

طراحی الگوی آمیخته تصمیمات مالی در راستای توسعه بازارهای مالی ایران (مورد مطالعه: بازار سرمایه ایران)

حسین اسلامی مفیدآبادی^۱
فریدون رهنمای رود پشته^۲
حمیدرضا وکیلی فرد^۳
هاشم نیکومرام^۴
سیدجمال‌الدین طیبی^۵

تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۹/۲۰

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۷/۰۲

چکیده

تصمیمات مشارکت‌کنندگان نظام مالی برای نیل به هدف توسعه مالی دارای اهمیت است. زیرا تصمیمات مالی مشارکت‌کنندگان در یک نظام مالی منسجم بر پایه عرضه و تقاضای مالی است که بر حجم منابع مالی و مصارف مالی تأثیر قابل توجهی دارد. از اینرو، الگوهای تصمیم‌گیری مالی مناسب باعث بهبود عملکرد بازارهای مالی کشورها، افزایش سهم مشارکت افراد و دیگر پدیده‌های مطلوب در سطح خرد و کلان می‌شود. بنابراین، هدف اصلی پژوهش حاضر طراحی الگوی تصمیمات مالی دولت، شرکت‌ها و خانوارها با تأکید بر آمیخته‌های مالی در بازار سرمایه ایران است. روش پژوهش حاضر از نوع توصیفی-پیمایشی و از نظر هدف نیز کاربردی است. برای تحلیل داده‌ها و تخمین مدل‌های تجربی پژوهش نیز از مدل رگرسیون خطی چند متغیره و برای بررسی معنادار بودن معادله خط رگرسیون برآوردی از آزمون (F) و برای بررسی معنادار بودن ضرایب مدل نیز از آزمون (T) استفاده شده است. نتایج پژوهش حاضر نشان می‌دهد هرکدام از آمیخته‌های تصمیمات مالی دولت، شرکت‌ها و خانوارها تأثیر معناداری بر توسعه بازار سرمایه ایران دارد. به طوریکه برآیند آن نیز به سهم خود افزایش مشارکت را در بازارهای مالی ایران را به دنبال خواهد داشت.

واژه‌های کلیدی: بازارهای مالی، آمیخته تصمیمات مالی، توسعه مالی، بازار سرمایه ایران.

۱- دانش آموخته دکتری تخصصی رشته مدیریت مالی، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. hosseineslami62@gmail.com
۲- استاد گروه مالی- حسابداری، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. rahnama.roodposhti@gmail.com (نویسنده مسئول)
۳- دانشیار گروه حسابداری، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.
۴- استاد گروه مالی- حسابداری، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.
۵- استاد گروه مدیریت بهداشت و خدمات درمانی، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

۱- مقدمه

وجود نظام مالی پیشرفته مقدمه توسعه اقتصادی کشورها به شمار می‌رود. در این خصوص استیگر^۱ (۱۹۹۴)، بازارهای مالی را مغز متفکر نظام اقتصادی و قانون اصلی تصمیم‌گیری می‌داند (آق ارکاکلی^۲ و همکاران، ۲۰۱۶). چراکه در عمل نظام مالی کارآمد انگیزه بالقوه‌ای را برای ورود عاملان اقتصادی به بازارهای مالی جهت پذیرش ریسک و کسب بازده ای معقول در حوزه تأمین مالی و سرمایه‌گذاری فراهم می‌سازد. موشابیشا^۳ (۲۰۱۱) معتقد است که امروزه یک نظام مالی پیشرفته به‌عنوان یک محور اساسی در بین اکثر اقتصادهای سراسر جهان شناخته شده است و تا حد زیادی نیز این قضیه توجه بیشتر اقتصاددانان را به خودش جلب نموده است (موشابیشا، ۲۰۱۱). درحقیقت، می‌توان گفت که کشورهای توسعه یافته دارای اقتصاد صنعتی پیشرفته در نظام مالی پیشرفته خود از ویژگی‌های بیان شده در قسمت فوق برخوردار هستند. به طوری‌که این نوع کشورها توسعه مالی را در کنار توسعه اقتصادی نیز تجربه می‌کنند. به‌طورکلی، فعالیت‌های بازارهای مالی پیشرفته دامنه وسیعی از تصمیمات مالی را شامل می‌شود که توسط سیاست‌گذاران اقتصادی آن‌هم از طریق اتخاذ سیاست‌های پولی و مالی مختلف مالی جهت بهبود کل چرخه اقتصاد انجام می‌شود. در این راستا، بررسی نحوه اثرگذاری اعمال و اجرای سیاست‌های آن‌ها بر بخش‌های مختلف از جمله بخش مالی، برای دستیابی به اهداف تعیین‌شده مالی و اقتصادی از اهمیت قابل توجهی برخوردار است؛ زیرا شواهد پژوهش‌های گوناگونی نشان می‌دهد که عوامل اقتصادی و سیاستی به همراه ماهیت نهادی عوامل سازمانی بازار به‌عنوان یک مجموعه عوامل مهم تأثیرگذار توسعه مالی^۴ به شمار می‌آید (اکبری روشن و شاکری، ۱۳۹۳). در این زمینه هوبارد^۵ (۱۹۹۷) معتقد است که نظام مالی در حقیقت بیانگر یک شبکه‌ای از ارتباطات بین بازارها و مؤسسات مالی است؛ به‌نحوی که این جریان ارتباطات شبکه‌ای کمک می‌کند که پس‌انداز کنندگان

