از بازار سازوکاری نوین است که طی آن مدیران از رهگذر تحلیل نشانه‌های قیمتی، بازخورد سرمایه‌گذاران و اطلاعات نهفته در بازار، به درکی ژرف‌تر از فرصت‌ها و ریسک‌های پیش‌روی شرکت دست می‌یابند. این فرآیند نقش بازار سرمایه را فراتر از یک کانال تأمین مالی تعریف می‌کند و آن را به یک «سازوکار اطلاعاتی» تبدیل می‌سازد که تصمیم‌گیری‌های راهبردی مدیران را مبتنی بر داده‌های واقعی و تحلیل شده، بهبود می‌بخشد. بازخوردهای بازار، که در نوسانات قیمت سهام و تغییر انتظارات سرمایه‌گذاران تجلی می‌یابند، علامت‌هایی فراهم می‌کنند تا مدیران بتوانند اثربخشی تصمیمات گذشته را ارزیابی کرده و تصمیمات آینده را با دقت اتخاذ کنند (آرون و همکاران^۹، ۲۰۲۴).

از منظر نظریه یادگیری سازمانی و کارایی اطلاعاتی، توانایی مدیران در استخراج و به‌کارگیری این پیام‌ها، زمینه را برای تخصیص بهینه منابع و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری فراهم می‌کند و به کاهش ناکارآمدی‌های سرمایه‌گذاری و پاسخ‌دهی سریع به تغییرات محیط اقتصادی کمک می‌کند. در نتیجه، یادگیری مدیریت از بازار نه تنها ابزار تصمیم‌گیری کارآمد برای مدیران است، بلکه به عنوان یک عامل کلیدی در ارتقای ارزش شرکت و خلق پایدار ثروت برای سهامداران عمل می‌کند (کای^{۱۰}، ۲۰۲۵). ژانگ و همکاران (۲۰۲۲) نشان داده‌اند که افشای داوطلبانه ارزش مشارکت اجتماعی هر سهم می‌تواند اطلاعات ویژه شرکت را به بازار منتقل کرده و نوسانات بازده سهام را کاهش دهد. این پیام‌ها به مدیران کمک می‌کنند تا تصمیمات سرمایه‌گذاری کارآمد اتخاذ کنند.

یادگیری مدیریت از بازار و کارایی سرمایه‌گذاری: گذر از نشانه‌های قیمتی تا خلق پایدار و... ۱۰۹

همچنین ارزش ایجاد شده برای ذی‌نفعان مختلف تأثیر قابل توجهی بر ارزش شرکت دارد و ساختار مالکیت و نوع صنعت این اثرات را تعدیل می‌کنند. بر این اساس، فرضیه نخست به صورت زیر تدوین می‌گردد.

فرضیه اول: یادگیری مدیریت از بازار تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد.

یادگیری مدیریت از بازار و کارایی سرمایه‌گذاری

کارایی سرمایه‌گذاری نشان‌دهنده توانایی شرکت در تخصیص بهینه منابع مالی به پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت و اجتناب از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های کم‌بازده است. این شاخص، معیار مهمی برای سنجش کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاری و بهره‌وری مدیریت در استفاده از منابع محدود شرکت محسوب می‌شود. بر اساس نظریه نمایندگی و اقتصاد اطلاعات، یکی از مهم‌ترین موانع دستیابی به کارایی سرمایه‌گذاری، عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه‌گذاران است. یادگیری مدیریت از بازار، با فراهم کردن نشانه‌های قیمتی و بازخورد سرمایه‌گذاران، این شکاف اطلاعاتی را کاهش داده و مدیران را قادر می‌سازد تا تخصیص منابع مالی را به صورت هدفمند و هماهنگ با انتظارات بازار انجام دهند. این فرآیند نه تنها موجب بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود، بلکه مسیر انتقال اثر یادگیری مدیریت بر ارزش شرکت را نیز تسهیل می‌کند. لذا کارایی سرمایه‌گذاری نقش میانجی دارد و عملکرد آن در تقویت رابطه بین دانش بازار و خلق ارزش اقتصادی شرکت اهمیت ویژه‌ای پیدا می‌کند (ناچ و روماسوکون^{۱۱}، ۲۰۲۴).

پوتری و تانو (۲۰۲۴) نشان داده‌اند که مدیران با تحلیل و تفسیر نشانه‌های قیمتی و بازخورد سرمایه‌گذاران، توانایی تخصیص بهینه منابع مالی به پروژه‌های سودآور را افزایش می‌دهند و از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های کم‌بازده اجتناب می‌کنند. این فرآیند کارایی سرمایه‌گذاری را تقویت کرده و به عنوان یک مسیر میانجی، اثر یادگیری از بازار را بر خلق ارزش پایدار شرکت منتقل می‌کند. ویژگی‌های زمینه‌ای شرکت مانند اندازه، ساختار بدهی، سن بنگاه و جریان‌های نقدی آزاد شدت و جهت این اثرات را تعدیل می‌کنند و نشان می‌دهند که مدیریت همزمان اطلاعات بازار و سرمایه‌گذاری بهینه، کلید ارتقای عملکرد مالی و ارزش پایدار شرکت‌هاست. از این رو، فرضیه دوم تدوین می‌گردد.

فرضیه دوم: یادگیری مدیریت از بازار تأثیر مثبت و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد.

کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت

ارزش شرکت به عنوان بازتاب اعتماد سرمایه‌گذاران، پایداری سودآوری و توانایی رشد بلندمدت، شاخصی کلیدی برای سنجش موفقیت بنگاه‌ها در بازارهای رقابتی محسوب می‌شود. این ارزش به شدت وابسته به تصمیمات سرمایه‌گذاری بهینه و مدیریت مؤثر منابع مالی است، که با بهره‌گیری از یادگیری مدیریت از بازار شکل می‌گیرد. از منظر نظریه ارزش‌آفرینی سهامداران، هرگونه انحراف از تخصیص بهینه منابع (چه به شکل کم سرمایه‌گذاری و چه بیش سرمایه‌گذاری)، مستقیماً ارزش ذاتی شرکت را کاهش می‌دهد. در این فرآیند، مدیران با تحلیل علائم قیمتی، بازخورد سرمایه‌گذاران و اطلاعات نهفته در بازار، توانایی تخصیص منابع به پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت را پیدا می‌کنند و از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های کم‌بازده اجتناب می‌کنند. چنین تصمیماتی علاوه بر افزایش بازده سرمایه‌گذاری، موجب کاهش ریسک‌های مالی و عملیاتی و جلوگیری از ناکارآمدی در تخصیص منابع می‌شوند و در نهایت ارزش شرکت را ارتقاء می‌دهند (روساک-شیرکا و همکاران^{۱۲}، ۲۰۲۴).

مدیریت همزمان اطلاعات بازار، کارایی سرمایه‌گذاری و منابع مالی، چارچوبی یکپارچه فراهم می‌کند که امکان اتخاذ تصمیمات راهبردی دقیق، افزایش شفافیت و پاسخ‌دهی سریع به تغییرات محیط اقتصادی را میسر می‌سازد. این رویکرد، خلق ارزش پایدار و مستمر برای سهامداران و ذی‌نفعان را تضمین کرده و نقش مهمی در حفظ مزیت رقابتی و ارتقای جایگاه شرکت در بازار ایفا می‌کند. در محیط‌های پرنوسان و با اطلاعات ناقص، شرکت‌ها برای موفقیت بلندمدت نیازمند بازنگری مستمر در تصمیمات سرمایه‌گذاری و بهبود فرآیند یادگیری مدیریت از بازار هستند (کورزناک و همکاران^{۱۳}، ۲۰۲۱). وو و همکاران^{۱۴} (۲۰۲۳) نشان داده‌اند که انعطاف‌پذیری مالی ارزش شرکت و عملکرد مالی را بهبود می‌بخشد و اثر آن زمانی تقویت می‌شود که کارایی سرمایه‌گذاری و سازوکارهای حاکمیت شرکتی بالا باشند. بنابراین، فرضیه سوم به صورت زیر تدوین می‌گردد.

فرضیه سوم: کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد.

نقش میانجی کارایی سرمایه‌گذاری در رابطه بین یادگیری مدیریت از بازار و ارزش شرکت

ادبیات مالی رفتاری نشان می‌دهد که تأثیر یادگیری مدیریت از بازار بر ارزش شرکت

لزوماً مستقیم نیست و می‌تواند از طریق متغیرهای میانجی عملیاتی و رفتاری منتقل شود. در این چارچوب، کارایی سرمایه گذاری به عنوان یکی از مهم‌ترین کانال‌های غیرمستقیم، نقش میانجی را ایفا می‌کند. سازوکار میانجی به این صورت عمل می‌کند: نخست، مدیران از طریق تحلیل پیام‌های قیمتی و بازخورد سرمایه گذاران، دانش ضمنی بازار را استخراج می‌کنند (یادگیری). سپس، این دانش به اصلاح معیارهای تصمیم‌گیری سرمایه گذاری و تخصیص بهینه منابع منجر می‌شود (کارایی سرمایه گذاری). در نهایت، سرمایه گذاری‌های کارآمد از طریق افزایش جریان‌های نقدی آتی و کاهش ریسک، ارزش ذاتی و بازار شرکت را ارتقاء می‌دهند (ارزش شرکت). ناچ و روماسوکون (۲۰۲۴) نشان داده‌اند که کارایی سرمایه گذاری نقش میانجی داشته و عملکرد آن در تقویت رابطه بین دانش بازار و خلق ارزش اقتصادی شرکت اهمیت ویژه‌ای پیدا می‌کند. افزون بر این، ژنگ و همکاران (۲۰۲۵) نشان داده‌اند که ساختار حاکمیتی سهامداران از طریق کیفیت افشا و نظارت درونی بر ثبات مالی تأثیر می‌گذارد و این یافته به طور غیرمستقیم نقش میانجی متغیرهای عملیاتی مانند کارایی سرمایه گذاری را تأیید می‌کند. بر این اساس، فرضیه چهارم به صورت زیر تدوین می‌گردد.

فرضیه چهارم: کارایی سرمایه گذاری نقش میانجی در رابطه بین یادگیری مدیریت از بازار و ارزش شرکت دارد.

پیشینه

در این راستا پژوهش‌های متعددی به بررسی ابعاد مختلف یادگیری مدیریت از بازار، کارایی سرمایه گذاری و ارزش شرکت پرداخته‌اند. مرور نظام‌مند این پیشینه، ضمن شناسایی دستاوردهای موجود، شکاف‌های نظری و تجربی را آشکار می‌سازد و ضرورت انجام پژوهش در بازارهای نوظهور مانند ایران را نمایان می‌کند. در ادامه، ابتدا مطالعات بین‌المللی و سپس پژوهش‌های داخلی مرتبط با موضوع مرور می‌شود.

هی و همکاران^{۱۵} (۲۰۲۶) نشان دادند که مدیران با تحلیل بازخوردهای بازار، سرمایه گذاری در فناوری‌های نوظهور مانند هوش مصنوعی و فناوری‌های پاک را افزایش می‌دهند. به ویژه، واکنش مثبت بازار به طرح‌های سرمایه گذاری، اثر قابل توجهی بر

سرمایه‌گذاری واقعی دارد و این رابطه در شرایط ابهام و عدم قطعیت شدیدتر می‌شود. چن و اشمیر^{۱۶} (۲۰۲۵) دریافتند حضور سرمایه‌گذارانی که دغدغه‌های زیست‌محیطی و اجتماعی دارند، محتوای اطلاعاتی قیمت سهام را تغییر داده و جهت‌گیری تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران را تحت تأثیر قرار می‌دهد. از این منظر، تلفیق یادگیری مدیریتی با رویکردهای پایداری، مسیر نوینی برای خلق ارزش بنگاه‌ها ایجاد می‌کند.

