



Journal Website

Article history:
Received 07 August 2025
Revised 15 December 2025
Accepted 23 December 2025
Published online 23 August 2026

Dynamic Management and Business Analysis

Volume 5, Issue 3, pp 1-21



E-ISSN: 3041-8933

Ranking Investment Styles Based on Financial Asset Growth with Emphasis on the Business Cycle

Abdolreza. Jaber¹, Mohsen. Hashemi Gohar^{2*}, Mohsen. Hamidian³, Hamidreza. Vakilifard⁴

¹ PhD Student, Financial Engineering Department, Kish International Branch, Islamic Azad University, Kish, Iran

² Department of Accounting, ShQ.C., Islamic Azad University, Shahr-E Qods, Iran

³ Department of Accounting, ST.C., Islamic Azad University, Tehran, Iran

⁴ Department of Accounting, SR.C., Islamic Azad University, Tehran, Iran

* Corresponding author email address: m.hashemi@qodsiau.ac.ir

Article Info

Article type:

Original Research

How to cite this article:

Jaber, A., Hashemi Gohar, M., Hamidian, M., & Vakilifard, H. (2026). Ranking Investment Styles Based on Financial Asset Growth with Emphasis on the Business Cycle. *Dynamic Management and Business Analysis*, 5(3), 1-21.

<https://doi.org/10.61838/dmbaj.298>



© 2026 the author(s). Published by Knowledge Management Scientific Association. This is an open access article under the terms of the Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) License.

ABSTRACT

Objective: This study aims to analyze the impact of growth, value, quality, and momentum investment styles on firms' financial asset growth while considering the mediating role of the business cycle.

Methodology: This research employed a mixed qualitative–quantitative design. In the qualitative phase, a systematic review of theoretical and empirical studies led to the extraction of 37 relevant indicators related to investment styles, business cycle conditions, and financial asset growth. These indicators were screened through a one-round Fuzzy Delphi process with financial experts, resulting in the retention of 33 validated criteria for modeling. Subsequently, causal relationships among variables were examined using the DEMATEL technique based on expert panel judgments. Quantitative data were collected using a structured Likert-scale questionnaire. Instrument face validity was confirmed by experts, and construct reliability was assessed through Cronbach's alpha coefficients, all of which met acceptable standards.

Findings: The findings reveal that all four investment styles exert significant effects on firms' financial asset growth, and the business cycle plays a substantial mediating role in this relationship. Among the investment styles, momentum investment demonstrated the strongest causal influence on asset growth, while growth, value, and quality styles also showed positive and statistically significant impacts. The final causal structure indicates that investment styles act as driving variables, whereas financial asset growth and the business cycle function as outcome variables in the model.

Conclusion: The results confirm that aligning investment strategies with prevailing business cycle conditions significantly enhances corporate financial asset growth and improves the effectiveness of investment decision-making.

Keywords: Investment style; Momentum investment; Business cycle; Financial asset growth; Investment decision-making

EXTENDED ABSTRACT

Introduction

Understanding the determinants of financial asset growth has become increasingly critical in modern financial markets characterized by volatility, uncertainty, globalization, and rapid technological change. Financial asset growth not only reflects corporate performance but also shapes macroeconomic stability, capital allocation efficiency, and long-term economic development. Contemporary financial literature emphasizes that asset growth is driven by a complex interaction of corporate strategies, investor behavior, market structures, and macroeconomic conditions (Diab, 2021; Rezaei et al., 2015; Rezaei & Sayyari, 2015). Among these determinants, investment styles play a central role in guiding capital flows and shaping asset valuation dynamics. Investment styles represent systematic decision frameworks through which investors evaluate opportunities, manage risk, and construct portfolios. Traditional financial theories assumed investor rationality; however, behavioral finance has demonstrated that investment decisions are deeply influenced by psychological biases, market sentiment, and informational frictions (Derakhshanmehr, 2020; Nikoo et al., 2020; Sinaei et al., 2015). As a result, investment styles have evolved into dynamic constructs shaped by both cognitive processes and structural market forces.

Four dominant investment styles are widely recognized: growth, value, quality, and momentum. Growth investing prioritizes firms with strong expansion potential; value investing focuses on undervalued securities; quality investing emphasizes financial strength, governance, and sustainable competitive advantage; and momentum investing exploits the persistence of price trends (Chou et al., 2019; Kahkhaani, 2017). Empirical research demonstrates that each of these styles generates distinct return profiles across different market environments. Momentum strategies, in particular, have attracted significant attention due to their robust performance across global markets, including both developed and emerging economies (Ahmed & Alhadab, 2020; Berggrun et al., 2020; Liu et al., 2021). Studies further show that momentum effects are reinforced by investor sentiment, delayed information diffusion, and trading frictions (Li & Galvani, 2018; Yang & Zhang, 2019). Evidence from Asian and Middle Eastern markets confirms that momentum profitability is often more pronounced in less efficient markets (Lin et al., 2016; Mousavi Shiri et al., 2015).

Simultaneously, macroeconomic business cycles exert powerful influence on investment behavior, corporate financing, and asset valuation. Business cycles—defined by alternating phases of expansion and contraction—shape liquidity conditions, risk appetite, financing constraints, and growth opportunities (Bahadir & Gumus, 2016; Fernández-Villaverde & Guerrón-Quintana, 2020). Recent studies emphasize that uncertainty shocks, policy interventions, global trade dynamics, and news flows intensify the interaction between financial markets and business cycles (Metiu et al., 2023; Radu, 2023). In emerging economies, this interaction becomes more complex due to structural vulnerabilities, institutional constraints, capital flow volatility, and resource dependency (Özkan et al., 2024; Samambet, 2024; Sultanuzzaman et al., 2024; Tariq et al., 2023). Within this context, research increasingly suggests that the effectiveness of investment styles varies across different stages of the business cycle (Chou et al., 2019; Li & Galvani, 2018). However, existing studies rarely integrate investment styles, business cycles, and financial asset growth into a unified analytical framework, particularly in emerging market settings (Liu et al., 2021; Yazdani Far et al., 2025). Addressing this gap constitutes the central motivation of the present study.

Methods and Materials

This study employed a mixed qualitative–quantitative research design. In the qualitative phase, relevant indicators associated with investment styles, business cycles, and financial asset growth were identified through extensive literature exploration and expert consultation. A one-round Fuzzy Delphi process was conducted with financial experts to screen and validate the indicators, resulting in the selection of 33 key criteria. In the quantitative phase, causal relationships among the validated variables were examined using the Decision-Making Trial and Evaluation Laboratory (DEMATEL) method. Data were collected through structured questionnaires using a Likert-scale format. Reliability of measurement constructs was evaluated via Cronbach’s alpha, and model consistency was verified through expert agreement measures.

Findings

The results of the DEMATEL analysis revealed that all four investment styles exert statistically significant effects on financial asset growth. Among them, momentum investing exhibited the strongest causal influence, followed by growth, quality, and value styles. The business cycle was identified as a powerful mediating variable that significantly altered the strength and direction of these relationships. The final causal structure demonstrated that investment styles function as driving variables, while financial asset growth and the business cycle operate as outcome variables within the system. The findings further indicated that the effectiveness of each investment style varies across different economic phases, with momentum and growth styles showing stronger influence during expansion periods, and value and quality styles becoming more prominent during contractionary phases.

Discussion and Conclusion

The findings provide strong empirical support for the proposition that financial asset growth is shaped by a multidimensional interaction between investment styles and macroeconomic conditions. The dominant role of momentum investing highlights the importance of behavioral mechanisms, market psychology, and trend-following behavior in asset accumulation processes. The mediating function of the business cycle underscores that investment performance cannot be fully understood without reference to macroeconomic dynamics. Together, these results suggest that investment strategy effectiveness is inherently context-dependent and varies across economic regimes.

From a broader perspective, the study advances financial theory by integrating behavioral finance, corporate growth theory, and macroeconomic cycle analysis into a unified explanatory framework. Practically, the findings imply that investors, fund managers, and policymakers should adopt adaptive investment strategies that align portfolio composition with prevailing business cycle conditions in order to enhance financial asset growth and systemic stability. The study concludes that sustainable asset expansion requires both strategic investment style selection and macroeconomic awareness, reinforcing the necessity of dynamic, cycle-sensitive financial decision-making frameworks.