(وام‌دهندگان) و قرض‌گیرندگان (وام‌گیرندگان) گرد هم بیایند (هوبارد، ۱۹۹۷). البته گورلی و شاو^۶ (۱۹۹۵) بیان می‌کنند این وظیفه که یک وظیفه اصلی در یک نظام مالی هست که می‌تواند هم از طریق تأمین مالی مستقیم و هم از طریق تأمین مالی غیرمستقیم انجام شود (یاوری و همکاران، ۱۳۹۵). تأمین مالی مستقیم از طریق بازارهای مالی همانند بازارهای سهام، بازارهای اوراق قرضه و بازار مشتقات مالی رخ می‌دهد اما تأمین مالی غیرمستقیم از طریق واسطه‌های مالی همانند بانک‌ها، صندوق‌های مشترک و شرکت‌های بیمه انجام می‌شود (گورلی و شاو، ۱۹۹۵). هیکس^۷ (۱۹۶۹) نیز معتقد است که تصمیمات نظام مالی از طریق تجهیز سرمایه برای طرح‌های بزرگ در زمان آغاز انقلاب صنعتی نقش حیاتی داشته است. البته رابینسون^۸ (۱۹۵۲) بر این باور است که نظام مالی تابع بخش واقعی اقتصاد است. هرگاه بخش واقعی اقتصاد توسعه یابد، بخش مالی نیز به دنبال آن نیز توسعه خواهد یافت. بر این اساس می‌توان گفت که توسعه مالی موجب پیدایش انواع خاصی از ترتیبات مالی مشخص می‌شود و نظام مالی هم به‌نوبه خود به‌طور خودکار به این تقاضا پاسخ می‌دهد. گروهی دیگر از اقتصاددانان، نیز اعتقادی به اهمیت توسعه مالی و نقش آن در توسعه اقتصادی ندارند. لوکاس^۹ (۱۹۹۸) نیز بیان کرد که اقتصاددانان بیش‌از اندازه بر نقش عناصر مالی در رشد و توسعه اقتصادی تأکید دارند. درحالی‌که اقتصاددانان توسعه در این خصوص تردید دارند و هرازگاهی بخش مالی را در تحلیل‌های خود نادیده می‌گیرند (طیبی و همکاران، ۱۳۹۰). در این باره می‌توان گفت که بازارهای مالی ایران در دهه‌های اخیر باوجود رشد قابل‌ملاحظه‌ای که داشته است؛ اما کماکان به دلیل ضعف‌ها و مشکلاتی که در زمینه تجهیز منابع دارد؛ هنوز ظرفیت‌های مطلوبی را برای مشارکت بیشتر عاملان اقتصادی جهت توسعه مالی فراهم ننموده است. این مسئله البته تا حد زیادی به عدم شناخت دقیق رفتار تصمیم‌گیری عاملان بازار نظیر دولت، شرکت‌ها و خانوارها و خارجیان در بخش