علی‌اف و همکاران^{۱۷} (۲۰۲۵) دریافتند معاملات الگوریتمی تأمین‌کننده نقدینگی از طریق تقویت جریان اطلاعات در بازار، حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت سهام را افزایش داده و عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشد، اما معاملات الگوریتمی تقاضاکننده نقدینگی فرآیند یادگیری مدیران را مختل کرده و اثرات منفی بر جای می‌گذارد.

لئو و همکاران^{۱۸} (۲۰۲۵) با تحلیل محتوای جلسات تعاملی سرمایه‌گذاران در شرکت‌های چینی دریافتند اطلاعات ماهوی که سرمایه‌گذاران به مدیران منتقل می‌کنند، سرمایه‌گذاری ناکارآمد را به طور معناداری کاهش می‌دهد. این اثر در شرکت‌هایی که مدیران از توانایی بالاتری برخوردارند یا حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران در آن‌ها قوی‌تر است، چشمگیرتر می‌شود، در حالی که اعتماد به نفس افراطی مدیران و محدودیت‌های مالی، این اثر را تضعیف می‌کند. آنان همچنین نشان دادند سازوکار اصلی این تأثیر، یادگیری مدیریتی بوده و این فرآیند از طریق کاهش کم سرمایه‌گذاری صورت می‌پذیرد.

کای (۲۰۲۵) نشان داد نظام ارزیابی ارزش افزوده اقتصادی می‌تواند به عنوان ابزاری برای یادگیری مدیریت از بازار عمل کند. مدیران با بهره‌گیری از تحلیل نشانه‌های قیمتی و بازخورد بازار، منابع سرمایه‌ای را بهینه کرده و کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهند و از ورود به پروژه‌های کم‌بازده جلوگیری می‌کنند.

گائو و همکاران (۲۰۲۵) نشان دادند سرمایه‌گذاری ناکارآمد اثر منفی بر عملکرد شرکت دارد و این اثر در شرکت‌هایی با عملکرد بالای زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی^{۱۹} شدیدتر است. همچنین بنگاه‌های دولتی در مسیر گذار به پایداری، عملکرد بهتری نسبت به بنگاه‌های خصوصی دارند.

پوسیتاساری و مسلم^{۲۰} (۲۰۲۵) بیان کردند سیاست‌های مالیاتی، ویژگی‌های صنعت، فرصت‌های رشد و کارایی بازار سرمایه از عوامل تعیین‌کننده تصمیمات سرمایه‌گذاری هستند. ناکارایی بازار و سوگیری‌های رفتاری مدیران می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را

کاهش داده و ارزش شرکت را با افت مواجه سازد.

باغ و همکاران (۲۰۲۵) نشان دادند انعطاف‌پذیری مالی رابطه مثبتی با ریسک‌پذیری شرکت دارد و این رابطه در شرکت‌هایی با کارایی سرمایه‌گذاری بالاتر، تشدید می‌شود. این یافته بر اهمیت یادگیری مدیریت از بازار در کنار تخصیص بهینه منابع تأکید دارد. آرون و همکاران (۲۰۲۴) دریافتند افشای برنامه‌های سرمایه‌گذاری توسط شرکت‌های همتا، بازخوردهای اطلاعاتی مفیدی برای مدیران ایجاد کرده و حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت سهام را افزایش می‌دهد.

آئودی و یو^{۲۱} (۲۰۲۴) نشان دادند شرکت‌ها با تلفیق داده‌های بازار و مسئولیت اجتماعی شرکتی می‌توانند به خلق ارزش پایدار دست یابند. مدیرانی که از بازخورد بازار برای درک انتظارات اجتماعی بهره می‌برند، تصمیماتی اتخاذ می‌کنند که هم بازده کوتاه‌مدت و هم رشد بلندمدت را بهبود می‌بخشد.

اخباری و همکاران (۱۴۰۴) نشان دادند سرمایه اجتماعی هیئت مدیره تأثیر مثبت و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد؛ با افزایش سرمایه اجتماعی، رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران کاهش یافته و همکاری درون‌سازمانی افزایش می‌یابد.

محتشمیان و همکاران (۱۴۰۴) دریافتند کیفیت گزارشگری مالی، حاکمیت شرکتی، سطح افشاء و کیفیت حسابرسی اثر مثبتی بر کارایی سرمایه‌گذاری دارند، در حالی که مدیریت سود و اعتماد به نفس افراطی مدیران با کاهش کارایی سرمایه‌گذاری همراه است. همچنین ساختار سرمایه متعادل و مدیریت بهینه جریان‌های نقدی آزاد به بهبود تخصیص منابع کمک می‌کند.

طهمورثی و همکاران (۱۴۰۳) الگویی برای سنجش کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران ارائه دادند که شامل یازده متغیر معنادار از جمله سن شرکت، اندازه شرکت، اهرم مالی، رشد فروش، کیو توبین، بازده دارایی‌ها، نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها، نسبت نقدی و نقدشوندگی سهام است.

مشایخ و محرابی هشتچین (۱۴۰۳) نشان دادند تنها بعد اجتماعی عملکرد پایداری اثر مثبت بر عملکرد مالی دارد و کارایی سرمایه‌گذاری نقش میانجی معناداری در این رابطه ایفا نمی‌کند.

روش‌شناسی

پژوهش حاضر از نظر هدف، از نوع تحقیقات کاربردی است، زیرا نتایج آن می‌تواند برای مدیران شرکت‌ها، سرمایه‌گذاران و سیاست‌گذاران بازار سرمایه در جهت بهبود تصمیم‌گیری‌های مالی و سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار گیرد. از نظر روش اجرا، این پژوهش در دسته مطالعات توصیفی-همبستگی با طرح نیمه تجربی طبقه‌بندی می‌گردد. همچنین از نظر حوزه زمانی، پژوهش از نوع پس‌رویدادی (علی-مقایسه‌ای) می‌باشد، زیرا روابط بین متغیرها بر اساس داده‌های گذشته مورد تحلیل قرار گرفته است. برای آزمون روابط بین متغیرها، از روش مدل‌سازی معادلات ساختاری با رویکرد حداقل مربعات جزئی^{۲۲} استفاده گردیده است که امکان تحلیل همزمان تأثیرات مستقیم و غیرمستقیم میان سازه‌های پنهان و آشکار را فراهم می‌آورد.

گردآوری داده‌ها

در پژوهش حاضر، گردآوری داده‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از طریق روش میدانی انجام پذیرفته است. بدین منظور، داده‌های صورت‌های مالی، گزارش‌های سالانه و سایر اطلاعات مورد نیاز از منابع دست اولی نظیر لوح‌های فشرده اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، نرم‌افزار تخصصی ره‌آورد نوین و پایگاه اطلاع‌رسانی ناشران (کدال) استخراج گردیده است. روش میدانی یکی از روش‌های بنیادین گردآوری داده‌های اولیه و دست اول در پژوهش‌های تجربی محسوب می‌شود که در آن پژوهشگر به جای تکیه بر داده‌های از پیش گردآوری شده، مستقیماً به منابع واقعی و خام داده‌ها مراجعه نموده و اطلاعات مورد نیاز خود را استخراج می‌کند. همچنین، به منظور سازمان‌دهی، طبقه‌بندی و تلخیص داده‌های گردآوری شده، از نرم‌افزار اکسل استفاده گردید. در نهایت، برای آزمون فرضیه‌ها و تحلیل روابط بین متغیرها با رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری، از نرم‌افزار آماری اسمارت پی‌ال‌اس نسخه ۴ به کار گرفته شد.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تشکیل می‌دهد که در ابتدای دوره پژوهش بالغ بر ۴۱۲ شرکت بوده است. نمونه انتخابی با استفاده از روش حذف سیستماتیک و بر اساس اعمال معیارهای زیر تعیین گردیده است: اطلاعات مالی شرکت برای دوره زمانی پژوهش (۱۳۸۶ تا ۱۴۰۳) به طور کامل در دسترس

باشد، سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند ماه باشد، شرکت حداکثر تا تاریخ ۱۳۸۶/۰۱/۰۱ در بورس پذیرفته شده باشد و نام آن در طول دوره مورد بررسی حذف نگردیده باشد، شرکت در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداده باشد، مؤسسات مالی، شرکت‌های سرمایه گذاری و بانک‌ها به دلیل ماهیت متفاوت فعالیت از جامعه حذف گردیده‌اند، و شرکت وقفه معاملاتی بیشتر از شش ماه در طول دوره پژوهش نداشته باشد.

فرآیند گام به گام حذف سیستماتیک و نحوه دستیابی به نمونه نهایی در جدول ۱ ارائه شده است. بر این اساس، از میان ۴۱۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پس از حذف شرکت‌های مربوط به دوره پذیرش (۱۵۴ شرکت)، صنعت مالی (۲۷ شرکت)، سال مالی (۶۱ شرکت)، عدم معامله سهام (۱۷ شرکت) و نقص اطلاعات یا وقفه معاملاتی (۲۶ شرکت)، تعداد ۱۲۷ شرکت واجد شرایط شناسایی گردید. با توجه به دوره زمانی ۱۸ ساله پژوهش (۱۳۸۶ تا ۱۴۰۳)، داده‌ها به صورت تابلویی (پانل دیتا) و در مجموع ۲۲۸۶ داده سالیانه (سال-شرکت) (127×18) مورد بررسی قرار گرفته است. شایان ذکر است در محاسبه برخی متغیرها از اطلاعات سال ۱۳۸۵ نیز استفاده شده است. ترکیب شرکت‌های نمونه به تفکیک صنعت در جدول ۲ نمایش داده شده است.