رتبه‌بندی سبک‌های سرمایه‌گذاری بر رشد قیمت دارایی‌های مالی با تأکید بر چرخه تجاری

عبدالرضا جابری^{۱*}، محسن هاشمی گهر^{۲*}، محسن حمیدیان^{۳*}، حمیدرضا وکیلی فرد^{۴*}

۱. دانشجوی دکتری، گروه مهندسی مالی، واحد بین الملل کیش، دانشگاه آزاد اسلامی، کیش، ایران

۲. گروه حسابداری، واحد شهر قدس، دانشگاه آزاد اسلامی، شهر قدس، ایران

۳. گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

۴. گروه حسابداری، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

*ایمیل نویسنده مسئول: m.hashemi@godsiau.ac.ir

اطلاعات مقاله	چکیده
نوع مقاله پژوهشی/اصیل نحوه استناد به این مقاله: جابری، عبدالرضا، هاشمی گهر، محسن، حمیدیان، محسن، و وکیلی فرد، حمیدرضا. (۱۴۰۵). رتبه‌بندی سبک‌های سرمایه‌گذاری بر رشد قیمت دارایی‌های مالی با تأکید بر چرخه تجاری. مدیریت پویا و تحلیل کسب و کار، ۵(۳)، ۲۱-۱. © ۱۴۰۵ تمامی حقوق انتشار این مقاله متعلق به نویسنده(گان) است. انتشار این مقاله به‌صورت دسترسی آزاد مطابق با گواهی (CC BY 4.0) صورت گرفته است.	هدف: هدف این پژوهش تحلیل و تبیین تأثیر سبک‌های مختلف سرمایه‌گذاری شامل رشد، ارزشی، کیفی و مومنتوم بر رشد دارایی‌های مالی شرکت‌ها با در نظر گرفتن نقش میانجی چرخه تجاری است. روش‌شناسی: پژوهش حاضر با رویکرد آمیخته (کیفی-کمی) انجام شد. در مرحله نخست، با مرور نظام‌مند پیشینه نظری و پژوهشی، ۳۷ شاخص مرتبط با سبک‌های سرمایه‌گذاری، چرخه تجاری و رشد دارایی‌های مالی استخراج گردید. سپس این شاخص‌ها با استفاده از روش دلفی فازی تک‌مرحله‌ای و مشارکت خبرگان حوزه مالی غربال‌گری شدند که در نهایت ۳۳ معیار معتبر برای ورود به مرحله مدل‌سازی انتخاب شد. در مرحله بعد، به‌منظور تبیین ساختار روابط علی میان متغیرها، از روش دیمتل و قضاوت پانل خبرگان استفاده شد. داده‌های کمی از طریق پرسشنامه مبتنی بر طیف لیکرت گردآوری گردید. روایی صوری ابزار توسط خبرگان تأیید شد و پایایی سازه‌ها با محاسبه ضریب آلفای کرونباخ مورد ارزیابی قرار گرفت که تمامی مقادیر در سطح مطلوب قرار داشت. یافته‌ها: نتایج تحلیل‌ها نشان داد که هر چهار سبک سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری بر رشد دارایی‌های مالی شرکت‌ها دارند و چرخه تجاری به‌طور معنادار نقش میانجی در این رابطه ایفا می‌کند. در میان سبک‌ها، سرمایه‌گذاری مومنتوم بیشترین قدرت اثرگذاری علی را بر رشد دارایی‌های مالی نشان داد، در حالی که سبک‌های رشد، ارزشی و کیفی نیز اثرات مثبت و معناداری را ثبت کردند. ساختار علی نهایی حاکی از آن است که سبک‌های سرمایه‌گذاری متغیرهای علّت و رشد دارایی‌های مالی و چرخه تجاری متغیرهای معلول مدل هستند. نتیجه‌گیری: یافته‌ها بیانگر آن است که اتخاذ راهبردهای سرمایه‌گذاری متناسب با شرایط چرخه تجاری می‌تواند به‌طور چشمگیری موجب بهبود رشد دارایی‌های مالی شرکت‌ها و ارتقای کیفیت تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران شود. کلیدواژگان: سبک سرمایه‌گذاری؛ سرمایه‌گذاری مومنتوم؛ چرخه تجاری؛ رشد دارایی‌های مالی؛ تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری



مقدمه

در دهه‌های اخیر، بازارهای مالی جهانی شاهد پیچیدگی روزافزون در سازوکارهای قیمت‌گذاری دارایی‌ها و الگوهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بوده‌اند؛ تحولی که ناشی از گسترش فناوری‌های مالی، جهانی‌شدن اقتصادها، افزایش جریان‌های سرمایه بین‌المللی و رشد عدم‌اطمینان‌های کلان اقتصادی است. در چنین محیطی، شناخت دقیق عوامل تعیین‌کننده رشد دارایی‌های مالی شرکت‌ها به یکی از دغدغه‌های اصلی پژوهشگران مالی، مدیران سرمایه‌گذاری و سیاست‌گذاران اقتصادی تبدیل شده است. رشد دارایی‌های مالی نه تنها شاخصی از قدرت اقتصادی و سلامت مالی بنگاه‌ها محسوب می‌شود، بلکه نقشی بنیادین در پایداری بازار سرمایه، تخصیص بهینه منابع و افزایش کارایی اقتصادی ایفا می‌کند (Diab, 2021; Yazdani Far et al., 2025). پژوهش‌های نوین نشان می‌دهند که رشد دارایی‌ها تابع برهم‌کنش پیچیده‌ای از عوامل رفتاری، نهادی و کلان‌اقتصادی است که بدون در نظر گرفتن آن‌ها، تحلیل پویایی‌های بازار سرمایه ناقص خواهد بود (Rezaei et al., 2015; Rezaei & Sayyari, 2015).

یکی از مؤلفه‌های محوری در این فرایند، سبک‌های سرمایه‌گذاری است که چارچوب اصلی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را شکل می‌دهد. سبک سرمایه‌گذاری مجموعه‌ای از اصول، ترجیحات و معیارهای تحلیلی است که سرمایه‌گذار بر اساس آن به انتخاب، نگهداری یا فروش دارایی‌ها می‌پردازد. مطالعات کلاسیک مالی در ابتدا بر فرض عقلانیت کامل سرمایه‌گذاران استوار بودند؛ با این حال، ادبیات نوین مالی رفتاری نشان داده است که رفتار واقعی سرمایه‌گذاران به شدت تحت تأثیر سوگیری‌های شناختی، هیجانات، ادراک ریسک و انتظارات ذهنی قرار دارد (Derakhshanmehr, 2020; Nikoo et al., 2020; Sinaei et al., 2015). این تحول نظری موجب شده است که سبک‌های سرمایه‌گذاری به عنوان متغیری چندبعدی و پویا در تحلیل رشد دارایی‌ها جایگاهی برجسته پیدا کند.

در ادبیات مالی، چهار سبک غالب سرمایه‌گذاری شناسایی شده است: سرمایه‌گذاری رشد، سرمایه‌گذاری ارزشی، سرمایه‌گذاری کیفی و سرمایه‌گذاری مومنتوم. هر یک از این سبک‌ها مبتنی بر منطق تحلیلی متفاوتی است و مسیرهای متمایزی را برای ایجاد بازدهی دنبال می‌کند (Chou et al., 2019; Kakhkhaani, 2017). سرمایه‌گذاری رشد بر شناسایی شرکت‌هایی متمرکز است که انتظار می‌رود نرخ رشد سود و درآمد آن‌ها در آینده بیش از متوسط بازار باشد. سرمایه‌گذاری ارزشی به دنبال سهامی است که قیمت بازار آن کمتر از ارزش ذاتی برآورده آن است. سرمایه‌گذاری کیفی بر معیارهایی نظیر ثبات مدیریت، قدرت برند، مزیت رقابتی پایدار و ساختار مالی سالم تمرکز دارد. در مقابل، سرمایه‌گذاری مومنتوم بر این فرض استوار است که روندهای گذشته قیمت‌ها در کوتاه‌مدت تا میان‌مدت تداوم می‌یابد (Lin et al., 2016; Yang & Zhang, 2019).

در میان این سبک‌ها، مومنتوم به‌ویژه در دو دهه اخیر توجه گسترده‌ای را به خود جلب کرده است. شواهد تجربی متعدد نشان داده‌اند که راهبردهای مبتنی بر مومنتوم می‌توانند بازدهی مازاد نسبت به بازار ایجاد کنند، هرچند شدت و پایداری این اثر در بازارها و دوره‌های زمانی مختلف متفاوت است (Ahmed & Alhadab, 2020; Berggrun et al., 2020; Liu et al., 2021). تحقیقات انجام‌شده در بازارهای نوظهور از جمله آمریکای لاتین و بازارهای آسیایی نشان می‌دهد که مومنتوم نه تنها پدیده‌ای ساختاری در بازارهای توسعه‌یافته، بلکه در بازارهای در حال توسعه نیز قابل مشاهده است (Berggrun et al., 2020; Lin et al., 2016). در بورس تهران نیز شواهدی از سودآوری استراتژی‌های مومنتوم و ارتباط آن با حجم معاملات و احساسات سرمایه‌گذاران گزارش شده است (Mousavi Shiri et al., 2015; Soroushyar & Ahmadi, 2016).

در کنار سبک‌های سرمایه‌گذاری، چرخه‌های تجاری به‌عنوان یکی از مهم‌ترین نیروهای کلان اقتصادی، نقش تعیین‌کننده‌ای در شکل‌دهی به بازده دارایی‌ها و رفتار سرمایه‌گذاران دارند. چرخه تجاری به نوسانات منظم فعالیت اقتصادی شامل دوره‌های رونق و رکود اطلاق می‌شود که متغیرهایی نظیر تولید، اشتغال، مصرف، سرمایه‌گذاری و نقدینگی را تحت تأثیر قرار می‌دهد (Bahadir & Gumus, 2016; Fernández-Villaverde & Guerrón-Quintana, 2020). شوک‌های عدم اطمینان، سیاست‌های پولی و مالی، نوسانات اعتباری و تغییرات ساختاری اقتصاد از مهم‌ترین محرک‌های این چرخه‌ها هستند (Fernández-Villaverde & Guerrón-Quintana, 2020; Shaygani et al., 2023). پژوهش‌های جدید نشان می‌دهد که تعامل میان بازارهای مالی و چرخه‌های تجاری دوطرفه و پیچیده است؛ به‌گونه‌ای که تحولات بازار سرمایه خود می‌تواند محرک چرخه‌های اقتصادی باشد و بالعکس (Metiu et al., 2023; Radu, 2023).