موجب شکل‌گیری یک الگوی جامع تصمیم‌گیری در دو سطح خرد و کلان (نظیر تصمیمات تأمین مالی خرد و تأمین مالی کلان) می‌شود که در رسیدن به مطلوبیت تصمیمات مالی مؤثر هستند. بنابراین، در این پژوهش به بیان این پرسش اصلی می‌پردازیم که طراحی الگوی آمیخته تصمیمات مالی دولت به تبعیت از شرایط حاکم بر اقتصاد کشور تا چه اندازه می‌تواند مناسب وضعیت بازارهای مالی ایران باشد؟ که بتواند توصیف و تبیین نسبتاً دقیق‌تری برای جریان توسعه مالی بازار سرمایه ایران را به دنبال داشته باشد؟ بر این اساس جهت پاسخگویی به سؤال فوق هدف اصلی این پژوهش طراحی الگوی تصمیمات مالی دولت، شرکت‌ها و خانوارها در راستای توسعه بازار مالی ایران، است. از اینرو، ادامه مباحث باقی‌مانده پژوهش حاضر نیز به این صورت ساختار بندی گردیده که در بخش ۲ پژوهش به بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش پرداخته شده است، در بخش ۳ پژوهش نیز جامعه آماری و نمونه آماری پژوهش و مدل‌های تجربی مورداستفاده در پژوهش حاضر توضیح داده شده است. همچنین، در بخش ۴ پژوهش هم بیان مربوط به نتایج تجربی و تحلیل‌های مربوط به آمار توصیفی و استنباطی در غالب جداول و تفسیرهای مربوط به آن‌ها پرداخته شده است؛ و در نهایت اینکه در بخش ۵ پژوهش حاضر هم نیز بحث و نتیجه‌گیری نهایی و پیشنهادها و سیاستی کاربردی و پیشنهادهایی برای انجام پژوهش‌های آتی در راستای موضوع پژوهش حاضر ارائه شده است.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۲-۱- مبانی نظری پژوهش

نقش بازارهای مالی در اثرگذاری بر متغیرهای کلان اقتصادی مانند سرمایه‌گذاری، تولید، اشتغال، مصرف بخش خصوصی، صادرات، واردات و سطح عمومی قیمت‌ها سبب شده است تا به‌عنوان بازاری که زمینه‌ساز توسعه اقتصادی و افزایش دهنده نرخ رشد تولید است، مورد توجه خاص قرار گیرد (عرب‌مازار و

بازارهای بین‌المللی برمی‌گردد؛ زیرا توجه هم‌زمان به شرایط و چگونگی تصمیم‌گیری عاملان بازار بر اساس توجه به نقش آمیخته‌های مالی آن‌ها به مراتب می‌تواند تبیین نسبتاً دقیق‌تری برای توسعه مالی فراهم نماید. بنابراین، با توجه به مبانی نظری و پیشینه‌ی پژوهش موجود، توجه به موضوع تأثیر تصمیمات مالی مشارکت‌کنندگان نظام مالی بر اساس آمیخته‌های مالی بر جریان توسعه مالی ایران دارای اهمیت است. البته این مسئله در پژوهش‌های گوناگونی که حوزه حسابداری (نظیر لیبای و لافت^۱، ۱۹۹۳؛ پیترز^{۱۱}، ۱۹۹۳)، در حوزه مالی (نظیر بوت و تاکور^{۱۲}، ۱۹۹۷؛ فازاری و همکاران^{۱۳}، ۱۹۸۸؛ لینتنر^{۱۴}، ۱۹۹۸؛ سابرامانیا و تیتن^{۱۵}، ۱۹۹۹؛ وید و هان و همکاران^{۱۶}، ۲۰۰۱؛ آلمیدا و کامپلو^{۱۷}، ۲۰۰۷؛ فوکووگریگ^{۱۸}، ۲۰۰۸؛ باتلر و مکاران^{۱۹}، ۲۰۱۱؛ اودیهمبو^{۲۰}، ۲۰۰۵، ۲۰۰۸ و ۲۰۱۰؛ باغدار ارم، ۱۳۹۰)، در حوزه اقتصادی (نظیر نارسکس^{۲۱}، ۱۹۵۳ و ۱۹۶۱؛ لويس^{۲۲}، ۱۹۵۴؛ مچالپ^{۲۳}، ۱۹۶۷)، انجام شد مورد بررسی قرار گرفت. در این خصوص، شواهد آن‌ها نیز نشان می‌دهد انجام فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و ورود به بازارهای مالی توسط مشارکت‌کنندگان منوط به شناخت دقیق شاخص‌های کلیدی فرایندهای تصمیم‌گیری در نظام مالی است. البته، بر پایه مبانی نظری موجود در این زمینه می‌توان گفت که بررسی پایه‌ای فرآیند تصمیم‌گیری بشر و نوع شناسی منطقی، توسعه مبانی تئوریک برای تبیین مراحل اتخاذ تصمیم در علوم مختلف، تابع تفکرات و پارادایم‌های شکل‌گرفته در طول زمان است (منخوف و نیکی-فورو^{۲۴}، ۲۰۰۹). موضوعی که به دلیل فقدان دانش مالی و دانش تصمیم‌گیری کافی و مناسب در بازارهای مالی کشور با کم‌اقبالی مواجه شده است. براین اساس، لازم است که سیاست‌گذاران اقتصادی و مالی کشور توجه اساسی نسبت به موضوع فوق در بازارهای مالی داشته باشند. در حقیقت، نگاه بنیادی به تصمیمات مالی عاملان بازارهای مالی نظیر دولت، شرکت‌ها، خانوارها و همچنین خارجی‌ان در بخش بازار مالی بین‌المللی