جدول ۱. نحوه انتخاب نمونه

تعداد	شرح
۴۱۲	تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مطابق آخرین
(۱۵۴)	شرکت‌های پذیرفته شده پس از سال ۱۳۸۶
(۲۷)	شرکت‌های حاضر در صنعت بانک، بیمه، سرمایه‌گذاری و
(۶۱)	شرکت‌های دارای تغییر سال مالی/ پایان سال مالی اسفند نیست
۱۷۰	شرکت‌های حائز شرایط (از لحاظ معیارهای جامعه آماری)
(۱۷)	عدم معامله سهام شرکت در برخی از سال‌های دوره پژوهش (فاقد ارزش بازار)
(۲۶)	شرکت‌های فاقد اطلاعات کامل (نقص اطلاعات) یا وقفه معاملاتی بیشتر از شش
۱۲۷	شرکت‌های نمونه نهایی
۲۲۸۶ (۱۲۷) ×	تعداد کل مشاهدات (سال-شرکت) با توجه به دوره ۱۸ ساله پژوهش

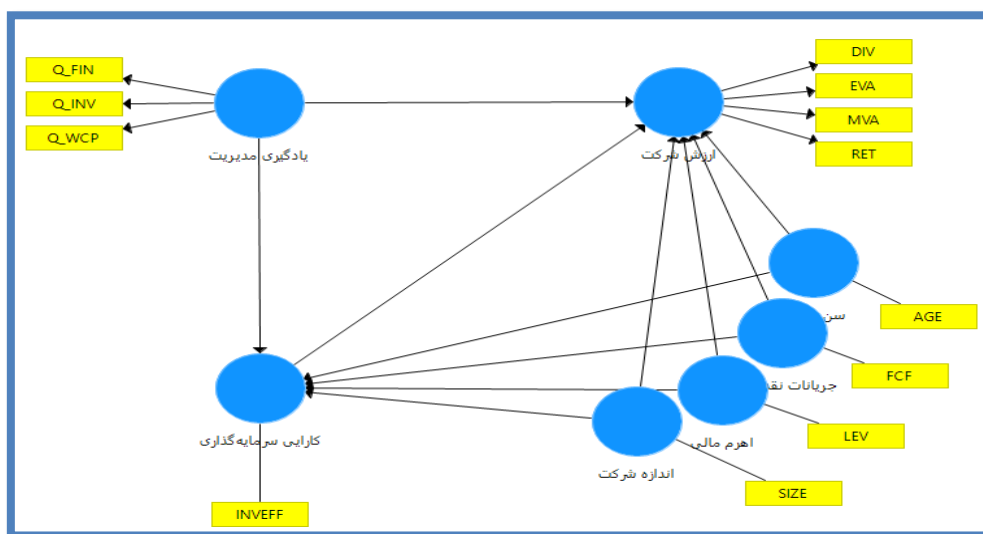
جدول ۲. شرکت‌های نمونه به تفکیک نوع صنعت

درصد	تعداد	تعداد شرکت‌های نمونه در
۱۸٪	۲۳	خودرو و قطعات
۱۲٪	۱۵	دارویی
۱۱٪	۱۴	سیمان، آهک و گچ
۹٪	۱۲	فلزات اساسی
۷٪	۹	شیمیایی
۶٪	۸	غذایی به جزء قند و شکر
۶٪	۸	ماشین‌آلات و تجهیزات
۵٪	۶	کانی غیر فلزی
۴٪	۵	استخراج کانه‌های فلزی
۴٪	۵	دستگاه‌های برقی
۴٪	۵	لاستیک و پلاستیک
۲٪	۳	کاشی و سرامیک
۲٪	۳	محصولات فلزی
۹٪	۱۱	سایر صنایع
۱۰۰٪	۱۲۷	جمع

مدل‌ها و متغیرها

مدل پژوهش مشتمل بر دو بخش اصلی است: بخش نخست، مدل اندازه‌گیری که به سنجش سازه‌های پنهان از طریق شاخص‌های قابل مشاهده می‌پردازد؛ و بخش دوم، مدل ساختاری که روابط علی بین سازه‌ها را ارزیابی می‌کند. ارزیابی مدل در سه گام شامل بررسی پایایی و روایی ابزارها، برازش مدل ساختاری و سنجش برازش کلی مدل انجام پذیرفته است. در این چارچوب، یادگیری مدیریت از بازار از طریق حساسیت تصمیمات سرمایه‌گذاری، سرمایه در گردش و تأمین مالی نسبت به شاخص کیو توین سنجیده شده، کارایی سرمایه‌گذاری بر مبنای مدل ریچاردسون (۲۰۰۶) اندازه‌گیری گردیده و ارزش شرکت نیز با ترکیبی از شاخص‌های بازده سهام، سود تقسیمی، ارزش افزوده اقتصادی^{۲۳} و ارزش افزوده بازار^{۲۴} محاسبه شده است. همچنین متغیرهای اندازه شرکت، سن شرکت، اهرم مالی و جریان نقدی آزاد به عنوان عوامل کنترلی در مدل لحاظ گردیده‌اند.

شکل ۱. مدل مفهومی



متغیر وابسته

متغیر وابسته در پژوهش حاضر، ارزش شرکت می‌باشد. به منظور اندازه‌گیری این متغیر، از چندین معیار متفاوت بهره‌گیری شده است که در ادامه به تشریح هر یک پرداخته می‌شود.

بازده سهام

بازده سهام عبارت است از مجموع مزایا و منافی که در طی یک دوره زمانی مشخص (که معمولاً یک سال مالی در نظر گرفته می‌شود) به یک سهم تعلق می‌گیرد و این بازده نسبت به قیمت سهم در ابتدای آن دوره محاسبه می‌گردد (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳).

$$R_{it} = \frac{(1 + \alpha_{it}) \times P_{it} - P_{i(t-1)} + D_{it} - M}{P_{i(t-1)}}$$

در رابطه فوق، R_{it} بیانگر بازده سهام شرکت i در دوره زمانی t می‌باشد. P_{it} معرف قیمت سهام همان شرکت در دوره t است. D_{it} نشان‌دهنده سود تقسیمی پرداختی شرکت i در دوره t می‌باشد. M نیز معرف آورده نقدی سهامداران شرکت است. در نهایت، α_{it} بیانگر نسبت افزایش سرمایه شرکت i در دوره t می‌باشد.

بازده سود تقسیمی

یکی از معیارهای کلیدی برای ارزیابی میزان ارزش آفرینی برای سهامداران، نسبت سود تقسیمی به ارزش بازار سهام می‌باشد. این نسبت مشخص می‌کند که سرمایه‌گذار در ازای خرید هر سهم، چه درصدی از قیمت پرداختی خود را به صورت بازده نقدی (یعنی سود تقسیمی) دریافت خواهد نمود. به طور معمول، شرکت‌هایی که از نسبت سود تقسیمی بالاتری برخوردارند، در نگاه سرمایه‌گذاران از جریان‌های نقدی باثبات‌تر و سودآوری قابل اتکاتری برخوردار محسوب می‌شوند. این مسئله در شکل‌دهی به انتظارات بازار نسبت به آینده شرکت و همچنین فرآیند قیمت‌گذاری سهام آن نقشی تعیین‌کننده ایفا می‌کند. در پژوهش حاضر، نسبت سود تقسیمی به ارزش بازار به عنوان یکی از شاخص‌های سنجش عملکرد و ارزش آفرینی شرکت‌ها مدنظر قرار گرفته است.

ارزش افزوده بازار

این شاخص، اختلاف موجود بین ارزش بازار شرکت و سرمایه ثبت شده در دفاتر حسابداری را نشان می‌دهد و بیانگر میزان ارزش مضاعفی است که بازار فراتر از سرمایه رسمی ثبت شده برای بنگاه قائل می‌شود. به عبارت دیگر، هر چه مقدار این تفاوت بیشتر باشد، حاکی از اعتماد و انتظارات بالاتر سرمایه‌گذاران نسبت به عملکرد جاری و چشم‌انداز آتی شرکت خواهد بود. نحوه محاسبه این شاخص بدین صورت است که ابتدا مجموع ارزش بازار سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها محاسبه شده، سپس ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام از آن کسر می‌گردد و در نهایت لگاریتم عدد حاصل محاسبه می‌شود.

ارزش افزوده اقتصادی

بر اساس تعریف ارزش افزوده اقتصادی که با عنوان سود باقیمانده^{۲۵} نیز شناخته می‌شود، هرگاه نرخ بازده حاصل از سرمایه به کاررفته از نرخ هزینه سرمایه فراتر رود، برای شرکت ارزش ایجاد می‌گردد. به عبارت دیگر، یک شرکت زمانی واقعاً سودآور محسوب می‌شود که درآمدهای آن بیش از هزینه فرصت سرمایه به کاررفته باشد. این مفهوم بر این نکته تأکید دارد که افزایش ثروت سهامداران در گرو آن است که مدیران در فرآیند تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری، تنها آن دسته از طرح‌هایی را انتخاب نمایند که خالص ارزش فعلی مثبتی دارند (دلشاد و لطفی، ۱۴۰۴).

$$EVA = (ROIC - WACC) * CAPITAL \quad \text{رابطه (۱)}$$

$$WACC = K_d \left(\frac{D}{D+E} \right) + K_e \left(\frac{E}{D+E} \right) * (1 - t) \quad \text{رابطه (۲)}$$

$$K_{e,i,t} = R_{f,t} + \beta_1 \overline{(R_m - R_f)}_t + \beta_2 \overline{SMB}_t + \beta_3 \overline{HML}_t \quad \text{رابطه (۳)}$$

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_1 (R_{m,t} - R_{f,t}) + \beta_2 SMB_{it} + \beta_3 HML_{it} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۴)}$$

متغیر ROIC نشان‌دهنده نرخ بازده سرمایه به کار گرفته شده است که از طریق تقسیم سود عملیاتی پس از کسر مالیات بر ارزش دفتری سرمایه به کاررفته (که حاصل جمع حقوق صاحبان سهام و بدهی‌ها می‌باشد) محاسبه می‌گردد. $WACC_t$ نیز معرف میانگین موزون هزینه سرمایه شرکت است. K_d بیانگر هزینه سرمایه ناشی از بدهی بوده و از نسبت هزینه بهره به کل بدهی‌های شرکت به دست می‌آید. D معرف مجموع بدهی‌های شرکت و E نشان‌دهنده ارزش بازار سهام یا سرمایه سهامداران می‌باشد. K_e نیز هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام است که بر اساس نرخ بازده مورد انتظار سهامداران و با بهره‌گیری از مدل سه عاملی فاما و فرنچ^{۲۶} (۱۹۹۳) محاسبه می‌شود. در نهایت، $CAPITAL$ بیانگر خالص ارزش دارایی‌های شرکت است. برای رعایت هم‌مقیاسی میان شرکت‌های نمونه، عدد حاصل از رابطه ۴ بر کل دارایی‌های شرکت تقسیم گردیده است.

متغیرهای مستقل

متغیر مستقل در پژوهش حاضر، مفهوم یادگیری مدیریت از بازار است. این مفهوم به فرآیندی اطلاق می‌شود که در آن مدیران سازمان از طریق پایش، واکاوی و رمزگشایی پیام‌های قیمتی و داده‌های نهفته در بازار سرمایه، به درکی جمعی از دیدگاه سرمایه‌گذاران نسبت به فرصت‌ها و مخاطرات پیش‌روی شرکت دست می‌یابند و از این بازخوردها در جهت‌دهی به تصمیمات راهبردی خود، به ویژه در زمینه سرمایه‌گذاری، بهره می‌برند. یادگیری مدیریت از بازار در حقیقت بازتابی از کارکرد اطلاعاتی بازار است که می‌تواند صحت و کارایی تصمیمات مدیریتی را ارتقاء بخشد. برای سنجش این متغیر، از معیارهای زیر استفاده شده است (برد و همکاران، ۲۰۲۱).

حساسیت سرمایه‌گذاری به کیو توین

$$\text{inv}_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Q_{i,t} + \beta_1 X_{i,t} + \text{industry FE} + \text{Year FE} + \varepsilon_{i,t}$$

رابطه (۵)

متغیر $\text{inv}_{i,t+1}$ بیانگر نسبت مخارج سرمایه‌ای شرکت در سال $t+1$ به کل دارایی‌های شرکت می‌باشد. متغیر $Q_{i,t}$ نیز معرف شاخص کیو توین است که از طریق نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری آن محاسبه می‌گردد. $X_{i,t}$ نشان‌دهنده مجموعه متغیرهای کنترلی مدل است که عبارتند از: اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها)، اهرم مالی (نسبت بدهی‌ها به کل دارایی‌ها)، جریان‌های نقدی (نسبت جریان نقدی عملیاتی به کل دارایی‌ها) و سودآوری (نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها). همچنین industry FE و Year FE به ترتیب بیانگر اثرات ثابت مربوط به نوع صنعت و اثرات ثابت مربوط به سال هستند. در این چارچوب، چنانچه ضریب α_1 مثبت و از نظر آماری معنادار باشد، نشان‌دهنده آن است که مدیران از نشانه‌های قیمتی موجود در بازار برای اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری خود یاد می‌گیرند و بازخوردهای حاصل از بازار، نقشی اطلاعاتی و مؤثر در رفتار سرمایه‌گذاری ایفا می‌کند (آرون و همکاران، ۲۰۲۴).