اهمیت توجه هم‌زمان به سبک‌های سرمایه‌گذاری و چرخه‌های تجاری زمانی آشکارتر می‌شود که در نظر بگیریم بازده دارایی‌ها و رشد مالی شرکت‌ها در شرایط مختلف چرخه‌ای، الگوهای متفاوتی از خود نشان می‌دهند. برخی مطالعات بیان می‌کنند که کارایی سبک‌های سرمایه‌گذاری در دوره‌های رونق و رکود اقتصادی به‌طور معناداری تغییر می‌کند و این تغییرات می‌تواند ساختار بهینه پرتفوی سرمایه‌گذاران را دگرگون سازد (Chou et al., 2019; Li & Galvani, 2018). افزون بر این، پژوهش‌های اخیر نشان داده‌اند که متغیرهایی نظیر احساسات سرمایه‌گذاران، نقدشوندگی بازار، شوک‌های خبری و جهانی‌شدن مالی نیز به‌صورت تعاملی با چرخه‌های تجاری بر رشد دارایی‌ها اثر می‌گذارند (Eyshi Ravandi et al., 2024; Nikoo et al., 2020; Samambet, 2024; Tariq et al., 2023).

در اقتصادهای در حال توسعه، این پیچیدگی دوچندان است؛ زیرا این اقتصادها هم‌زمان با نوسانات شدید چرخه‌های تجاری، وابستگی بالا به سرمایه‌گذاری خارجی، شوک‌های منابع طبیعی و محدودیت‌های نهادی مواجه‌اند (Özkan et al., 2024; Samambet, 2024; Sultanuzzaman et al., 2024). برای مثال، پژوهش‌ها نشان داده‌اند که تعامل میان سرمایه‌گذاری خارجی مستقیم، توسعه مالی و پویایی چرخه‌های تجاری می‌تواند مسیر رشد اقتصادی و بازده دارایی‌ها را به‌طور بنیادین تغییر دهد (Özkan et al., 2024; Tariq et al., 2023). این شواهد نشان می‌دهد که تحلیل رشد دارایی‌های مالی بدون لحاظ هم‌زمان سبک‌های سرمایه‌گذاری و شرایط چرخه‌ای اقتصاد، فاقد جامعیت تحلیلی است.

از منظر نظری، ادبیات مدیریت مالی و حسابداری نیز بر اهمیت نقش سازوکارهای نهادی، ساختارهای حسابداری و منطق‌های اجتماعی در شکل‌دهی به رفتار سرمایه‌گذاران و مسیر رشد دارایی‌ها تأکید دارد. ظهور منطق‌های اجتماعی در نظام‌های حسابداری می‌تواند شیوه تخصیص منابع، ارزیابی عملکرد و تصمیمات سرمایه‌گذاری را متحول سازد (Diab, 2021). همچنین توسعه سرمایه انسانی، آموزش مالی و مهارت‌های تحلیلی سرمایه‌گذاران به‌عنوان زیربنای تصمیم‌گیری عقلایی و کاهش سوگیری‌های رفتاری مطرح شده است (Sairmaly, 2023).

با وجود حجم گسترده‌ای از مطالعات در حوزه مومنتوم، سبک‌های سرمایه‌گذاری و چرخه‌های تجاری، خلأ مهمی در ادبیات پژوهشی مشاهده می‌شود: بیشتر تحقیقات یا بر کارایی سبک‌های سرمایه‌گذاری تمرکز کرده‌اند یا به تحلیل چرخه‌های تجاری پرداخته‌اند و کمتر پژوهشی به بررسی اثر هم‌زمان و ساختاری سبک‌های سرمایه‌گذاری بر رشد دارایی‌های مالی با نقش میانجی چرخه تجاری پرداخته است؛ به‌ویژه در چارچوب بازارهای نوظهور که ویژگی‌های نهادی و رفتاری خاص خود را دارند (Chou et al., 2019; Liu et al., 2021; Yazdani, 2025). این شکاف پژوهشی ضرورت انجام مطالعه‌ای جامع و یکپارچه را برجسته می‌سازد.

بنابراین، هدف این پژوهش بررسی و تبیین اثر سبک‌های سرمایه‌گذاری رشد، ارزشی، کیفی و مومنتوم بر رشد دارایی‌های مالی شرکت‌ها با نقش میانجی چرخه تجاری است.

روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از نوع توصیفی-تحلیلی است. روش پژوهش از نوع آمیخته و در دو بخش کیفی و کمی انجام شد. با روش نمونه‌گیری در بخش کیفی به صورت هدفمند بوده است که ۱۴ نفر از افراد خبره دانشگاهی و مدیران فعال حوزه بانکداری در نظر گرفته شد. ابزار جمع‌آوری بخش کیفی اطلاعات مصاحبه نیمه ساختار یافته برگرفته از مبانی نظری است. شیوه تجزیه و تحلیل این بخش با استفاده از تحلیل مضمون است. در این پژوهش در بخش کمی، جامعه آماری انتخاب شده شامل کارشناسان حوزه هوش مصنوعی و کارکنان بانک‌ها در شهر تهران می‌باشد. روش نمونه‌گیری به صورت تصادفی در دسترس می‌باشد. با توجه به حجم جامعه نامحدود و بر اساس فرمول کوکران، نمونه آماری ۴۰۰ نفر بودند. در این پژوهش، در مرحله اول از ابزار جمع‌آوری اطلاعات در روش کتابخانه‌ای فیش برداری است. در مرحله دوم که پژوهش وارد مرحله میدانی شد، از پرسشنامه به منظور گردآوری داده‌های مورد نیاز در خصوص ارزیابی مدل کیفی پژوهش، با گویه‌هایی بر مبنای مقوله‌های احصاء شده، استفاده شد. پرسش‌نامه از دو بخش اصلی تشکیل شده است که بخش اول شامل متغیرهای جمعیتی شناختی (جنسیت، سن، مدرک تحصیلی، رشته) و بخش دوم در برگیرنده‌ی گویه‌های مربوط به موضوع اصلی پژوهش است. به منظور اطمینان از روایی و پایایی پرسش‌نامه و همسانی درونی سوال‌ها، پرسش‌نامه به صورت تصادفی بر روی نمونه مقدماتی ۳۰ نفر از کارکنان اجرا شد. بعد از اجرا و بررسی ضرایب آلفای کرونباخ محاسبه شده با استفاده از نرم‌افزار آماری SPSS برای نمونه مقدماتی، مقدار آلفا در کلیه شاخص‌ها بالای ۷۰ صدم بود، لذا پایایی و اعتماد ابزار تایید شد و چون به عدد یک نزدیکتر است می‌توان گفت پرسشنامه از اعتبار بالایی برخوردار است. برای تایید روایی، پرسشنامه به تایید اساتید و خبرگان رسید و از نظر صوری مورد تایید قرار گرفت. تحلیل اطلاعات در بخش کمی با استفاده از رویکرد معادلات ساختاری انجام شد.

یافته‌ها

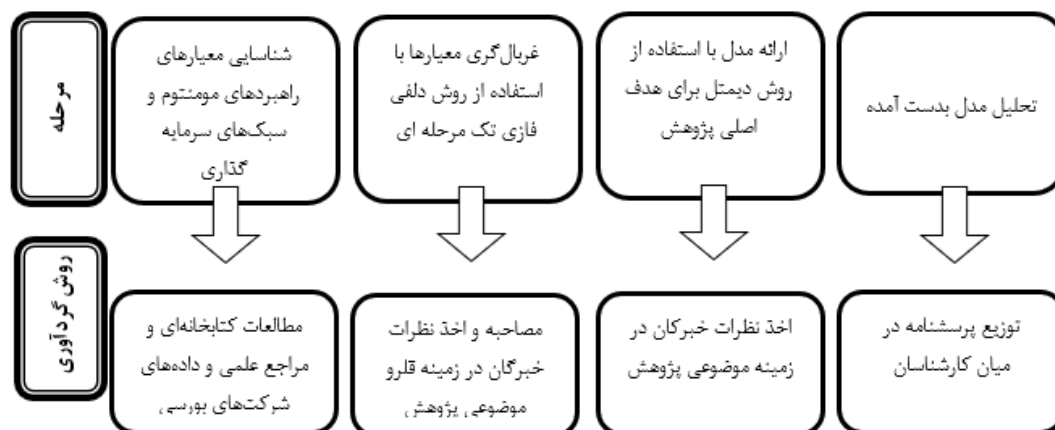
پیار پژوهشی یک الگوی شش لایه است که فلسفه، رویکرد، استراتژی، انتخاب، زمان‌بندی و روش جمع‌آوری داده‌ها را مشخص می‌کند. این الگوی چند لایه، فرآیندهای تحقیق را نشان می‌دهد. بر اساس این مدل، یک تحقیق شامل چندین لایه است که هر لایه تحت تأثیر لایه بالاتری قرار می‌گیرد. این لایه‌ها عبارتند از:

- ☒ لایه اول: فلسفه تحقیق
- ☒ لایه دوم: رویکرد تحقیق
- ☒ لایه سوم: استراتژی تحقیق
- ☒ لایه چهارم: انتخاب تحقیق
- ☒ لایه پنجم: دوره تحقیق
- ☒ لایه ششم: روش جمع‌آوری داده‌ها

در واقع بر اساس این مدل، فلسفه و جهان بینی محقق اساس تحقیق را تشکیل می‌دهد. زیرا هر یک از مراحل بعدی تحقیق از انتخاب رویکرد تحقیق تا جمع‌آوری و تحلیل داده‌ها بر اساس جهان بینی و نگرش محقق است. بنابراین پژوهشگران باید در آغاز هر کار پژوهشی، مبنای فلسفی کار و نوع نگرش و جهان بینی آن را مشخص کنند. در پژوهش حاضر بخش‌ای مختلفی وجود دارد که در ادامه و در قالب یک فلوچارت مراحل مختلف گردآوری داده‌ها ارائه شده است.