آهنگر، ۱۳۸۸). به‌طور کلی در این بخش از پژوهش حاضر به بیان مبانی نظری پیرامون موضوع تحقیق، می‌پردازیم. بر اساس بررسی‌هایی هم که انجام شده است، درک اهمیت تصمیم‌گیری و پی‌گیری جریان توسعه‌ی مالی در بازارهای مالی بیش از هر موضوع دیگر نمایان می‌شود.

۲-۱-۱- توسعه مالی

توسعه‌ی مالی یک مفهوم چندوجهی است که افزون بر توسعه بخش بانکی، ابعاد دیگری چون توسعه‌ی بخش مالی غیر بانکی، توسعه بخش پولی و سیاست‌گذاری پولی، مقررات و نظارت بانکی، باز بودن بخش مالی و محیط نهادی را نیز در بر می‌گیرد. البته، به مفهوم توسعه‌ی مالی پس از سرکوب مالی، در دهه‌ی ۱۹۷۰ میلادی توجه بیشتری شده است (جهانگرد و عسگری سارا، ۱۳۹۰)؛ در واقع، این موضوع زمانی مورد توجه قرار گرفت که تأثیر آزادسازی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری در تنظیم ارزش واقعی ابزارهای مالی و امکان مشارکت وسیع‌تر مبادله کنندگان با این ابزارها اهمیت بیشتری پیدا کرده است (حشمتی مولایی، ۱۳۸۳). می‌توان گفت که توسعه مالی با میزان جریان سرمایه در مؤسسات مالی، بازارهای سرمایه و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) همبستگی دارد. توسعه مالی همچنین از طریق این سه سازوکار عمده بر کیفیت محیط تأثیر می‌گذارد (ژهانگ^{۲۵}، ۲۰۱۱). بر این اساس، توسعه بازار مالی یک عامل مهم در حرکت به سمت رشد اقتصادی^{۲۶} به‌ویژه در اقتصادهای نوپا محسوب می‌شود. توسعه بازار مالی پدیده‌ای است که می‌تواند از یک سو به افزایش کارایی نظام مالی و از سوی دیگر بر فعالیت‌های اقتصادی و تقاضای انرژی اثرگذار باشد (مرادپور اولادی و همکاران، ۱۳۹۱). به بیان دیگر، یکی از عوامل بسیار کلیدی برای دستیابی به رشد اقتصادی، توسعه نظام مالی است. در گزارش توسعه مالی مربوط به مجمع جهانی اقتصاد^{۲۷} (۲۰۱۴) توسعه نظام مالی را چنین تعریف می‌کنند: توسعه مالی مجموعه عوامل، خط‌مشی‌ها و نهادهایی است که به ایجاد بازارهای مالی و واسطه‌های مالی اثربخش

منجر می‌شود و دسترسی عمیق و گسترده به سرمایه و خدمات مالی را فراهم می‌کند. صندوق بین‌المللی پول^{۲۸} (۲۰۱۲) نیز در گزارش خود توسعه مالی را یک مفهوم جامع می‌داند که شامل ابعاد گوناگونی نظیر توسعه بخش بانکی؛ توسعه بخش مالی غیر بانکی؛ توسعه بخش پولی و سیاست‌گذاری پولی؛ مقررات و نظارت بانکی؛ باز بودن بخش مالی؛ محیط نهادی (محمدی و همکاران، ۱۳۹۳) است.