حساسیت سرمایه در گردش به کیو توین

$$\Delta WC_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Q_{i,t} + \beta_1 X_{i,t} + \text{industry FE} + \text{Year FE} + \varepsilon_{i,t}$$

رابطه (۶)

متغیر $\Delta WC_{i,t+1}$ نشان‌دهنده میزان تغییرات سرمایه در گردش شرکت در سال جاری نسبت به سال گذشته است و از طریق نسبت اختلاف بین تغییرات دارایی‌های جاری و تغییرات بدهی‌های

جاری به جمع دارایی‌ها محاسبه می‌شود. در مدل اشاره شده، ضریب α_1 میزان حساسیت شاخص کیو توین نسبت به نوسانات سرمایه در گردش را نشان می‌دهد و بیانگر توانایی مدیران در یادگیری از بازار برای تخصیص بهینه منابع جاری می‌باشد. به این معنا که اگر مدیران بتوانند از بازخوردهای موجود در بازار بهره‌گیری کنند، تغییرات ایجاد شده در اقلامی نظیر موجودی کالا، حساب‌های دریافتی و پرداختی و سایر اجزای سرمایه در گردش با جهت‌گیری شاخص کیو توین همسو خواهد بود (آلمیدا و کامپلو^{۳۷}، ۲۰۰۷).

حساسیت تأمین مالی به کیو توین

$$\text{Finance}_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Q_{i,t} + \beta_i X_{i,t} + \text{industry FE} + \text{Year FE} + \varepsilon_{i,t}$$

رابطه (۷)

متغیر $\text{Finance}_{i,t+1}$ بیانگر خالص تأمین مالی شرکت از طریق بدهی یا سرمایه است و از طریق نسبت خالص تغییرات ایجاد شده در بدهی‌های بلندمدت و سرمایه به جمع دارایی‌های شرکت محاسبه می‌گردد. در این الگو، ضریب α_1 نشان‌دهنده میزان حساسیت شاخص کیو توین نسبت به نوع تأمین مالی مورد استفاده شرکت می‌باشد. به عبارت دیگر، مدیران با بهره‌گیری از فرآیند یادگیری از بازار، اقدام به زمان‌بندی انتشار سهام یا اخذ تأمین مالی از طریق بدهی می‌نمایند به گونه‌ای که این تصمیمات با علامت‌های قیمتی موجود در بازار هماهنگی داشته باشد (چن و همکاران، ۲۰۱۵).

متغیر میانجی

در پژوهش حاضر، کارایی سرمایه گذاری به عنوان متغیری در نظر گرفته شده که نقش واسطه‌ای را در رابطه بین یادگیری مدیریت از بازار و ارزش شرکت ایفا می‌کند و سازوکاری را تبیین می‌نماید که از طریق آن، تأثیر یادگیری مدیریت بر ارزش شرکت منتقل می‌گردد. کارایی سرمایه گذاری به توانایی بنگاه در تخصیص بهینه وجوه به پروژه‌هایی اطلاق می‌شود که خالص ارزش فعلی مثبت دارند و همزمان از ورود به پروژه‌های با ارزش فعلی منفی اجتناب می‌کند (بیدل و همکاران^{۳۸}، ۲۰۰۹). ناکارآمدی در سرمایه گذاری معمولاً در دو شکل بیش سرمایه گذاری (سرمایه گذاری بیش از حد در پروژه‌های زیان‌ده) و کم سرمایه گذاری (صرف نظر از پروژه‌های سودآور) بروز می‌یابد. به منظور سنجش این متغیر، از مدل ریچاردسون^{۳۹} (۲۰۰۶) بهره‌گیری شده است. در این مدل، تفاوت میان سطح سرمایه گذاری تحقق یافته و سطح مورد انتظار آن، به عنوان شاخصی

برای اندازه‌گیری عدم کارایی سرمایه‌گذاری تلقی می‌گردد.

$$INV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{i,t-1} + \alpha_2 CF_{i,t-1} + \alpha_3 Lev_{i,t-1} + \alpha_4 Size_{i,t-1} + \alpha_5 Age_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۸)}$$

بر اساس رابطه ۸، متغیر $INV_{i,t}$ نشان‌دهنده میزان سرمایه‌گذاری شرکت i در سال t بوده که از طریق نسبت مجموع تغییرات دارایی‌های ثابت و سرمایه در گردش به کل دارایی‌ها محاسبه می‌گردد. متغیر $Growth_{i,t-1}$ بیانگر نرخ رشد فروش شرکت در سال قبل است. $CF_{i,t-1}$ معرف جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی در سال پیشین می‌باشد. $Lev_{i,t-1}$ نیز اهرم مالی شرکت را نشان می‌دهد که از نسبت بدهی‌ها به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود. $Size_{i,t-1}$ به اندازه شرکت اشاره دارد که با استفاده از لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها سنجیده می‌شود. در نهایت، $Age_{i,t-1}$ سن شرکت را نشان می‌دهد که از طریق لگاریتم سن شرکت از زمان تأسیس محاسبه می‌گردد. در این روش، کارایی سرمایه‌گذاری به صورت معکوس قدر مطلق خطای پیش‌بینی مدل (یعنی $\varepsilon_{i,t}$) اندازه‌گیری می‌شود؛ به این ترتیب که قدر مطلق خطای پیش‌بینی مدل در عدد ۱- ضرب می‌گردد تا مقدار کارایی به دست آید. این نسخه همه مفاهیم نسخه اصلی را حفظ کرده، اما ساختار زبانی و نحوه بیان را تغییر داده است.

متغیرهای کنترلی

به منظور خنثی‌سازی تأثیر عوامل بیرونی و نیز افزایش دقت برآوردهای مدل، در نظر گرفتن متغیرهای کنترلی در پژوهش‌های مالی امری اجتناب‌ناپذیر است. در پژوهش حاضر، چهار متغیر کنترلی اصلی در نظر گرفته شده است. نخست، اندازه شرکت که بنگاه‌های بزرگ‌تر به دلیل برخورداری از منابع مالی و اطلاعاتی گسترده‌تر، معمولاً با محدودیت‌های مالی کمتری روبرو هستند؛ این متغیر با استفاده از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها محاسبه گردیده است. دوم، سن شرکت که هرچه بنگاه‌ها قدیمی‌تر باشند، تجربه و ثبات بیشتری داشته و این امر می‌تواند به تصمیم‌گیری دقیق‌تر و در نتیجه بهبود کارایی سرمایه‌گذاری و افزایش ارزش شرکت بینجامد (تیتمن و وسلز، ۱۹۸۸)؛ سنجش این متغیر از طریق لگاریتم سن شرکت از زمان تأسیس صورت پذیرفته است. سوم، اهرم مالی که ساختار سرمایه تأثیر مستقیمی بر رفتار سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت دارد؛ اهرم مالی بالا اگرچه می‌تواند از

یادگیری مدیریت از بازار و کارایی سرمایه گذاری: گذر از نشانه‌های قیمتی تا خلق پایدار و... ۱۲۳

بروز بیش سرمایه گذاری جلوگیری نماید، اما در عین حال ریسک مالی بنگاه را افزایش می‌دهد و این متغیر از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها استخراج شده است. چهارم، جریان‌های نقدی آزاد که بر اساس نظریه نمایندگی، وجود جریان نقدی آزاد بالا ممکن است مدیران را به سمت سرمایه گذاری‌های غیربهره‌ساز سوق دهد، اما در شرایطی که نظارت کافی وجود داشته باشد، می‌تواند به افزایش ارزش شرکت کمک کند؛ این متغیر نیز از نسبت جریان نقدی آزاد (حاصل تفریق مخارج سرمایه‌ای از جریان نقدی عملیاتی) به کل دارایی‌ها محاسبه شده است. به کارگیری این متغیرها در مدل پژوهش، به کنترل تفاوت‌های ساختاری میان شرکت‌ها یاری رسانده و اعتبار تجربی و نظری نتایج را افزایش می‌دهد (جنسن^۳، ۱۹۸۶).

تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها

آمار توصیفی و جداول فراوانی

برای توصیف داده‌های این پژوهش، از شاخص‌های مرکزی نظیر میانگین و میانه و همچنین شاخص‌های پراکندگی همچون انحراف معیار استفاده شده است. به منظور افزایش دقت تخمین‌ها، داده‌های دورافتاده موجود در برخی از متغیرها با به کارگیری تکنیک وینسورایز شناسایی و حذف یا تعدیل شده‌اند. نتایج آزمون نرمال بودن توزیع نشان می‌دهد که متغیرهای وابسته از توزیعی نسبتاً نرمال برخوردارند. اگرچه در روش معادلات ساختاری، نرمال بودن داده‌ها شرط الزامی به شمار نمی‌رود، اما بررسی آن می‌تواند به اطمینان بیشتر در تفسیر نتایج و ارزیابی برازش مدل کمک کند.

جدول ۳. آمار توصیفی متغیرهای اصلی

بیشینه	کمینه	انحراف معیار	میانه	میانگین	تعداد نمونه	متغیرهای پژوهش	
						نماد	عنوان
۳/۷۹۰	-۰/۴۳۰	۱/۰۲۲	۰/۲۴۳	۰/۵۷۸	۲۲۸۶	RET	بازده سهام
۰/۲۴۰	۰/۰۰۰	۰/۰۷۳	۰/۰۵۵	۰/۰۷۵	۲۲۸۶	DIV	بازده سود تقسیمی
۸/۴۷۰	۴/۹۲۰	۰/۸۷۸	۶/۳۷۲	۶/۴۹۴	۲۲۸۶	MVA	ارزش افزوده بازار
۰/۱۰۰	-۰/۵۴۰	۰/۱۵۲	-۰/۱۰۲	-۰/۱۴۲	۲۲۸۶	EVA	ارزش افزوده اقتصادی
۰/۰۴۰	-۰/۰۴۰	۰/۰۱۴	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۲۲۸۶	Q_INV	حساسیت سرمایه -

۰/۱۳۰	-۰/۰۶۰	۰/۰۴۳	۰/۰۱۲	۰/۰۲۱	۲۲۸۶	Q_WCP	حساسیت سرمایه در
۰/۱۴۰	-۰/۰۵۰	۰/۰۴۲	۰/۰۰۱	۰/۰۰۹	۲۲۸۶	Q_FIN	حساسیت تأمین مالی به
-۰/۰۱۰	-۰/۰۶۲۰	۰/۱۴۷	-۰/۱۳۱	-۰/۱۷۰	۲۲۸۶	INVEFF	کارایی سرمایه‌گذاری
۱/۸۶۰	۰/۷۰۰	۰/۱۷۹	۱/۵۹۱	۱/۵۶۱	۲۲۸۶	AGE	سن شرکت
۰/۴۴۰	-۰/۱۹۰	۰/۱۲۸	۰/۰۶۶	۰/۰۸۴	۲۲۸۶	FCF	جریان‌ات نقدی آزاد
۰/۹۱۰	۰/۱۹۰	۰/۱۹۶	۰/۵۶۷	۰/۵۵۸	۲۲۸۶	LEV	اهرم مالی
۹/۵۱۰	۴/۲۹۰	۰/۸۰۱	۶/۲۶۸	۶/۳۸۱	۲۲۸۶	SIZE	اندازه شرکت