شکل ۱

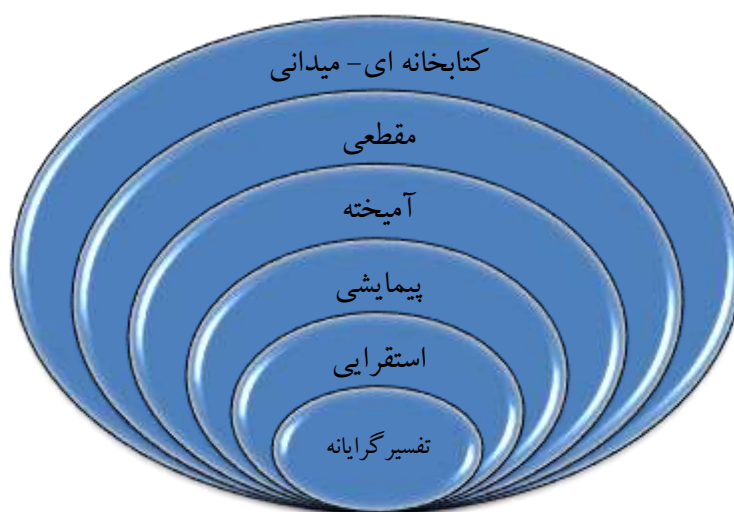
فلوجارت روش گردآوری داده‌ها



در ادامه نیز مدل پیاز پژوهش نهایی برای پژوهش حاضر را می‌توان ارائه نمود که در شکل زیر می‌توان آن را مشاهده نمود.

شکل ۲

پیاز ساندرز پژوهش حاضر



پژوهش حاضر به دلیل اینکه قرار به ارائه یک مدل را دارد باید برای درست بودن تغییرات در مدل و معیارهای موجود، از روش‌های کیفی برای این منظور استفاده شود. بدین منظور ابتدا از طریق مطالعات کتابخانه‌ای معیارهایی استخراج شده و با استفاده از مدل دلفی فازی تک مرحله‌ای، بررسی و غربالگری معیارها صورت پذیرفته شده و مدل جدید به همراه گویه‌های بدست آمده در قالب یک ماتریس تصمیم در اختیار خبرگان قرار گرفت تا مدل‌سازی بر اساس نظرات این خبرگان صورت پذیرد و در انتها با به منظور بررسی اهداف در بخش کمی این پژوهش پرسشنامه‌ای به صورت طیف لیکرت توزیع شد. بعد از این مرحله مدل جدید بررسی روایی و پایایی به طرق مختلف برای مدل ارائه شده صورت گرفت که با توجه به نتایج مطلوب به یک ابزار مطلوب و استاندارد تبدیل شده است.

پایایی (Reliability) یک آزمون، عبارت است از درجه ثبات، همسانی و قابلیت پیش بینی آن در اندازه گیری هر آنچه اندازه می‌گیرد. این کیفیت، در هر نوع اندازه گیری، یک امر اساسی است. مفهوم یاد شده با این امر سروکار دارد که ابزار اندازه گیری در شرایط یکسان تا چه اندازه نتایج یکسانی به دست می‌دهد. برای اندازه گیری پایایی از شاخصی به نام ضریب پایایی استفاده می‌شود، اکثر سازندگان آزمون و محققان اگر ضریب پایایی ۹۰٪ یا بیشتر را به دست آورند احساس رضایت می‌کنند، اما از ضریب کمتر از ۷۰٪ ناراضی می‌شوند پایایی یک آزمون تا حدی تابع طول آزمون است، هر چه طول آزمون بیشتر باشد، پایایی آن بیشتر است. دامنه ضریب پایایی از صفر تا ۱+ است. ضریب پایایی صفر معرف عدم پایایی و ضریب پایایی یک معرف پایایی کامل است

در پژوهش برای بررسی پایایی داده‌ها باید بیان نمود که در بخش ابتدایی به دلیل ماهیت کیفی و اکتشافی پژوهش، نیاز به بررسی پایایی وجود نخواهد داشت زیرا بخش ابتدایی کتابخانه‌ای بوده و داده‌ای از افراد اخذ نشده است و همچنین در بخش دلفی فازی نیز باید بیان نمود برای بررسی پایایی داده‌ها به دلیل خبرگانی بودن این مرحله و با توجه به اینکه پژوهش‌های خبرگانی به دلیل تخصصی تکمیل شدن ابزار، پایایی کافی را خواهد داشت و همچنین بخش دوم پژوهش که مدل استخراجی از طریق محاسبه ضریب آلفای کرونباخ در نرم‌افزار SPSS بررسی شد که نتایج در جدول زیر ارائه شده است.

جدول ۱

مقادیر آلفای کرونباخ معیارها

مقدار ضریب آلفای کرونباخ	معیار
۰/۸۰۲	سرمایه گذاری رشد
۰/۷۹۱	سرمایه گذاری با ارزش
۰/۷۸۴	سرمایه‌گذاری با کیفیت
۰/۸۳۱	سرمایه‌گذاری مومنوم
۰/۷۹۰	چرخه تجاری
۰/۷۶۵	رشد دارایی‌های مالی

در پژوهش حاضر به دلیل اینکه در استخراج گویه‌های مناسب برای مدل نهایی از نظر خبرگان استفاده شده است، باید بیان نمود که روایی صوری ابزار از همان ابتدا مورد تایید بوده است زیرا بر اساس نظر خبرگان تمامی معیارها غربال‌گری شده‌اند. از تکنیک دلفی با رویکرد فازی می‌توان برای تعیین اهمیت معیارها و غربالگری معیارهای کلیدی استفاده کرد. یکی از مزایای عمده تکنیک دلفی فازی^۱ در مقایسه با تکنیک دلفی سنتی برای معیارهای غربالگری این است که می‌توان از دور برای خلاصه کردن و مرتب سازی موارد استفاده کرد.

الگوریتم تکنیک دلفی فازی شامل مراحل زیر است:

- شناسایی یک طیف مناسب برای فازی سازی عبارات زبانی
- تجمع فازی مقادیر فازی شده
- فازی زدایی

¹ Fuzzy Delphi

- در الگوریتم تکنیک دلفی فازی برای غربالگری، ابتدا باید یک طیف فازی مناسب برای فازی سازی عبارات زبانی پاسخ دهندگان ایجاد شود. برای این منظور می‌توان از روش‌های توسعه طیف فازی یا طیف‌های فازی رایج استفاده کرد. به عنوان مثال، طیف فازی مثلثی برای مقیاس پنج درجه‌ای لیکرت در مورد اهمیت معیارها به شرح زیر است:

اعداد فازی مثلثی، با مقیاس پنج درجه‌ای لیکرت (Habibi et al., 2015)

خیلی بی اهمیت	بی اهمیت	متوسط	مهم	خیلی مهم
(۰,۰,۰.۲۵)	(۰,۰.۲۵,۰.۵)	(۰.۲۵,۰.۵,۰.۷۵)	(۰.۵,۰.۷۵,۱)	(۰.۷۵,۱,۱)

پس از انتخاب یا توسعه طیف فازی مناسب، نظرات کارشناسان جمع آوری و فازی می‌شود. در مرحله دوم، نظرات کارشناسان باید تجمیع شود. چندین روش برای تجمیع فازی نظرات کارشناسان پیشنهاد شده است. اگر نظر یک متخصص به صورت یک عدد فازی مثلثی (l, u, m) نمایش داده شود، ساده ترین روش محاسبه میانگین فازی نظرات کارشناسان است:

$$F_{AVE} = \frac{\sum l}{n}, \frac{\sum m}{n}, \frac{\sum u}{n} \quad (1)$$

پس از تجمیع فازی نظرات کارشناسان، مقادیر باید غیرفازی شوند. روش‌های مختلفی که با رویکرد فازی انجام می‌شود، محقق در نهایت مقادیر فازی نهایی را به عدد واضح و قابل فهم تبدیل می‌کند. به طور معمول، تجمع اعداد فازی مثلثی و دوزنقه‌ای را می‌توان با یک مقدار واضح خلاصه کرد که بهترین میانگین است. این عملیات به نام فازی سازی شناخته می‌شود. روش‌های متعدد و پیچیده‌ای برای فازی سازی وجود دارد. یکی از ساده‌ترین روش‌های فازی‌سازی، اعداد فازی مثلثی متوسط است:

$$\begin{aligned} F_{ave} &= (L, M, U) \\ x_m^1 &= \frac{L+M+U}{3} \\ x_m^2 &= \frac{L+2M+U}{4} \\ x_m^3 &= \frac{L+4M+U}{6} \end{aligned} \quad (2)$$

مقادیر $x_{\max}^i$ خیلی متفاوت نیستند و دائماً نزدیک به M هستند. M میانگینی است که از مجموع مقادیر ممکن m از اعداد فازی

مثلی مختلف به دست می آید. با این حال، مقدار واضح حداکثر $X_{\max}^i$ در نظر گرفته می شود.