بنابراین، توسعه مالی مجموعه عوامل، سیاست‌ها و نهادهایی است که منجر به دسترسی عمیق و وسیع به سرمایه و خدمات مالی می‌شود. در مقابل توسعه مالی که منجر به کارایی نظام مالی می‌شود، می‌توان به پدیده‌ی سرکوب مالی اشاره کرد. سرکوب مالی^{۲۹} نیز به مجموعه مداخله‌های دولت در بازارهای مالی از طریق تعیین سقف نرخ سود سپرده‌های بانکی، نرخ‌های بالای ذخایر قانونی، دخالت در نحوه توزیع اعتبارات بانکی، اجرای برنامه‌های اعتباری هدایت‌شده و مانند این‌ها که مانع فعالیت‌های واسطه‌های مالی می‌شوند، اطلاق می‌گردد (کميجانی، ۲۰۰۸). توسعه مالی هنگامی وجود دارد که ابزارها، بازارها و واسطه‌های مالی آثار ترکیب هزینه کسب اطلاعات، اجرای طرح‌ها و مبادله محصولات را کاهش می‌دهند، اما لزوماً آن‌ها را حذف نمی‌کنند. انتظار می‌رود توسعه مالی با خلق و گسترش نقدینگی، تحرک پس‌اندازها، افزایش تشکیل سرمایه و ارتقای کارآفرینان، کارایی کل اقتصاد را افزایش دهد (واعظ، ۲۰۱۱).

پاتریک^{۳۰} (۱۹۹۶) نیز در پژوهش خود یک سؤال اساسی را مبنی بر اینکه در فرایند پویای توسعه اقتصادی، کدام یک از دو بخش مالی یا واقعی مقدم است مطرح کرده است؟ برای این منظور، پاتریک دو فرضیه را در مورد رابطه علی بین توسعه مالی و رشد اقتصادی بیان می‌کند. فرضیه اول که به نام نظریه دنباله‌روی تقاضا^{۳۱} معروف است، بیان‌کننده آن است که در ابتدا رشد اقتصادی (علت) در کشور ایجاد شده و سپس رشد و تحول بخش مالی (معلول) به صورت

گذشته شده و دیگر با اتکای به روش‌های سنتی تصمیم‌گیری نمی‌توان به رقابت با رقبای سرسخت داخلی و خارجی پرداخت (اسلامی بیدگلی و احتشام رایی، ۱۳۹۰). می‌توان گفت که تصمیم‌گیری از مهم‌ترین وظایف و مسئولیت اصلی یک مدیر در بنگاه‌های اقتصادی است و فنون اقتصاد مهندسی هم به‌نوبه خود به مدیران واحدهای صنعتی و خدماتی در اتخاذ تصمیمات صحیح و به‌هنگام کمک می‌نماید. در حقیقت تصمیم نتیجه و یا پایان یک فرایند است (اسکو نژاد، ۱۳۶۸). فرایندی که داده‌ها و اطلاعات موجود در مورد موضوعی را در جریان تجزیه و تحلیل قرار داده است و از ترکیبات مناسب آن‌ها به استراتژی‌های موردنظر و بهترین راه‌حل می‌رسد. باین‌وجود، پایان یک فرایند می‌تواند شروع فرایند دیگری باشد. مدیران باید به دنبال سرمایه‌گذاری بهینه و سودآوری بنگاه اقتصادی خویش با شناخت درست مؤلفه‌های مالی باشند و پیوسته واکنش‌های لازم را در مقابل حرکات بازار انجام دهند و خود را آماده مواجهه با هرگونه رخدادی از طرق رقبا نمایند (اسلامی بیدگلی و احتشام رایی، ۱۳۹۰). در حوزه مالی نیز چگونگی اتخاذ تصمیمات در مواجهه با محدودیت‌های مالی، از بنیادی‌ترین سؤالات مطرح‌شده در ادبیات مالی است (آلمید و کامپلو^{۳۷}، ۲۰۰۷).