بر اساس اطلاعات مندرج در جدول ۳، تعداد مشاهدات برای تمامی متغیرهای پژوهش برابر با ۲۲۸۶ می‌باشد که حاصل ضرب ۱۲۷ شرکت در ۱۸ سال دوره پژوهش (۱۳۸۶ تا ۱۴۰۳) است و نشان‌دهنده ساختار داده‌های تابلویی متوازن در این پژوهش است. میانگین بازده سالانه سهام شرکت‌های مورد بررسی معادل ۰/۵۷۸ (حدود ۵۸ درصد) محاسبه شده است که این میزان بازدهی نسبتاً بالا را می‌توان به رشد قابل توجه قیمت سهام در سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ نسبت داد. همچنین، میانگین نسبت سود تقسیمی به ارزش بازار، ۰/۰۷۵ گزارش شده که حاکی از آن است که شرکت‌های نمونه به طور متوسط سالانه ۷/۵ درصد از ارزش بازار خود را به صورت سود نقدی میان سهامداران توزیع نموده‌اند. میانگین ارزش افزوده بازار معادل ۶/۴۹۴ به دست آمده است؛ هرچه این مقدار بالاتر باشد، نشان‌دهنده ارزش‌گذاری مطلوب‌تر شرکت‌ها از دیدگاه فعالان بازار سرمایه خواهد بود. در نقطه مقابل، میانگین ارزش افزوده اقتصادی در شرکت‌های نمونه منفی و برابر با ۰/۱۴۲- است. این مقدار منفی بیانگر این واقعیت است که به طور متوسط، شرکت‌های مورد بررسی نتوانسته‌اند نرخ فراتر از هزینه سرمایه خود بازدهی ایجاد نمایند. به عبارت دیگر، ارزش اقتصادی خلق شده برای سهامداران در سطحی پایین‌تر از هزینه فرصت سرمایه قرار داشته است. این پدیده می‌تواند ریشه در عواملی نظیر ساختار هزینه‌های بالا، بهره‌وری ناکارآمد دارایی‌ها، تورم مزمن و هزینه سرمایه نسبتاً بالا در بازار سرمایه ایران داشته باشد. متغیر یادگیری مدیریت از بازار با استفاده از سه معیار حساسیت سرمایه‌گذاری، حساسیت سرمایه در گردش و حساسیت تأمین مالی به شاخص کیو توین سنجیده شده است. میانگین این سه معیار به ترتیب برابر با ۰/۰۰۱، ۰/۰۲۱ و ۰/۰۰۹ است. هرچه این مقادیر مثبت و بزرگتر باشند، نشان‌دهنده

یادگیری مدیریت از بازار و کارایی سرمایه گذاری: گذر از نشانه‌های قیمتی تا خلق پایدار و... ۱۲۵

یادگیری بیشتر مدیران از علائم بازار خواهد بود. میانگین کارایی سرمایه گذاری معادل $0/170$ - به دست آمده است. لازم به توضیح است که هرچه این مقدار از نظر جبری بزرگتر باشد (یعنی به صفر نزدیک‌تر شود)، بیانگر کارایی بالاتر شرکت در تخصیص منابع سرمایه‌ای است. میانگین اهرم مالی شرکت‌های نمونه معادل $0/558$ است که حاکی از تأمین بیش از 55 درصد از منابع مالی از طریق بدهی و استقراض می‌باشد. نسبت جریان نقدی آزاد نیز $0/084$ محاسبه شده که نشان می‌دهد جریان‌های نقدی عملیاتی مازاد بر مخارج سرمایه‌ای در شرکت‌های نمونه، به طور متوسط نزدیک به 8 درصد کل دارایی‌ها بوده است. همچنین، دامنه تغییرات متغیرها نشان از پراکندگی قابل توجه در برخی شاخص‌ها دارد؛ به عنوان مثال، بازده سهام از منفی 43 درصد تا مثبت 379 درصد و ارزش افزوده اقتصادی از منفی 54 درصد تا مثبت 10 درصد در نوسان بوده است که حاکی از ناهمگونی بالای شرکت‌های نمونه از نظر عملکرد مالی و کارایی سرمایه گذاری می‌باشد.

برازش مدل اندازه‌گیری

ارزیابی مدل اندازه‌گیری در این پژوهش به تحلیل پایایی و روایی سازه‌های پنهان اختصاص دارد. مطابق با رویکرد فورنل و لارکر^{۳۲} (۱۹۸۱)، برای سنجش پایایی از دو شاخص بارهای عاملی و پایایی ترکیبی استفاده شده است. بارهای عاملی که میزان همبستگی هر معرف با سازه مربوطه را نشان می‌دهد، باید مقداری بالاتر از $0/4$ داشته باشد؛ در غیر این صورت، آن معرف از مدل حذف می‌گردد. همچنین، پایایی ترکیبی با مقادیر بالاتر از $0/7$ نشان‌دهنده سازگاری درونی مطلوب معرف‌های هر سازه است (داوری و رضازاده، ۱۳۹۶). بر این اساس، در پژوهش حاضر، تمامی سازه‌های پنهان از جنبه پایایی شاخص‌ها و پایایی ترکیبی مورد بررسی قرار گرفته‌اند.

جدول ۴. نتایج برازش مدل اندازه‌گیری

سازه	معرف	بار عاملی	ضریب پایایی ترکیب (CR)	میانگین واریانس استخراجی (AVE)
ارزش شرکت	DIV	$0/284$	$0/775$	$0/665$
	EVA	$0/700$		
	MVA	$0/915$		

		۰/۲۹۲	RET	
۰/۶۳۰	۰/۷۶۴	۰/۱۳۷ ۰/۵۸۹ ۰/۹۴۰	Q_FIN Q_INV Q_WCP	یادگیری مدیریت
۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	INVEFF	کارایی سرمایه‌گذاری

مطابق جدول ۴، برخی از معرف‌های سازه‌های مدل اندازه‌گیری از بار عاملی کمتر از آستانه قابل قبول ۰/۴ برخوردارند. این معرف‌ها عبارتند از: بازده سود تقسیمی، بازده سهام و حساسیت تأمین مالی به کیو توین. به منظور ارتقای کیفیت برازش مدل، این سه شاخص از فرآیند تحلیل حذف گردیدند و متعاقباً شاخص‌های پایایی مجدداً محاسبه شدند. مقادیر به‌دست‌آمده برای ضریب پایایی ترکیبی در تمامی سازه‌های مدل بالاتر از ۰/۶ می‌باشد که تأیید‌کننده قابلیت اطمینان درونی ابزارهای سنجش است.

شایان ذکر است برای سازه‌هایی که تنها دارای یک معرف بودند، مقادیر بار عاملی و پایایی ترکیبی برابر با ۱ در نظر گرفته شده است. پس از تأیید پایایی، نوبت به ارزیابی روایی همگرا و روایی واگرا رسید. برای سنجش روایی همگرا از شاخص میانگین واریانس استخراجی (AVE) استفاده گردید. مقادیر محاسبه شده برای تمامی سازه‌های پنهان پژوهش بیشتر از ۰/۵ بوده که حاکی از روایی همگرای مطلوب آن‌هاست. در سازه‌های تک‌معرف نیز مقدار AVE برابر با ۱ می‌باشد. در گام بعدی، روایی واگرا مورد بررسی قرار گرفت. بدین منظور، جذر مقادیر AVE هر سازه با ضرایب همبستگی بین سازه‌های مختلف مقایسه شد.

نتایج این مقایسه نشان داد که جذر AVE برای هر سازه از ضرایب همبستگی آن سازه با سایر سازه‌ها بزرگتر یا مساوی است. لذا می‌توان استدلال کرد هر سازه ارتباط بیشتری با معرف‌های خود نسبت به سایر سازه‌ها دارد و روایی واگرایی مدل اندازه‌گیری تأیید می‌شود. در مورد سازه‌های تک‌معرف، با توجه به برابری مقدار AVE با عدد یک، جذر AVE در قطر اصلی ماتریس نیز برابر با عدد یک خواهد بود.

جدول ۵. نتایج ماتریس سنجش روایی واگرا

سازه‌ها	(۱)	(۲)	(۳)	(۴)	(۵)	(۶)	(۷)
(۱) ارزش شرکت	۰/۸۱۵						
(۲) اندازه شرکت	۰/۸۱۵	۱					
(۳) اهرم مالی	-۰/۳۵۹	-۰/۱۱۱	۱				
(۴) جریانات نقدی آزاد	۰/۰۳۱	۰/۰۲۸	-۰/۲۴۳	۱			
(۵) سن شرکت	۰/۲۹۶	۰/۲۳۶	-۰/۱۱۰	-۰/۰۳۳	۱		
(۶) کارایی سرمایه گذاری	-۰/۱۴۹	-۰/۱۰۸	۰/۱۴۵	۰/۰۳۳	-۰/۱۲۰	۱	
(۷) یادگیری مدیریت	۰/۰۸۵	۰/۱۴۷	-۰/۰۲۳	۰/۰۱۲	-۰/۰۹۹	۰/۰۰۶	۰/۷۹۴

برآزش مدل ساختاری

همبستگی بین سازه‌های ارزش شرکت و اندازه شرکت برابر با ۰/۸۱۵ است. اگرچه این مقدار نسبتاً بالا می‌باشد و می‌تواند نشان‌دهنده همخطی بالقوه بین این دو سازه باشد، اما به دلیل ماهیت بازتابی مدل اندازه‌گیری و همچنین تأیید روایی واگرا (چرا که جذر AVE هر سازه از همبستگی آن با سایر سازه‌ها بزرگتر است)، این مسئله در مدل پژوهش مشکلی جدی ایجاد نمی‌کند.

دومین مرحله ارزیابی مدل معادلات ساختاری است که روابط میان سازه‌های پنهان پژوهش را تبیین می‌کند. برخلاف مدل اندازه‌گیری، در این بخش به متغیرهای آشکار پرداخته نمی‌شود، بلکه تمرکز بر بررسی ارتباط بین متغیرهای پنهان و آزمون فرضیه‌ها است. میزان توضیح‌دهندگی متغیرهای مستقل برای متغیر وابسته بوده و به ترتیب مقادیر ۰/۱۹، ۰/۳۳ و ۰/۶۷ به عنوان ملاک ضعیف، متوسط و قوی در نظر گرفته می‌شوند (داوری و رضازاده، ۱۳۹۶).

نتایج پژوهش حاضر نشان می‌دهد که مقدار R^2 برای کارایی سرمایه‌گذاری برابر با ۰/۰۴۱ و برای ارزش شرکت برابر با ۰/۷۷۱ است. این نتایج بیانگر آن است که مدل پژوهش در تبیین تغییرات کارایی سرمایه‌گذاری قدرت پیش‌بینی ضعیفی دارد، اما در تبیین تغییرات ارزش شرکت از قدرت پیش‌بینی قوی برخوردار است. دومین شاخص برای ارزیابی برآزش مدل ساختاری، مقدار Q^2 متغیر(های) درون‌زای مدل است که میزان توان پیش‌بینی مدل در رابطه با متغیرهای درون‌زا را نشان می‌دهد. مطابق معیارهای ارائه شده، مقادیر ۰/۰۲، ۰/۱۵ و ۰/۳۵ به ترتیب بیانگر قدرت پیش‌بینی ضعیف، متوسط و قوی هستند (آشتاب و دهقان، ۱۴۰۲). نتایج حاصل از پژوهش حاضر نشان می‌دهد که مقدار Q^2 برای

کارایی سرمایه‌گذاری برابر با ۰/۰۳۷ (قدرت پیش‌بینی ضعیف) و برای ارزش شرکت برابر با ۰/۴۷۸ (قدرت پیش‌بینی قوی) است. بنابراین به طور کلی، یافته‌ها نشان می‌دهد که مدل پژوهش از برازش ساختاری مناسبی برخوردار است و توانسته است روابط بین سازه‌های اصلی به‌ویژه در ارتباط با ارزش شرکت را به‌خوبی تبیین نماید.