پس از انتخاب روش مناسب و عدم فازی سازی مقادیر برای غربالگری، یک آستانه باید محاسبه شود. این آستانه معمولاً ۰.۷ است اما بر اساس نظر محقق در مطالعات مختلف متفاوت است. اگر مقدار واضح عدم فازی سازی نظرات کارشناسان جمع آوری شده بزرگتر از آستانه باشد، این معیار مطابقت دارد. اگر معیار کمتر از آستانه باشد حذف می‌شود (Habibi et al., 2015). همچنین معیارهای استخراجی برای پرسشنامه دلفی فازی تهیه شده در این پژوهش در جدول زیر نشان داده شده است.

جدول ۳

پرسشنامه دلفی

متغیر	زیر معیار	متغیر	زیر معیار
سرمایه‌گذاری رشد	تاریخچه قوی شرکت که نشان‌دهنده رشد باشد روند رو به رشد درآمد حاشیه سود قوی بازدهی موثر هر سهم عملکرد سهام	سرمایه‌گذاری با ارزش عملکرد مالی و درآمدهای شرکت بررسی جریان نقدی ورودی و خروجی سودآوری نام تجاری شرکت مدل کسب و کار شرکت بازار هدف مزیت رقابتی	
سرمایه‌گذاری با کیفیت	ثبات مدیریت منحصر به فرد بودن مدل کسب و کار محصولات قابل اعتماد نام تجاری بازده حقوق صاحبان سهام ثبات جریان نقدی قوی و آزاد	سرمایه‌گذاری مومنتوم مومنتوم قیمت مومنتوم صنعت تعدیل بازده بابت ریسک	
چرخه تجاری	حجم معاملات مدل‌های بازگشت سرمایه قدرت ریسک‌پذیری نرخ رشد شرکت و سهام سرمایه‌گذاری سود سهام	رشد قیمت دارایی مالی مصرف (C) نرخ بهره اسمی (R) شاخص قیمت (P) تولید (Y) Q توبین نرخ تنزیل مجدد (IRI) نرخ بازده داخلی (IRR) نرخ بهره (r) تورم	

به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها بعد از شناسایی مولفه‌های اصلی در مرحله اول، در مرحله دوم با استفاده از روش تحلیل دلفی فازی تک مرحله‌ای، مهم‌ترین معیارها شناسایی و غربال‌گری خواهند شد. این کار با استفاده از برنامه fuzzy-delphi-analysis-v2-01 صورت خواهد گرفت. برای این منظور با اخذ نظرات کیفی خبرگان وارد شده به پژوهش، نظرات فازی سازی شده و سپس با استفاده از برنامه استفاده شده، معیارهایی که باید در پژوهش باقی بمانند از میان مجموعه معیارها شناسایی می‌شود.



سپس با استفاده از تنظیم پرسشنامه‌ای بر مبنای اصول روش دیمتل، از خبرگان نظرسنجی شده و نظرات پانل خبرگان اخذ می‌شود، سپس با استفاده از کدنویسی صورت گرفته شده در نرم‌افزار Excel مدل بر اساس مشخص نمودن حد آستانه اهمیت و علت و معلول بودن معیارهای مختلف و ارتباطات میان معیارها، مدل نهایی استخراج می‌شود.

جدول ۴

پرسشنامه دیمتل

سرمایه گذاری رشد	سرمایه گذاری ارزش	سرمایه گذاری با کیفیت	سرمایه گذاری با مومنوم	رشد قیمت دارایی‌های مالی	چرخه تجاری
•	•	•	•	•	•
سرمایه گذاری رشد					
سرمایه گذاری با ارزش	•				
سرمایه گذاری با کیفیت		•			
سرمایه گذاری مومنوم			•		
رشد قیمت دارایی‌های مالی				•	
چرخه تجاری					•

یافته‌ها

در این مرحله از پژوهش، نظرات خبرگان در مورد معیارهای مورد ارزیابی جمع‌آوری گردید. در روند اجرای این مرحله پرسشنامه در اختیار خبرگان هم قرار گرفت و نتایج حاصل شده از این پرسشنامه در جدول فوق نشان داده شده است. بعد از دریافت نظرات خبرگان، این نظرات در نرم‌افزار fuzzy-delphi-analysis-v2-01 تحلیل گردید و نتایج آن به‌صورت زیر درآمد.

حد آستانه بدست آمده برابر با ۰/۱۲۴ بود که شامل ۳۳ معیار گردید و مابقی معیارها از تحلیل خارج گردیدند. این معیارها در جدول زیر به همراه رتبه آن‌ها و همچنین مقادیر امتیاز حاصل شده آن‌ها نشان داده شده است.

جدول ۵

معیارهای نهایی

گوپه‌ها	ردیف	متغیرها	امتیاز	رتبه	حد آستانه
سرمایه‌گذاری رشد	۱	تاریخچه قوی شرکت که نشان‌دهنده رشد باشد	۰/۶۳۳	۱۲	۰/۱۲۴
	۲	روند رو به رشد درآمد	۰/۶۶۷	۸	
	۳	حاشیه سود قوی	۰/۷	۵	
	۴	بازدهی موثر هر سهم	۰/۷	۵	
	۵	عملکرد سهام	۰/۷۶۷	۲	
سرمایه‌گذاری با ارزش	۶	عملکرد مالی و درآمدهای شرکت	۰/۶	۲۰	۰/۱۲۴
	۷	بررسی جریان نقدی ورودی و خروجی	۰/۷۳۳	۳	
	۸	سودآوری	۰/۱۱۱	۳۴	
	۹	نام تجاری شرکت	۰/۶۳۳	۱۲	

۱۰	مدل کسب و کار شرکت	۰/۵۳۳	۲۸
۱۱	بازار هدف	۰/۵۳۳	۲۸
۱۲	مزیت رقابتی	۰/۶	۲۰
۱۳	ثبات مدیریت	۰/۶	۲۰
۱۴	منحصر به فرد بودن مدل کسب و کار	۰/۵۶۷	۲۳
۱۵	محصولات قابل اعتماد	۰/۱۱۱	۳۴
۱۶	نام تجاری	۰/۷۳۳	۳
۱۷	بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۸	۱
۱۸	ثبات	۰/۶۳۳	۱۲
۱۹	جریان نقدی قوی و آزاد	۰/۷	۷
۲۰	مومنتوم قیمت	۰/۶۶۷	۸
۲۱	مومنتوم صنعت	۰/۶۳۳	۱۲
۲۲	تعدیل بازده بابت ریسک	۰/۵۶۷	۲۳
۲۳	مصرف (C)	۰/۵۶۷	۲۳
۲۴	نرخ بهره اسمی (R)	۰/۵۳۳	۲۸
۲۵	شاخص قیمت (P)	۰/۵۳۳	۲۸
۲۶	تولید (Y)	۰/۵۶۷	۲۳
۲۷	Q توبین	۰/۵۶۷	۲۳
۲۸	نرخ تنزیل مجدد (IRI)	۰/۱۱۱	۳۴
۲۹	نرخ بازده داخلی (IRR)	۰/۱۱۱	۳۴
۳۰	نرخ بهره (r)	۰/۱۳۳	۳۳
۳۱	تورم	۰/۶۳۳	۱۲
۳۲	حجم معاملات	۰/۶۳۳	۱۲
۳۳	مدل‌های بازگشت سرمایه	۰/۶۳۳	۱۲
۳۴	قدرت ریسک پذیری	۰/۶۳۳	۱۲
۳۵	نرخ رشد شرکت و سهام	۰/۲۷۸	۳۲
۳۶	سرمایه‌گذاری	۰/۶۳۳	۱۱
۳۷	سود سهام	۰/۶۶۷	۸

اکنون با توجه به این ۳۳ معیار به جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز برای بررسی اهداف پژوهش پرداخته شد که نتایج آن در قسمت بعدی نشان داده شده است.

برای انعکاس ارتباطات متقابل میان معیارها از تکنیک دیمتل استفاده شده است. به طوری که متخصصان قادرند با تسلط بیشتری به بیان نظرات خود در رابطه با اثرات (جهت و شدت اثرات) میان عوامل بپردازند. لازم به ذکر است که ماتریس حاصله از تکنیک دیمتل (ماتریس ارتباطات داخلی)، هم رابطه علی و معلولی بین عوامل را نشان می‌دهد و هم اثرپذیری و اثرگذاری متغیرها را نمایش می‌دهد. برای هر یک از معیارها باید این تحلیل‌ها صورت پذیرد و در بین این معیارها بیشترین معیار موثر و روابط بین معیارها یافته شود. در هر مرحله تمام ماتریس‌های معیارها ارائه خواهد شد.



گام‌های مختلف شناسایی روابط درونی معیارها

گام نخست - محاسبه ماتریس ارتباط مستقیم (M)

زمانیکه از دیدگاه چند کارشناس استفاده می‌شود از میانگین هندسی نظرات استفاده می‌شود. پس تمام ماتریس‌های ارتباط مستقیم حاصل برآیند نظرات تمام خبرگان می‌باشد. ماتریس ارتباط مستقیم یا M را تشکیل می‌دهیم.