این موضوع البته در پژوهش‌های نخستین حوزه حسابداری و مالی که توسط پژوهشگرانی نظیر میلر و مودیکلیانی، ۱۹۶۳-۱۹۵۸؛ فاما و فرنچ، ۱۹۹۸، ۲۰۰۵؛ میرز، ۱۹۷۷؛ فاما و فرنچ، ۲۰۰۴-ب) انجام‌شده است توجه شده است و در آن مطالعات و پژوهش‌ها به درک اهمیت موضوع تصمیم‌گیری در شرکت پی بردند و با توجه نتایج تجربی پژوهش‌های خود فرایند و چگونگی اخذ تصمیمات مالی (نظیر سیاست‌های تقسیم سود سهام و پرداخت مالیات، استفاده از ابزارهای تأمین مالی و سرمایه‌گذاری و غیره) را نیز مدل‌سازی کردند. البته در خصوص استفاده از ابزارهای رایج بازارهای مالی که به اصطلاح دارایی‌های مالی، نامیده می‌شوند، نکته‌های مهمی وجود دارد که می‌توان آن‌ها را به‌طور

انفعالی فراهم می‌شود. فرضیه دوم که به رهبری عرضه^{۳۲} (اصالت عرضه خدمات و ابزارهای مالی)، معروف است، بیان‌کننده این است که توسعه بخش مالی از نظر زمانی بر رشد اقتصادی تقدم دارد، یعنی بخش مالی با سوق دادن منابع کمیاب پس‌انداز کنندگان به سرمایه‌گذاری، موجب رشد اقتصادی می‌شود. سپس پاتریک (۱۹۹۶) به سؤال خود که کدام‌یک از بخش‌های مالی یا واقعی نقش رهبری را در فرایند پویای توسعه اقتصادی دارد، پاسخ می‌گوید. وی معتقد است که جهت علت و معلولی با روند توسعه اقتصادی کشورها تغییر می‌کند، بدین ترتیب که در مراحل اولیه توسعه اقتصادی، آزادسازی و تغییر ساختار نظام مالی کشور (مانند عرضه خدمات و ابزارهای جدید مالی)، موجبات افزایش رشد اقتصادی را فراهم می‌آورد. ولی در ادامه روند توسعه اقتصادی، به تدریج اهمیت رهبری عرضه کاهش‌یافته و تقاضا برای انواع جدیدتر ابزارها و خدمات مالی، عامل تعیین‌کننده در تحولات نظام مالی کشور می‌شود. در واقع تحولات مالی دنباله‌رو تقاضا برای آن می‌شود (محمدی و همکاران، ۱۳۹۳). تاما^{۳۳} (۲۰۰۹) نیز معتقد است که کشورهای در حال توسعه علاوه بر اینکه نیازمند به بانک‌های کوچک^{۳۴} و تأمین مالی خرد^{۳۵} جهت رفع بسیاری از نیازهای اولیه مالی خوددارند، بلکه نیاز به محصولات مالی پیچیده‌تر و خدمات مالی نوین، مانند پوشش ریسک‌های قیمت از طریق بازارهای آتی، بیمه در مقابل شکست محصول، خرید تجهیزات کشاورزی از طریق ترتیبات ادغام و مدیریت مشکلات در مورد فصلی دارند (ژهانگ و همکاران، ۲۰۱۱).

۲-۱-۲- اهمیت تصمیم‌گیری در بازار مالی^{۳۶}

تحلیل گزینه‌های سرمایه‌گذاری، فنون مقایسه و تصمیم‌گیری و انتخاب از میان راه‌حل‌ها بر اساس شرایط و موقعیت اقتصادی، سیاسی، اجتماعی و فناوری حاکم بر جامعه هست. روند رو به رشد و توسعه صنعتی جوامع در سال‌های گذشته حاکی از آن است که تصمیم‌گیری اقتصادی مشکل‌تر احساس تر از