دومین مرحله از فرآیند مدل‌سازی معادلات ساختاری، به ارزیابی مدل ساختاری اختصاص دارد که روابط علی میان سازه‌های پنهان پژوهش را تبیین می‌کند. در این مرحله، برخلاف مدل اندازه‌گیری که به متغیرهای آشکار توجه دارد، تمرکز اصلی بر بررسی ارتباطات بین متغیرهای پنهان و آزمون فرضیه‌های تحقیق معطوف می‌شود. ضریب تعیین نشان‌دهنده میزان توضیح‌دهندگی متغیرهای مستقل برای متغیر وابسته بوده و بر اساس معیارهای ارائه شده توسط داوری و رضازاده (۱۳۹۶)، مقادیر ۰/۱۹، ۰/۳۳ و ۰/۶۷ به ترتیب به عنوان سطوح ضعیف، متوسط و قوی تلقی می‌گردند.

جدول ۶: نتایج برازش مدل ساختاری

متغیر درون‌زای مدل ساختاری	R2	SSE	SSO	$Q^2 = (1 - SSE/SSO)$
کارایی سرمایه‌گذاری	۰/۰۴۱	۲۲۰۱	۲۲۸۶	۰/۰۳۷
ارزش شرکت	۰/۷۷۱	۲۳۸۶	۴۵۷۲	۰/۴۷۸

همانگونه که در جدول ۶ مشاهده می‌گردد، مقدار ضریب تعیین برای متغیر کارایی سرمایه‌گذاری به میزان ۰/۰۴۱ برآورد شده است، در حالی که این ضریب برای متغیر ارزش شرکت برابر با ۰/۷۷۱ می‌باشد. این ارقام حاکی از آن است که مدل مفهومی پژوهش، توانایی محدودی در پیش‌بینی تغییرات کارایی سرمایه‌گذاری دارد، اما در مقابل، از قدرت تبیین‌کنندگی بسیار بالایی برای متغیر ارزش شرکت برخوردار است. شاخص دیگری که برای ارزیابی برازش مدل ساختاری به کار می‌رود، مقدار Q^2 است که نشان‌دهنده توان پیش‌بینی مدل برای متغیرهای درون‌زا می‌باشد. بر اساس معیارهای ارائه شده توسط آشتاب و دهقان (۱۴۰۲)، مقادیر ۰/۰۲، ۰/۱۵ و ۰/۳۵ به ترتیب معرف قدرت پیش‌بینی ضعیف، متوسط و قوی هستند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که شاخص Q^2 برای کارایی سرمایه‌گذاری معادل ۰/۰۳۷ (در سطح ضعیف) و برای ارزش شرکت برابر با ۰/۴۷۸ (در سطح قوی) محاسبه شده است. در مجموع، می‌توان چنین نتیجه گرفت که مدل

یادگیری مدیریت از بازار و کارایی سرمایه گذاری: گذر از نشانه‌های قیمتی تا خلق پایدار و... ۱۲۹

پژوهش از برازش ساختاری مناسبی برخوردار بوده و توانسته است روابط بین سازه‌های اصلی، به ویژه در خصوص ارزش شرکت، را به شکل مطلوبی تبیین نماید.

برازش مدل کلی

پس از بررسی برازش مدل‌های اندازه‌گیری و مدل ساختاری، مدل کلی معادلات ساختاری پژوهش باید با استفاده از معیار نیکویی برازش^{۳۳} ارزیابی شود. مدل کلی شامل هر دو بخش مدل اندازه‌گیری و ساختاری می‌شود و با تأیید برازش آن، بررسی برازش در یک مدل کامل می‌شود. برای بررسی برازش مدل کلی از معیار GOF به شرح رابطه ۹ استفاده می‌شود (هنسler و همکاران، ۲۰۰۹). GOF: معیار نیکویی برازش است. Communalities: میانگین مقادیر اشتراکی متغیرهای پنهان (میانگین AVE) و $\overline{R^2}$ میانگین مقادیر ضریب تعیین متغیرهای دورن‌زای مدل است. سه مقدار ۰/۰۱، ۰/۲۵ و ۰/۳۶ به ترتیب به عنوان مقادیر ضعیف، متوسط و قوی برای این معیار در نظر گرفته می‌شوند. چون مقدار بدست آمده برای مدل پژوهش، ۰/۵۱۲ است، برازش مناسب مدل کلی پژوهش تأیید می‌شود.

$$\text{GOF} = \sqrt{\text{Communalities} \times \overline{R^2}} \quad \text{رابطه (۹)}$$

نتایج آزمون فرضیه‌ها

پس از تأیید برازش مدل‌های اندازه‌گیری و ساختاری و اطمینان از برازش مناسب مدل کلی، مدل ساختاری نهایی برای بررسی روابط میان سازه‌های پنهان برازش گردید. برای تشخیص وجود رابطه معنادار، از آماره t استفاده شده است؛ هرگاه مقدار آن از ۱/۹۶ فراتر رود، رابطه در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. نتایج برازش مدل ساختاری در جدول ۷ ارائه شده است. ضرایب مسیر (همان ضرایب بتای استاندارد شده) با علامت مثبت یا منفی، به ترتیب بیانگر رابطه مستقیم یا معکوس میان سازه‌ها هستند.

جدول ۷. ضرایب مسیر و سطح معناداری رابطه بین متغیرها

مسیر	ضریب مسیر	آماره t	P-values
اندازه شرکت ← ارزش شرکت	۰/۷۸۶	۶۵/۳۳۶	۰/۰۰۰
اندازه شرکت ← کارایی سرمایه‌گذاری	-۰/۰۷۶	۳/۳۸۱	۰/۰۰۱
اهرم مالی ← ارزش شرکت	-۰/۲۷۵	۱۶/۶۶۹	۰/۰۰۰
اهرم مالی ← کارایی سرمایه‌گذاری	۰/۱۴۴	۵/۹۱۶	۰/۰۰۰
جریانهای نقد آزاد ← ارزش شرکت	-۰/۰۵۴	۴/۶۸۱	۰/۰۰۰

۰/۰۰۳	۲/۹۶۷	۰/۰۶۸	جریانهای نقد آزاد ← کارایی سرمایه‌گذاری
۰/۰۰۰	۷/۰۹۹	۰/۰۷۴	سن شرکت ← ارزش شرکت
۰/۰۰۰	۴/۱۵۶	-۰/۰۸۲	سن شرکت ← کارایی سرمایه‌گذاری
۰/۳۰۱	۱/۰۳۵	۰/۰۱۳	کارایی سرمایه‌گذاری ← ارزش شرکت
۰/۰۱۰	۲/۵۸۹	۰/۰۲۹	یادگیری مدیریت ← ارزش شرکت
۰/۵۸۲	۰/۵۵۱	۰/۰۱۲	یادگیری مدیریت ← کارایی سرمایه‌گذاری

بر اساس اطلاعات مندرج در جدول ۷، ضریب مسیر میان یادگیری مدیریت از بازار و ارزش شرکت معادل ۰/۰۲۹ و مقدار آماره t مربوط به آن برابر با ۲/۵۸۹ محاسبه شده است. با توجه به اینکه مقدار آماره t به دست آمده بزرگتر از آستانه ۱/۹۶ می‌باشد، می‌توان نتیجه گرفت که این رابطه از نظر آماری معنادار است. بنابراین، فرضیه اول پژوهش که ادعا می‌کند یادگیری مدیریت از بازار تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد، در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌گردد.

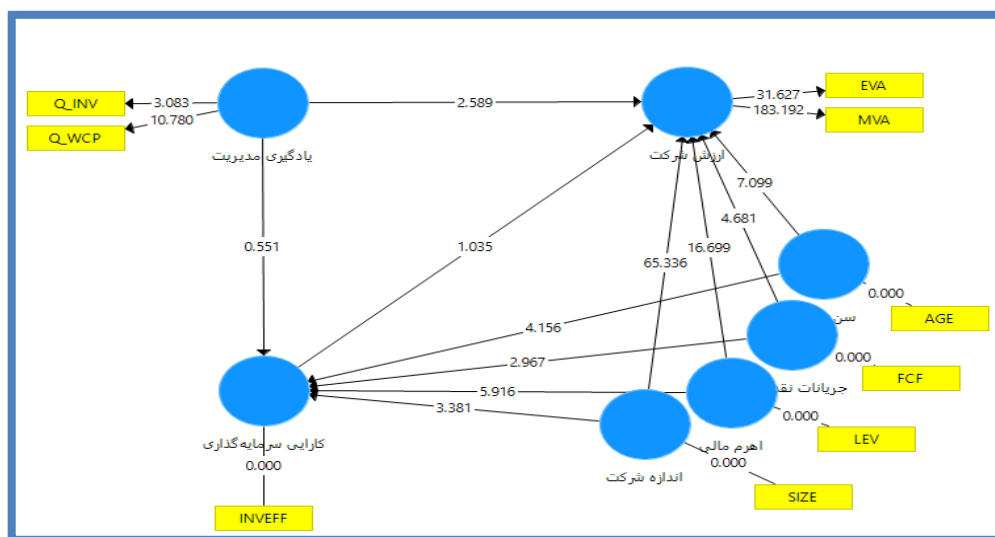
در خصوص تأثیر یادگیری مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری، هر چند ضریب مسیر مثبت (۰/۰۱۲) محاسبه شده است، اما مقدار آماره t معادل ۰/۵۵۱ بوده که از آستانه ۱/۹۶ کوچکتر است. همچنین سطح معناداری ۰/۵۸۲ بزرگتر از ۰/۰۵ می‌باشد. این یافته نشان می‌دهد که رابطه مذکور از لحاظ آماری معنادار نیست. در نتیجه، فرضیه دوم پژوهش مبنی بر تأثیر مثبت و معنادار یادگیری مدیریت از بازار بر کارایی سرمایه‌گذاری، مورد تأیید قرار نمی‌گیرد.

همچنین، یافته‌های مربوط به فرضیه سوم نشان می‌دهد که اگرچه ضریب مسیر کارایی سرمایه‌گذاری بر ارزش شرکت مثبت (۰/۰۱۳) است، اما مقدار آماره t (۱/۰۳۵) از آستانه معناداری ۱/۹۶ پایین‌تر بوده و سطح معناداری (۰/۳۰۱) بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد. بنابراین، فرضیه سوم پژوهش مبنی بر تأثیر مثبت و معنادار کارایی سرمایه‌گذاری بر ارزش شرکت، رد می‌شود. به منظور بررسی نقش میانجی کارایی سرمایه‌گذاری در ارتباط بین یادگیری مدیریت از بازار و ارزش شرکت، ضرایب مسیر غیرمستقیم نیز مورد تحلیل قرار گرفته است. خلاصه نتایج مربوط به روابط بین سازه‌ها و متغیرهای پژوهش همراه با آماره t در جدول ۸ و شکل ۲ ترسیم گردیده است.