جدول ۶

ماتریس ارتباط مستقیم

سرمایه گذاری	سرمایه گذاری با ارزش	سرمایه گذاری با کیفیت	سرمایه گذاری با مومنتوم	رشد قیمت دارایی‌های مالی	چرخه تجاری
سرمایه گذاری رشد	-	۱.۴۱	۱.۲۶	۱.۱۲	۴.۹۱
سرمایه گذاری با ارزش	۱.۲۶	-	۱.۲۶	۵.۷۹	۴.۹۱
سرمایه گذاری با کیفیت	۱.۱۲	۱.۳۵	-	۵.۴۱	۴.۶۹
سرمایه گذاری مومنتوم	۱.۲۰	۱.۱۲	۱.۱۲	-	۵.۹۴
رشد قیمت دارایی‌های مالی	۱.۵۹	۲.۵۷	۲.۱۴	۲.۲۹	-
چرخه تجاری	۱.۹۱	۱.۵۹	۱.۸۲	۱.۶۲	۷.۹۸

گام دوم - محاسبه ماتریس ارتباط مستقیم نرمال: $N = K * M$

ابتدا جمع تمامی سطرها و ستون‌ها محاسبه می‌شود. معکوس بزرگترین عدد سطر و ستون k را تشکیل می‌دهد و سپس تمامی مقادیر جدول بر معکوس این عدد ضرب می‌شود تا ماتریس نرمال شود.

$$k = \frac{1}{\max \sum_{j=1}^n a_{ij}}$$

جدول ۷

ماتریس ارتباط مستقیم نرمال معیارها

N	سرمایه گذاری رشد	سرمایه گذاری با ارزش	سرمایه گذاری با کیفیت	سرمایه گذاری با مومنتوم	رشد قیمت دارایی‌های مالی	چرخه تجاری
سرمایه گذاری رشد	-	۰.۰۴	۰.۰۴	۰.۰۳	۰.۱۹	۰.۱۵
سرمایه گذاری با ارزش	۰.۰۴	-	۰.۰۴	۰.۰۴	۰.۱۷	۰.۱۵
سرمایه گذاری با کیفیت	۰.۰۳	۰.۰۴	-	۰.۰۴	۰.۱۶	۰.۱۴
سرمایه گذاری مومنتوم	۰.۰۴	۰.۰۳	۰.۰۳	-	۰.۲۴	۰.۱۸
رشد قیمت دارایی‌های مالی	۰.۰۵	۰.۰۸	۰.۰۶	۰.۰۷	-	۰.۰۴
چرخه تجاری	۰.۰۶	۰.۰۵	۰.۰۵	۰.۰۵	۰.۲۴	-

گام سوم - محاسبه ماتریس ارتباط کامل

برای محاسبه ماتریس ارتباط کامل ابتدا ماتریس همانی (I) تشکیل می‌شود. سپس ماتریس همانی را منهای ماتریس نرمال کرده و ماتریس حاصل را معکوس می‌کنیم. در نهایت ماتریس نرمال را در ماتریس معکوس ضرب می‌کنیم:

$$T = N \times (I - N)^{-1}$$

جدول ۸

ماتریس ارتباط کامل معیارها

T	سرمایه گذاری رشد	سرمایه گذاری ارزش	سرمایه گذاری با کیفیت	سرمایه گذاری با مومنتوم	رشد دارایی‌های مالی	چرخه تجاری
سرمایه گذاری رشد	۰.۰۳۵	۰.۰۷۴	۰.۰۷۲	۰.۰۶۸	۰.۲۶۴	۰.۱۹۷
سرمایه گذاری با ارزش	۰.۰۷۱	۰.۰۳۳	۰.۰۷۱	۰.۰۷۱	۰.۲۵۳	۰.۱۹۶
سرمایه گذاری با کیفیت	۰.۰۶۶	۰.۰۷۱	۰.۰۳۳	۰.۰۷۰	۰.۲۳۹	۰.۱۸۸
سرمایه گذاری مومنتوم	۰.۰۷۵	۰.۰۷۰	۰.۰۷۳	۰.۰۳۸	۰.۳۲۹	۰.۲۳۱
رشد قیمت دارایی‌های مالی	۰.۰۶۸	۰.۰۹۹	۰.۰۸۶	۰.۰۹۳	۰.۰۶۷	۰.۰۹۴
چرخه تجاری	۰.۰۸۸	۰.۰۷۹	۰.۰۸۶	۰.۰۸۲	۰.۳۰۰	۰.۰۶۳

گام چهارم - نمایش نقشه روابط شبکه

برای تعیین نقشه روابط شبکه (NRM) باید شدت آستانه محاسبه شود. با این روش می‌توان از روابط جزئی صرف‌نظر کرده و شبکه روابط قابل اعتنا را ترسیم کرد. تنها روابطی که مقادیر آن‌ها در ماتریس T از مقدار آستانه بزرگتر باشد در NRM نمایش داده خواهد شد. برای محاسبه مقدار آستانه روابط کافی است تا میانگین مقادیر ماتریس T محاسبه شود. بعد از آنکه شدت آستانه تعیین شد، تمامی مقادیر ماتریس T که کوچکتر از آستانه باشد صفر شده یعنی آن رابطه علی در نظر گرفته نمی‌شود.

جدول ۹

الگوی روابط معنی داری معیارها

سرمایه گذاری رشد	سرمایه گذاری با ارزش	سرمایه گذاری با کیفیت	سرمایه گذاری با مومنتوم	رشد قیمت دارایی‌های مالی	چرخه تجاری
سرمایه گذاری رشد				۰.۲۶۴	۰.۱۹۷
سرمایه گذاری با ارزش				۰.۲۵۳	۰.۱۹۶
سرمایه گذاری با کیفیت				۰.۲۳۹	۰.۱۸۸
سرمایه گذاری مومنتوم				۰.۳۲۹	۰.۲۳۱
رشد قیمت دارایی‌های مالی					
چرخه تجاری					۰.۳۰۰

در جدول زیر می‌توان روابط تاثیرگذار در تحلیل را مشاهده نمود که درواقع مقادیری تاثیرگذار خواهند بود که میزان ارتباطشان بیش‌تر از میزان میانگین کل ارتباطات شبکه باشد. با توجه به الگوی روابط می‌توان نمودار علی را براساس جدول بعد ترسیم کرد:



جدول ۱۰

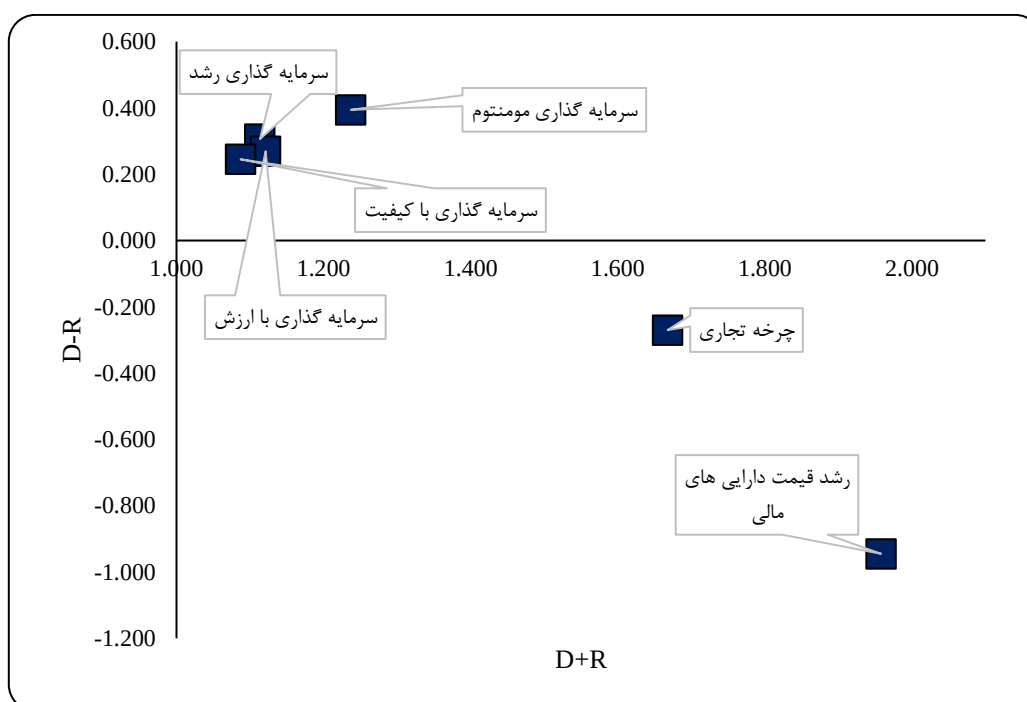
روابط تاثیرگذار

D-R	D+R	R	D	
۰.۳۰۶	۱.۱۱۳	۰.۴۰۴	۰.۷۱۰	سرمایه گذاری رشد
۰.۲۶۹	۱.۱۲۱	۰.۴۲۶	۰.۶۹۵	سرمایه گذاری با ارزش
۰.۲۴۵	۱.۰۸۷	۰.۴۲۱	۰.۶۶۶	سرمایه گذاری با کیفیت
۰.۳۹۴	۱.۲۳۷	۰.۴۲۱	۰.۸۱۶	سرمایه گذاری مومنتوم
۰.۹۴۵-	۱.۹۵۸	۱.۴۵۱	۰.۵۰۷	رشد قیمت دارایی‌های مالی
۰.۲۷۰-	۱.۶۶۸	۰.۹۶۹	۰.۶۹۹	چرخه تجاری

بر اساس جدول فوق متغیرهای اصلی تحلیل دیمتل را نشان می‌دهد که بر اساس آن‌ها نمودارهای علت و معلولی آورده شده در شکل زیر ترسیم شده است.

شکل ۳

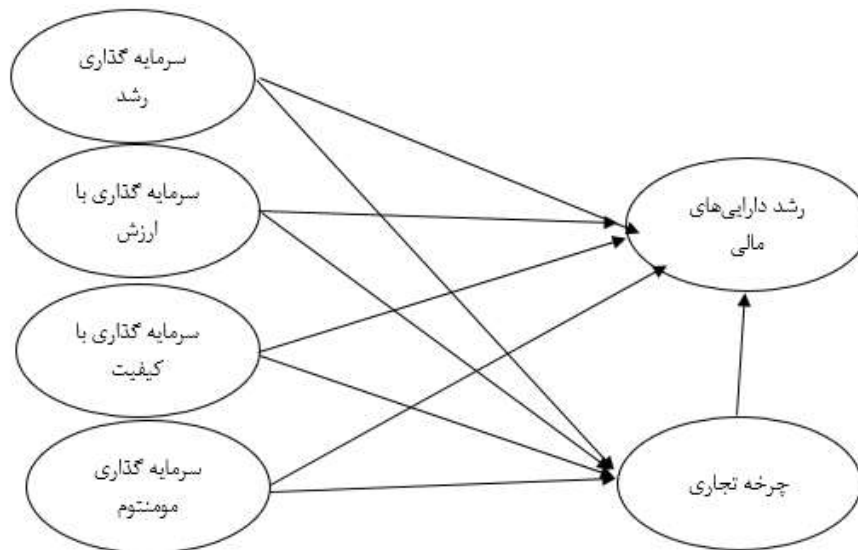
نمودار علت و معلولی



بر اساس شکل فوق می‌توان بیان نمود که چهار سبک سرمایه‌گذاری علت‌های پژوهش و دو معیار چرخه تجاری و رشد دارایی‌های مالی معلول‌های پژوهش هستند. همچنین بر اساس جدول فوق مدل نهایی استخراج شده بر اساس شکل زیر است.

شکل ۴

مدل نهایی استخراج شده



بحث و نتیجه گیری

نتایج این پژوهش نشان داد که سبک های مختلف سرمایه گذاری شامل رشد، ارزشی، کیفی و مومنتم تأثیر معناداری بر رشد دارایی های مالی شرکت ها دارند و این اثرگذاری در تعامل با شرایط چرخه تجاری به طور چشمگیری تقویت یا تضعیف می شود. ساختار علی استخراج شده از مدل دیمتل نشان داد که سبک های سرمایه گذاری به عنوان متغیرهای علت و رشد دارایی های مالی و چرخه تجاری به عنوان متغیرهای معلول در شبکه روابط عمل می کنند. این یافته با دیدگاه های نظری مدیریت مالی که بر نقش تصمیمات سرمایه گذاری در شکل دهی ساختار دارایی ها تأکید دارد هم راستا است (Diab, 2021; Rezaei & Sayyari, 2015). همچنین نتایج حاضر از این فرضیه حمایت می کند که انتخاب سبک سرمایه گذاری نه تنها بر بازده کوتاه مدت بلکه بر مسیر انباشت دارایی های مالی شرکت در بلندمدت اثرگذار است (Chou et al., 2019; Yazdani Far et al., 2025).

در میان سبک های سرمایه گذاری، سبک مومنتم بیشترین قدرت اثرگذاری علی بر رشد دارایی های مالی را نشان داد. این نتیجه با یافته های پژوهش هایی که کارایی راهبردهای مومنتم را در بازارهای مختلف گزارش کرده اند همخوانی کامل دارد (Ahmed & Alhadab, 2020; Berggrun et al., 2020; Liu et al., 2021). مطابق این مطالعات، تداوم روندهای قیمتی، واکنش تدریجی سرمایه گذاران به اطلاعات جدید و وجود اصطکاک های معاملاتی موجب می شود که مومنتم به عنوان یکی از قدرتمندترین منابع ایجاد بازده و رشد دارایی ها عمل کند (Li & Galvani, 2018; Yang & Zhang, 2019). در بازارهای نوظهور نیز شواهد مشابهی گزارش شده است که نشان می دهد اثر مومنتم نه تنها محدود به بازارهای توسعه یافته نیست بلکه در محیط های مالی با ناکارایی اطلاعاتی شدیدتر حتی قوی تر ظاهر می شود (Lin et al., 2016; Mousavi Shiri et al., 2015).

سبک سرمایه گذاری رشد نیز تأثیر مثبت و معناداری بر رشد دارایی های مالی داشت. این نتیجه قابل تبیین از منظر نظریه رشد شرکت هاست که سرمایه گذاری در بنگاه های دارای فرصت های توسعه ای بالا منجر به افزایش ظرفیت تولید، سودآوری و ارزش بازار آن ها می شود



(Rezaei et al., 2015; Rezaei & Sayyari, 2015). پژوهش‌های پیشین نیز نشان داده‌اند که تمرکز بر شرکت‌های دارای نرخ رشد بالا در سود و درآمد، موجب افزایش شتاب انباشت دارایی‌ها و بهبود عملکرد مالی می‌شود (Chou et al., 2019; Yazdani Far et al., 2025). نتایج حاضر این دیدگاه را تقویت می‌کند که سبک رشد، به‌ویژه در دوره‌های رونق چرخه تجاری، اثرگذاری بیشتری بر رشد دارایی‌های مالی دارد.

سبک‌های ارزشی و کیفی نیز اثرات مثبت و معناداری بر رشد دارایی‌ها نشان دادند. این یافته با ادبیات مالی که بر مزایای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دارای ارزش ذاتی بالا، ثبات مدیریتی، ساختار مالی سالم و مزیت رقابتی پایدار تأکید دارد سازگار است (Kahkhaani, 2017; Sinaei et al., 2015). مطالعات رفتاری نیز بیان می‌کنند که ترکیب تحلیل‌های بنیادی با ارزیابی کیفی می‌تواند منجر به تخصیص بهینه منابع و کاهش ریسک‌های سرمایه‌گذاری شود (Derakhshanmehr, 2020; Nikoo et al., 2020). در نتیجه، اثر مثبت این دو سبک بر رشد دارایی‌های مالی شرکت‌ها امری قابل انتظار بوده و یافته‌های این پژوهش شواهد تجربی جدیدی برای آن فراهم می‌کند.

یکی از مهم‌ترین یافته‌های پژوهش حاضر، نقش میانجی و تعدیل‌کننده چرخه تجاری در رابطه میان سبک‌های سرمایه‌گذاری و رشد دارایی‌های مالی است. نتایج نشان داد که شدت و جهت اثرگذاری سبک‌های سرمایه‌گذاری بسته به مرحله چرخه تجاری تغییر می‌کند. این نتیجه با نظریه‌های چرخه تجاری که بر تأثیر نوسانات کلان اقتصادی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و بازده دارایی‌ها تأکید دارند همخوان است (Bahadir & Gumus, 2016; Fernández-Villaverde & Guerrón-Quintana, 2020). همچنین یافته‌های پژوهش‌های اخیر که بر نقش شوک‌های خبری، عدم اطمینان و سیاست‌های کلان در شکل‌دهی به رفتار بازارهای مالی تأکید دارند، این تبیین را تقویت می‌کنند (Metiu et al., 2023; Radu, 2023).

نتایج حاضر همچنین با مطالعات انجام‌شده در اقتصاد ایران همسو است که نشان می‌دهند چرخه‌های تجاری می‌توانند بازده دارایی‌ها، احساسات سرمایه‌گذاران و جریان‌های سرمایه را به‌طور معناداری تحت تأثیر قرار دهند (Eyshi Ravandi et al., 2024; Shaygani et al., 2023). در دوره‌های رونق اقتصادی، افزایش نقدینگی، خوش‌بینی سرمایه‌گذاران و بهبود شرایط تأمین مالی موجب می‌شود که سبک‌های رشد و مومنتوم اثرگذاری بیشتری بر رشد دارایی‌ها داشته باشند، در حالی که در دوره‌های رکود، سرمایه‌گذاران گرایش بیشتری به سبک‌های ارزشی و کیفی پیدا می‌کنند (Chou et al., 2019; Li & Galvani, 2018). این الگوی رفتاری در پژوهش حاضر نیز به‌طور ضمنی تأیید شده است. افزون بر این، نتایج پژوهش با مطالعاتی که بر نقش متغیرهای رفتاری و احساسات سرمایه‌گذاران در شکل‌دهی به تصمیمات سرمایه‌گذاری تأکید دارند هم‌راستا است (Nikoo et al., 2020; Soroushyar & Ahmadi, 2016). اثرگذاری قوی سبک مومنتوم بر رشد دارایی‌ها را می‌توان ناشی از واکنش‌های هیجانی، رفتار توده‌وار و تأخیر در تعدیل قیمت‌ها دانست؛ عواملی که در بازارهای کمتر کارا شدیدتر بروز می‌کنند (Ahmed & Alhadab, 2020; Liu et al., 2021).

در سطح کلان، نتایج این پژوهش با مطالعاتی که تعامل میان سرمایه‌گذاری خارجی، توسعه مالی و چرخه‌های تجاری را بررسی کرده‌اند نیز همخوانی دارد (Özkan et al., 2024; Samambet, 2024; Sultanuzzaman et al., 2024; Tariq et al., 2023). این هم‌راستایی نشان می‌دهد که رشد دارایی‌های مالی شرکت‌ها نه‌تنها محصول تصمیمات خرد سرمایه‌گذاران بلکه برآیند نیروهای ساختاری اقتصاد کلان است.