جدول ۸. ضرایب مسیر و سطح معناداری رابطه غیر مستقیم بین متغیرها

مسیر	ضریب مسیر	آماره t	P-values
اندازه شرکت ← کارایی سرمایه گذاری ← ارزش	۰/۰۰۱	۱/۰۲۲	۰/۳۰۷
اهرم مالی ← کارایی سرمایه گذاری ← ارزش شرکت	-۰/۰۰۲	۰/۹۹۰	۰/۳۲۳
جریانان نقدی آزاد ← کارایی سرمایه گذاری ←	-۰/۰۰۱	۰/۹۲۴	۰/۳۵۶
سن شرکت ← کارایی سرمایه گذاری ← ارزش	۰/۰۰۱	۱/۰۰۴	۰/۳۱۶
یادگیری مدیریت ← کارایی سرمایه گذاری ← ارزش	۰/۰۰۱	۰/۳۶۸	۰/۷۱۳

شکل ۲. نتایج نهایی مدل ساختاری



همان گونه که در جدول ۸ مشاهده می شود، تأثیر یادگیری مدیریت بر کارایی سرمایه گذاری و به تبع آن، تأثیر کارایی سرمایه گذاری بر ارزش شرکت از لحاظ آماری معنادار نیست (مقدار آماره t به ترتیب ۰/۳۶۸ و ۰/۷۱۳ و سطح معناداری به ترتیب ۰/۳۶۸ و ۰/۷۱۳). بنابراین، نقش میانجی کارایی سرمایه گذاری در رابطه بین یادگیری مدیریت از بازار و ارزش شرکت تأیید نمی گردد. این نتیجه بیانگر آن است که فرضیه چهارم پژوهش

مبنی بر نقش میانجی کارایی سرمایه‌گذاری در رابطه بین یادگیری مدیریت از بازار و ارزش شرکت، در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید نمی‌شود.

بحث و نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر با هدف بررسی تأثیر یادگیری مدیریت از بازار بر ارزش شرکت با تأکید بر نقش میانجی کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۴۰۳ انجام شده است. یافته‌های حاصل از برآورد مدل معادلات ساختاری نشان داد که یادگیری مدیریت از بازار اثری مثبت و معنادار بر ارزش شرکت دارد، اما تأثیر آن بر کارایی سرمایه‌گذاری و نیز نقش میانجی این متغیر در رابطه بین یادگیری مدیریت از بازار و ارزش شرکت از لحاظ آماری معنادار نمی‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که در بازار سرمایه ایران، مدیران از طریق تعامل مستمر با بازخوردهای بازار، نگرش‌ها و تصمیمات خود را در راستای انتظارات سرمایه‌گذاران اصلاح کرده و ادراک بازار از ارزش شرکت را ارتقاء می‌دهند، هر چند این فرآیند لزوماً به بهبود کارایی سرمایه‌گذاری منجر نمی‌شود.

از منظر نظری، تأیید اثر مستقیم یادگیری مدیریت از بازار بر ارزش شرکت را می‌توان در چارچوب نظریه‌های یادگیری رفتاری و کارایی اطلاعاتی بازار تبیین نمود. این یافته حاکی از آن است که یادگیری از بازار صرفاً یک واکنش کوتاه‌مدت به نوسانات قیمتی نیست، بلکه فرآیندی شناختی و بلندمدت برای همسوسازی راهبردهای مدیریتی با انتظارات بیرونی محسوب می‌شود. حتی در بازاری با سطح کارایی اطلاعاتی محدود مانند بورس تهران، بازخوردهای قیمتی می‌توانند تا حدی نقش «سازوکار یادگیری» را برای مدیران ایفا کنند. مدیران با تفسیر واکنش‌های بازار سرمایه نسبت به عملکرد و تصمیمات شرکت، راهبردهای خود را اصلاح کرده و کیفیت تصمیمات آتی را ارتقاء می‌بخشند. این فرآیند یادگیری موجب هماهنگی بیشتر میان تصمیمات مدیریتی و انتظارات سرمایه‌گذاران شده و در نهایت، ادراک بازار از ارزش شرکت را بهبود می‌دهد. این یافته با نتایج کای (۲۰۲۵)، ژانگ و همکاران (۲۰۲۲) و آثودی و یو (۲۰۲۴) که نشان داده‌اند یادگیری مدیریت از بازار از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و بهبود ادراک سرمایه‌گذاران، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد، کاملاً همسو می‌باشد.

در مقابل، عدم معناداری اثر یادگیری بر کارایی سرمایه‌گذاری می‌تواند ناشی از ضعف در تبدیل «دانش حاصل از بازار» به «کنش سرمایه‌گذاری مؤثر» باشد. در بازارهای نوظهور مانند ایران، محدودیت در کیفیت اطلاعات، شفافیت گزارشگری مالی و نقدشوندگی سبب می‌شود انتقال دانش از قیمت سهام به تصمیمات سرمایه‌ای دچار اختلال شود. به عبارت دیگر، مدیران ممکن است پیام‌های بازار را درک کنند اما به دلیل محدودیت‌های ساختاری از جمله قوانین دست و پاگیر، عدم دسترسی به منابع مالی کافی یا فشارهای سهامداران کوتاه‌مدت، نتوانند این دانش را به تغییرات ملموس در رفتار سرمایه‌گذاری تبدیل نمایند. در نتیجه، یادگیری از بازار عمدتاً در سطح نمادین باقی می‌ماند و به اصلاح واقعی در ساختار سرمایه‌گذاری منجر نمی‌شود. این یافته با نتایج ناچ و روماسوکون (۲۰۲۴)، پوتری و تانو (۲۰۲۴) و روساک-شیرکا و همکاران (۲۰۲۴) که نشان داده‌اند یادگیری مدیریت از بازار از طریق تحلیل علائم قیمتی، کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد، ناهمسو می‌باشد. همچنین رد فرضیه تأثیر کارایی سرمایه‌گذاری بر ارزش شرکت را می‌توان ناشی از شکاف زمانی میان تصمیمات سرمایه‌گذاری و تحقق ارزش اقتصادی دانست. در محیط اقتصادی بی‌ثبات ایران که متأثر از تحریم‌ها، نوسانات نرخ ارز و تورم مزمن است، اثر واقعی کارایی سرمایه‌گذاری ممکن است در ارزش بازار شرکت‌ها تضعیف یا پنهان شود. این بخش از یافته‌ها با نتایج مشایخ و محرایی هشتچین (۱۴۰۳) که نقش میانجی کارایی سرمایه‌گذاری را در ارتباط بین پایداری و عملکرد مالی رد کرده‌اند، هم‌خوانی کامل دارد.

نتایج پژوهش حاضر نشان می‌دهد که اگرچه نقش میانجی کارایی سرمایه‌گذاری در رابطه بین یادگیری مدیریت از بازار و ارزش شرکت تأیید نشده است، اما این امر خود دارای دلالت‌های نظری و کاربردی مهمی است. در واقع، یادگیری مدیریت از بازار مستقیماً بر ارزش شرکت از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، ارتقای کیفیت افشاء و اصلاح ساختار تأمین مالی تأثیر می‌گذارد. به بیان دیگر، ارزش شرکت بیش از آنکه از «کارایی تخصیص منابع سرمایه‌ای» تأثیر پذیرد، از «ادراک بازار نسبت به کیفیت و عقلانیت تصمیمات مدیریتی» نشأت می‌گیرد. در محیط‌های اطلاعاتی ناقص و بازارهای در حال توسعه، مسیرهای غیرمستقیم یادگیری از بازار نظیر بهبود درک سرمایه‌گذاران از عملکرد مدیریتی، کاهش شکاف انتظارات و افزایش اعتماد به مدیران، می‌توانند تأثیری عمیق‌تر از

سازوکارهای کلاسیک کارایی سرمایه‌گذاری داشته باشند. بر خلاف یافته‌های وو و همکاران (۲۰۲۳) و باغ و همکاران (۲۰۲۵) که تأکید کرده‌اند ترکیب کارایی سرمایه‌گذاری و انعطاف‌پذیری مالی موجب خلق ارزش پایدار می‌شود، در پژوهش حاضر نقش میانجی کارایی سرمایه‌گذاری تأیید نشد. این ناهم‌سویی را می‌توان به تفاوت‌های بنیادین میان بازارهای توسعه‌یافته (با کارایی اطلاعاتی بالا، شفافیت گزارشگری مالی و ثبات اقتصادی نسبی) و بازارهای نوظهور مانند ایران (با نوسانات ارزی شدید، تحریم‌های اقتصادی و ضعف زیرساخت‌های اطلاعاتی) نسبت داد. در مجموع، شواهد این پژوهش نشان می‌دهد که در بازار سرمایه ایران به دلیل ویژگی‌های ساختاری خاص، مسیر تأثیرگذاری یادگیری مدیریت بر ارزش شرکت عمدتاً مستقیم و مبتنی بر ادراک بازار از کیفیت مدیریت است و مسیر غیرمستقیم از طریق بهبود کارایی سرمایه‌گذاری به دلایلی چون ضعف شفافیت اطلاعاتی، نوسانات کلان اقتصادی و افق کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاران کارایی لازم را ندارد.

به مدیران شرکت‌ها توصیه می‌شود با ایجاد سازوکارهای نظام‌مند برای پایش و تحلیل بازخوردهای بازار سرمایه، فرآیند یادگیری از واکنش‌های قیمتی را نهادینه سازند. راه‌اندازی واحدهای تخصصی تحلیل بازار، استفاده از سامانه‌های هوشمند رصد اطلاعات و برگزاری جلسات دوره‌ای بازخورد مدیریتی از جمله اقدامات مؤثر در این زمینه است. به سیاست‌گذاران و ناظران بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود با توسعه زیرساخت‌های افشای اطلاعات، راه‌اندازی سامانه‌های گزارشگری مالی برخط، ارتقای استانداردهای حسابرسی و افزایش نقدشوندگی بازار، زمینه را برای یادگیری اثربخش مدیریتی فراهم کنند. حمایت از حاکمیت شرکتی یادگیرنده از طریق تدوین مقررات تشویقی برای شرکت‌های شفاف و پاسخگو، همراه با ارتقای سواد مالی مدیران از طریق برنامه‌های آموزشی مستمر، می‌تواند به تصمیم‌گیری‌های آگاهانه‌تر و بلندمدت‌تر در سطح شرکت‌ها بینجامد. به سرمایه‌گذاران نیز توصیه می‌گردد فراتر از تحلیل‌های مالی سنتی، به ارزیابی رفتار یادگیرنده و انعطاف‌پذیری مدیریتی شرکت‌ها توجه کنند؛ شرکت‌هایی که بازخوردهای بازار را در تصمیمات راهبردی خود لحاظ می‌کنند، در بلندمدت از ثبات و ارزش‌افزایی بیشتری برخوردار خواهند بود و سرمایه‌گذاران می‌توانند با بررسی الگوهای واکنش مدیران به رویدادهای مهم بازار، توانایی یادگیری مدیریت از بازار شرکت‌های هدف را ارزیابی نمایند.

پژوهشگران آتی می‌توانند به بررسی عمیق‌تر سازوکارهای انتقال دانش از بازار به تصمیمات مدیریتی بپردازند. در این راستا، لحاظ کردن متغیرهای میانجی دیگری همچون کیفیت افشا، ساختار تأمین مالی، حاکمیت شرکتی، شفافیت اطلاعاتی و رفتار سرمایه‌گذاران نهادی در مدل می‌تواند مسیرهای اثرگذاری یادگیری بر ارزش شرکت را شفاف‌تر سازد. همچنین استفاده از داده‌های کیفی و مصاحبه با مدیران برای درک ابعاد رفتاری و شناختی یادگیری می‌تواند مکمل ارزشمندی برای تحلیل‌های کمی باشد. پیشنهاد می‌شود این رابطه در سایر بازارهای نوظهور یا در قالب مطالعات تطبیقی بین‌کشوری بررسی شود تا امکان ارزیابی تعمیم‌پذیری نتایج فراهم گردد. افزون بر این، به کارگیری مدل‌های پویا و داده‌های طولی می‌تواند پویایی زمانی یادگیری مدیریت از بازار و تأثیر آن بر کارایی تصمیمات را آشکارتر سازد. در نهایت، بررسی نقش تعدیل‌کننده شرایط کلان اقتصادی (مانند نرخ تورم، نوسانات نرخ ارز و تحریم‌ها) و چرخه‌های تجاری در رابطه میان یادگیری و ارزش شرکت، می‌تواند به توسعه چارچوب نظری و کاربردی این حوزه کمک شایانی نماید.