در مجموع، یافته‌های این پژوهش تصویری یکپارچه از نقش سبک‌های سرمایه‌گذاری در رشد دارایی‌های مالی با واسطه‌گری چرخه تجاری ارائه می‌دهد و شکاف موجود در ادبیات پژوهشی را تا حد زیادی پوشش می‌دهد (Chou et al., 2019; Yazdani Far et al., 2025).

این نتایج نشان می‌دهد که مدل‌های تحلیل مالی باید به‌طور هم‌زمان متغیرهای رفتاری، نهادی و کلان اقتصادی را در نظر گیرند تا قدرت تبیین و پیش‌بینی خود را افزایش دهند.

از جمله محدودیت‌های این پژوهش می‌توان به استفاده از داده‌های مقطعی و اتکا به قضاوت خبرگان اشاره کرد که ممکن است تحت تأثیر سوگیری‌های فردی قرار گیرد. همچنین تعمیم نتایج به سایر بازارهای مالی با ساختار نهادی متفاوت باید با احتیاط صورت گیرد. محدودیت دیگر، تمرکز پژوهش بر تعداد مشخصی از سبک‌های سرمایه‌گذاری است و سایر رویکردهای نوین سرمایه‌گذاری در این مطالعه لحاظ نشده‌اند. پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی از داده‌های طولی و مدل‌های پویای پیشرفته برای بررسی تغییرات زمانی روابط میان متغیرها استفاده شود. همچنین بررسی اثر سایر سبک‌های سرمایه‌گذاری نوظهور و نقش متغیرهای نهادی و سیاسی می‌تواند به غنای ادبیات این حوزه بیفزاید.

مدیران سرمایه‌گذاری و سیاست‌گذاران بازار سرمایه می‌توانند با طراحی راهبردهای منعطف متناسب با مراحل مختلف چرخه تجاری، کارایی پرتفوی‌ها را بهبود بخشند و مسیر رشد دارایی‌های مالی شرکت‌ها را هموار سازند.

تعارض منافع

در انجام مطالعه حاضر، هیچ‌گونه تضاد منافی وجود ندارد.

مشارکت نویسندگان

در نگارش این مقاله تمامی نویسندگان نقش یکسانی ایفا کردند.

موازن اخلاقی

در انجام این پژوهش تمامی موازن و اصول اخلاقی رعایت گردیده است.

شفافیت داده‌ها

داده‌ها و مآخذ پژوهش حاضر در صورت درخواست از نویسنده مسئول و ضمن رعایت اصول کپی رایت ارسال خواهد شد.

حامی مالی

این پژوهش حامی مالی نداشته است.

References

- Ahmed, M. S., & Alhadab, M. (2020). Momentum, asymmetric volatility and idiosyncratic risk-momentum relation: Does technology-sector matter? *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 78, 355-371. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2020.05.005>
- Bahadir, B., & Gumus, I. (2016). Credit decomposition and business cycles in emerging market economies. *Journal of International Economics*, 103, 250-262. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2016.10.003>
- Berggrun, L., Cardona, E., & Lizarzaburu, E. (2020). Profitability of momentum strategies in Latin America. *International Review of Financial Analysis*, 70, 101502. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101502>
- Chou, P. H., Ko, K. C., & Yang, N. T. (2019). Asset growth, style investing, and momentum. *Journal of Banking & Finance*, 98, 108-124. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.11.008>



- Derakhshanmehr, A. (2020). The relationship between investor sentiment tendencies and stock price changes with voluntary disclosure. *Accounting and Management Perspective*, 3(21), 127-143. https://www.jamv.ir/article_105438.html?lang=en
- Diab, A. A. (2021). The appearance of community logics in management accounting and control: Evidence from an Egyptian sugar beet village. *Critical Perspectives on Accounting*, 79, 102084. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2019.04.005>
- Eyshi Ravandi, M., Moeinaddin, M., Taftiyan, A., & Rostami Bashmani, M. (2024). Investigating the Impact of Investor Sentiment and Liquidity on Stock Returns of the Iranian Stock Exchange. *Dynamic Management and Business Analysis*, 3(1), 40-52. <https://doi.org/10.22034/dmbaj.2024.2038046.1068>
- Fernández-Villaverde, J., & Guerrón-Quintana, P. A. (2020). Uncertainty shocks and business cycle research. *Review of Economic Dynamics*, 37, S118-S146. <https://doi.org/10.1016/j.red.2020.06.005>
- Habibi, A., Jahantigh, F. F., & Sarafrazi, A. (2015). Fuzzy Delphi technique for forecasting and screening items. *Asian Journal of Research in Business Economics and Management*, 5(2), 130-143.
- Kahkhaani, F. (2017). *Investigating the relationship between investment styles, dividend policy and investment opportunities on the performance of institutional investors in the Tehran Stock Exchange* [Kharazmi University]. <https://elmnet.ir/doc/11175737-17717>
- Li, L., & Galvani, V. (2018). Market states, sentiment, and momentum in the corporate bond market. *Journal of Banking & Finance*, 89, 249-265. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.02.007>
- Lin, C., Ko, K. C., Feng, Z. X., & Yang, N. T. (2016). Market dynamics and momentum in the Taiwan stock market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 38, 59-75. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.03.009>
- Liu, M. Y., Chuang, W. I., & Lo, C. L. (2021). Options-implied information and the momentum cycle. *Journal of Financial Markets*, 53, 100565. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2020.100565>
- Metiu, N., Prieto, E., Rapach, D., & Zhou, G. (2023). *Time-Varying Stock Return Correlation, News Shocks, and Business Cycles Time-series and cross-sectional stock return forecasting: new machine learning methods* (Machine Learning for Asset Management: New Developments and Financial Applications, Issue).
- Mousavi Shiri, M., Salehi, M., Shakeri, M., & Bakhshian, A. (2015). Profitability of momentum strategy and the impact of stock trading volume on it in the Tehran Stock Exchange.
- Nikoo, H., Ebrahimi, S. K., & Jalali, F. (2020). Investor sentiment, idiosyncratic volatility, and stock mispricing in companies listed on the Tehran Stock Exchange.
- Özkan, O., Popescu, I. A., Destek, M. A., & Balsalobre-Lorente, D. (2024). Time-quantile impact of foreign direct investment, financial development, and financial globalisation on green growth in BRICS economies. *Journal of Environmental Management*, 371, 123145. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2024.123145>
- Radu, Ș. C. (2023). The effects of government expenditure on the output: A real business cycle analysis for the Romanian economy. *Studia Universitatis Babes-Bolyai Oeconomica*, 68(2), 55-72. <https://doi.org/10.2478/subboec-2023-0009>
- Rezaei, F., Mohseni, R., & Rayeqi, M. (2015). Comparing factors affecting the rate of return on assets with an emphasis on business strategies.
- Rezaei, F., & Sayyari, M. S. (2015). The role of financial resources on the relationship between asset growth and stock returns of companies.
- Sairmaly, F. A. (2023). Human Capital Development and Economic Growth: A Literature Review on Information Technology Investment, Education, Skills, and Productive Labour. *Jurnal Minfo Polgan*, 12(1), 679-693. <https://doi.org/10.33395/jmp.v12i1.12491>
- Samambet, M. (2024). Is natural resource wealth a boon or a bane? The impact of oil rents and foreign direct investment on economic growth in Kazakhstan. *Journal of Infrastructure, Policy and Development (JIPD)*, 8(13). <https://doi.org/10.24294/jipd.v8i13.5486>
- Shaygani, B., Aghbali, A. R., & Zarrini, E. (2023). Identifying the Factors Affecting Business Cycles in the Iranian Economy: A Quantile Regression Approach. *Beta Stability Economics*, 4(2), 112-145.
- Sinaei, H. A., Hezbavi, Y., & Mohammadi, J. (2015). Investigating the impact of behavioral variables on investment decisions based on major investment styles in the stock exchange. *Accounting Reviews*, 2(6), 73-92. https://jiar.scu.ac.ir/article_12255.html?lang=en
- Soroushyar, A., & Ahmadi, S. A. (2016). Investigating the role of momentum and investor sentiment on herding behavior in the Tehran Stock Exchange. *Investment Knowledge*, 5(18), 147-159. http://www.jik-ifea.ir/article_8622.html?lang=en
- Sultanuzzaman, M. R., Yahya, F., & Lee, C. C. (2024). Exploring the complex interplay of green finance, business cycles, and energy development. *Energy*, 306, 132479. <https://doi.org/10.1016/j.energy.2024.132479>
- Tariq, G., Sun, H., Fernandez-Gamiz, U., Mansoor, S., Pasha, A. A., Ali, S., & Khan, M. S. (2023). Effects of globalization, foreign direct investment and economic growth on Renewable electricity consumption. *Heliyon*, 9(3), e14635. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e14635>
- Yang, X., & Zhang, H. (2019). Extreme absolute strength of stocks and performance of momentum strategies. *Journal of Financial Markets*, 44, 71-90. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2019.01.001>



Yazdani Far, N., Moradi, M. A., & Faghani, M. (2025). Investigating the Impact of Investor Accounting Cognition on Debt Maturity and Asset Growth Opportunities of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting and Management Auditing Knowledge*, 14(54), 287-312.