این پژوهش با چند محدودیت اساسی همراه بوده است. نخست، کیفیت داده‌ها و شفافیت گزارش‌های مالی برخی شرکت‌ها به ویژه در سال‌های ابتدایی دوره پژوهش محدود بوده و ممکن است بر دقت برآورد متغیرها اثر گذاشته باشد. دوم، سنجش یادگیری مدیریت از بازار به دلیل ماهیت کیفی و رفتاری آن با دشواری همراه است و شاخص‌های کمی به کار رفته (شامل حساسیت سرمایه‌گذاری، سرمایه در گردش و تأمین مالی به کیو توین) ممکن است تمام ابعاد چندگانه این سازه مانند سرعت یادگیری و توانایی تمایز پیام از اختلال را پوشش ندهند. سوم، نتایج در بستر خاص اقتصاد ایران با ویژگی‌هایی چون نوسانات ارزی شدید، تحریم‌ها، تورم مزمن و ضعف کارایی اطلاعاتی به دست آمده است؛ بنابراین تعمیم‌پذیری یافته‌ها به سایر بازارها باید با احتیاط صورت گیرد. چهارم، در مدل پژوهش تنها کارایی سرمایه‌گذاری به عنوان متغیر میانجی بررسی شده و سایر سازوکارهای بالقوه مانند کیفیت افشا، حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت لحاظ نشده‌اند. پنجم، استفاده از رویکرد حداقل مربعات جزئی در مدل معادلات ساختاری، علی‌رغم مزایای آن، ممکن است قدرت آزمون استنباطی را تا حدی محدود کرده باشد.

یادداشت‌ها

1. Bagh & et al.
2. Managerial Learning from the Market
3. Bird & et al.
4. Zhang & et al.
5. Chen & et al.
6. Gao & et al.
7. Jayaraman & Wu
8. Putri & Tanno
9. Aaron & et al.
10. CAI
11. Noch & Rumasukun
12. Rosak-Szyrocka & et al.
13. Kurznack & et al.
14. Wu & et al.
15. He & et al.
16. Chen & Schneemeier
17. Aliyev & et al.
18. Luo & et al.
19. Environmental, Social & Governance
20. Puspitasari & Muslim
21. Audi & Yu
22. Partial Least Squares (PLS)
23. Economic Value Added (EVA)
24. Market Value Added (MVA)
25. Residual Income
26. Fama & French
27. Almeida & Campello
28. Biddle & et al.
29. Richardson
30. Titman & Wessels
31. Jensen
32. Fornell & Larcker
33. Goodness of Fit (GOF)

منابع

- آشتاب، علی و دهقان خانقاهی، بیتا. (۱۴۰۲). تأثیر گزارشگری یکپارچه بر کیفیت سود با تأکید بر هزینه‌های نمایندگی. *دانش حسابداری مالی*، ۱۰(۲)، ۹۷-۱۱۷.
- داوری، علی و رضازاده، آرش. (۱۳۹۶). مدلسازی معادلات ساختاری با نرم‌افزار PLS. *سازمان‌اتصالات جهاد دانشگاهی*، تهران.
- دلشاد، افسانه و لطفی، محسن. (۱۴۰۴). بررسی نقش سرمایه‌های فکری و ایفای مسئولیت‌های اجتماعی در خلق ارزش افزوده اقتصادی. *چشم‌انداز مدیریت مالی*، ۱۵(۱)، ۱۱۱-۱۳۷.
- راعی، رضا و تلنگی، احمد. (۱۳۸۳). مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته. *انتشارات سمت*، تهران.

یادگیری مدیریت از بازار و کارایی سرمایه‌گذاری: گذر از نشانه‌های قیمتی تا خلق پایدار و... ۱۳۷

طهمورثی، زهرا؛ طالب‌نیا، قدرت‌الله؛ برادران حسن‌زاده، رسول؛ موسوی، نعمت‌الله و وکیلی‌فرد، حمیدرضا. (۱۴۰۴). مدل‌سازی متغیرهای اثرگذار بر کارایی سرمایه‌گذاری: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۱۳(۵۱)، ۳۶۱-۳۸۴.

لطفی، محسن و دلشاد، افسانه. (۱۴۰۵). بررسی تأثیرگذاری ریسک‌سیاسی بر مسئولیت‌های اجتماعی شرکت‌ها با تأکید بر نقش تعدیل‌کننده انعطاف‌پذیری عملیاتی و ثبات مدیریت شرکت. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۱۴(۱)، ۱۲۵-۱۴۶.

محتشمیان، سید حمیدرضا؛ قدرتی، حسن؛ عرب‌زاده، میثم و جباری، حسین. (۱۴۰۴). عوامل مؤثر بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت و اندازه‌گیری آن. *مدیریت پویا و تحلیل کسب و کار*، ۴(۴)، ۱-۱۸.

مشایخ، شهرناز و محرابی هشت‌تچین، نرگس. (۱۴۰۳). عملکرد پایداری و عملکرد مالی شرکت: نقش میانجی‌گری کارایی سرمایه‌گذاری در صنایع منتخب عضو بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۱۴(۳)، ۱-۳۳.

Aaron, A., Jia, X., & Ng, J. (2024). Peers' disclosure of investment plans and market feedback to managers. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 0148558X241289180.

Aliyev, N., Huseynov, F., & Rzayev, K. (2025). The good and evil of algos: Investment-to-price sensitivity and the learning hypothesis. *Journal of Corporate Finance*, 94, 102834.

Almeida, H., & Campello, M. (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *Review of Financial Studies*, 20(5), 1429-1460.

Ashtab, A., & Dehghan Khanqahi, B. (2023). The effect of integrated reporting on earnings quality with emphasis on agency costs. *Financial Accounting Knowledge*, 10(2), 97-117. [In Persian].

Audi, M., & Yu, H. (2024). Strategic value creation through corporate social responsibility adoption for sustainable financial performance. *Journal of Policy Options*, 7(4), 14-21.

Bagh, T., Khan, M. A., Naseer, M. M., & Iftikhar, K. (2024). Does financial flexibility drive firm's risk-taking in emerging markets? The moderating role of investment efficiency. *Managerial and Decision Economics*, 45(8), 5541-5561.

Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 112-131.

Bird, A., Karolyi, G. A., & Ruchti, T. (2021). Managerial learning from stock prices: Evidence from emerging markets. *Journal of Financial Economics*, 139(3), 750-774.

- Cai, X. (2025). The impact of EVA performance evaluation system on market value management of state-owned listed companies. *Journal of Finance and Accounting*, 13(2), 45-58.
- Chen, H., & Schneemeier, J. (2025). Responsible investors and stock market feedback. *The Accounting Review*, 101, 137-168.
- Chen, Q., Goldstein, I., & Jiang, W. (2015). Price informativeness and investment sensitivity to stock price. *Review of Financial Studies*, 28(8), 2286-2330.
- Davari, A., & Rezazadeh, A. (2017). Structural equation modeling with PLS software. *Jahad Daneshgahi Publishing Organization*. [In Persian].
- Delshad, A., & Lotfi, M. (2025). Examining the role of intellectual capital and developing social responsibility in creating economic value added. *Financial Management Perspective*, 15(1), 111-137. [In Persian].
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33, 3-56.
- Fornell, C., & Larcker, D. F. (1981). Evaluating structural equation models with unobservable variables and measurement error. *Journal of Marketing Research*, 18(1), 39-50.
- Gao, D., Li, S., & Zhou, Y. (2025). Investment efficiency, ESG performance and corporate performance: Evidence from Chinese listed enterprises. *Chinese Management Studies*, 19(2), 567-599.
- He, J., Cao, S., Goldstein, I., & Zhao, Y. (2026). How do corporate managers invest in AI and green technologies based on market feedback? *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*.
- Jayaraman, S., & Wu, J. (2019). Managerial learning from the market and corporate investment. *Review of Financial Studies*, 32(11), 4498-4533.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Kurzack, L., Schoenmaker, D., & Schramade, W. (2021). A model of long-term value creation. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1-19.
- Lotfi, M., & Delshad, A. (2026). Investigating the impact of political risk on corporate social responsibility with emphasis on the moderating role of operational flexibility and corporate management stability. *Journal of Asset Management and Financing*, 14(1), 125-146. [In Persian].
- Luo, R., Ye, Y., Li, M., & Li, J. (2025). Pooling wisdom: The impact of investors' private information transmission on corporate investment efficiency. *Emerging Markets Review*, 69, 101342.
- Mashayekh, S., & Mehrabi Hashtchin, N. (2025). Sustainability performance and financial performance of the company: The mediating role of investment efficiency in selected industries of Tehran Stock Exchange. *Empirical Research in Accounting*, 14(3), 1-33. [In Persian].
- Mohtashmian, S. H., Ghodrati, H., Arabzadeh, M., & Jabbari, H. (2025). Factors affecting the efficiency of corporate investment and its measurement. *Dynamic Management and Business Analysis*, 4(4), 1-18. [In Persian].
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of*

Financial Economics, 5(2), 147-175.

- Noch, M. Y., & Rumasukun, M. R. (2024). Exploring market dynamics: A qualitative study on asset price behavior, market efficiency, and information role in investment decisions in the capital market. *Jurnal Manajemen Bisnis*, 11(2), 1054-1067.
- Puspitasari, A., & Muslim, M. (2024). Understanding financial decision-making in corporations: A qualitative inquiry into leverage, market efficiency, and financial policy implications. *Golden Ratio of Finance Management*, 4(1), 45-55.
- Putri, A., & Tanno, A. (2024). Exploring market dynamics: A qualitative study on asset price behavior, market efficiency, and information role in investment decisions in the capital market. *Atestasi: Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 7(2), 810-827.
- Raei, R., & Talangi, A. (2008). Advanced investment management. Samt Publication. [In Persian].
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11(2-3), 159-189.
- Rosak-Szyrocka, J., Żywiołek, J., & Shahbaz, M. (Eds.). (2024). Quality management, value creation, and the digital economy. *Routledge*.
- Tahmooresi, Z., Talebnia, Q., Baradaran Hassanzadeh, R., Mousavi, N. A., & Vakilifard, H. (2024). Modeling the effective variables on investment efficiency: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Journal of Investment Knowledge*, 13(51), 361-384. [In Persian].
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
- Wu, W., Alkaraan, F., & Le, C. (2023). The moderating effects of corporate governance and investment efficiency on the nexus between financial flexibility and firm performance. *Journal of Financial Reporting and Accounting*.
- Zhang, R., Chu, T., Noronha, C., & Guan, J. (2022). Corporate value creation, stock price synchronicity and firm value in China: Implications for beyond. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 12(3), 566-588.
- Zheng, Y., Li, W., Wang, J., & Chen, S. (2025). Bank shareholder governance structure and systemic vulnerability: The moderating role of disclosure quality. *Journal of Financial Stability*, 74, 101253.