۲-۱-۳- آمیخته تصمیمات مالی دولت و توسعه

مالی

دستیابی به رشد اقتصادی از یک‌سو، نیازمند اعمال سیاست‌های پولی و مالی (مانند سیاست‌های مالیاتی)، از سوی دولت‌ها جهت دستیابی به اهداف اقتصاد کلان کشوری و از سوی دیگر، نیازمند بازارهای مالی است که در آن دارایی‌های مالی^{۳۹} خریدوفروش می‌شوند (صادقی و همکاران، ۱۳۹۴). در خصوص نقش دولت و تصمیمات گوناگون دولت در اقتصاد و بازارهای مالی، نظریات متفاوتی وجود دارد. اما، به‌طور کلی ابعاد خرد و کلان تصمیمات مالی را می‌توان بر اساس سیاست‌های پولی و مالی در نظر گرفت. در این زمینه سیاست مالی که دربرگیرنده سیاست دولت درباره سطح خریدهای دولت، سطح پرداخت‌های انتقالی و ساختار مالیاتی (تیزهوش تابان، ۱۳۷۱) است، برای کشورهای در حال توسعه‌ای مانند ایران ابزارهای سیاست مالی (به‌ویژه مالیات)، بر قدرت رقابت بازارهای مالی کشور و عملکرد نهادهای بانکی و غیر بانکی در این بازارها تأثیرگذار است. از این‌رو، چگونگی ترکیب توانمند بازار مالی و سیاست مالیاتی در جهت رشد اقتصادی کشور بحث‌های فراوانی را برانگیخته است. تئوری‌ها از یک‌سو بیان می‌کنند که هر افزایشی در مالیات، منجر به کاهش وجوه سرمایه‌گذاری می‌شود و به‌طور عکس بر بازارهای مالی تأثیر می‌گذارد و از سوی دیگر بیان می‌کنند که مالیات، نوسانات بازار را کم کرده و از بحران‌های مالی جلوگیری می‌کند (صادقی و همکاران، ۱۳۹۴).

۲-۱-۴- آمیخته تصمیمات مالی شرکت‌ها و

توسعه مالی

سهم مشارکت شرکت‌ها نسبت به گذشته در بازارهای مالی با رشد و توسعه روزافزونی همراه بوده است. به‌طوری‌که با افزایش سهم این شرکت‌ها و صنایع مختلف در بازارهای مالی، موضوع نقش تصمیمات مالی کارکردهای آن‌ها نیز در حوزه مالی افزایش قابل توجهی یافته است. البته این جریان تا

خلاصه در این بخش بیان کرد. نکته اول، آن است که بر اساس مطالعات و پژوهش‌های گوناگون انجام‌شده پژوهشگران حوزه حسابداری و مالی، می‌توان گفت که آن‌ها با ابعاد و شاخص‌های مختلفی به مقوله تصمیم‌گیری در مسائل مالی پی بردند و فرایند آن را نیز در غالب فرایند تصمیمات مالی مدل‌سازی کردند؛ اما این جریان در طول زمان‌های مختلف از خلاقیت و نوآوری‌های چشم‌گیری برخوردار بوده و کماکان نیز این روند ادامه دارد. به‌طوری‌که این فرایند مدل‌سازی تصمیمات مالی با در نظر گرفتن محدودیت‌های مالی مهم، به سهم خود توانسته است به جریان توسعه بازارهای مالی و همچنین جریان توسعه اقتصادی به میزان قابل توجهی کمک کند. اما، نکته دوم دیگر؛ که بیان نمودن آن در این بخش دارای اهمیت است و در پژوهش حاضر نیز به آن تأکید زیادی می‌شود، آن است که تصمیم‌گیرندگان حوزه مالی مناسب‌تر است که به‌جای توجه به یک جنبه یا بعد واحد در فرایند اخذ تصمیمات مالی، بتوانند مجموعه‌ای از جنبه‌ها یا ابعاد همگون گوناگون را که می‌توان فرایند اخذ تصمیمات مالی را در نهایت بهینه سازد، بکار بگیرند. به‌طوری‌که در این پژوهش به این مجموعه‌ای از ابعاد همگون گوناگون در فرایند اخذ تصمیمات مالی در اصلاح «آمیخته تصمیمات مالی»^{۴۰} می‌نامیم.

البته، این آمیخته‌ها می‌تواند با توجه به سطوح مختلف تصمیمات مشارکت‌کنندگان نظام مالی در دو سطح خرد و کلان تعریف شوند، به‌طوری‌که شامل آمیخته تصمیمات مالی دولت، آمیخته تصمیمات مالی شرکت‌ها، آمیخته تصمیمات مالی خانوارها، می‌باشند؛ که هر کدام از این آمیخته‌های تعریف‌شده نقش تعیین‌کننده‌ای بر درجه توسعه‌یافتگی بازارهای مالی و همچنین بر وضعیت توسعه اقتصادی کشورها ایفا می‌کنند. بنابراین، در ادامه جهت درک بهتر این موضوع در مسائل مالی به تشریح مبانی نظری و پیشینه‌ی هر یک از این آمیخته‌های اشاره‌شده می‌پردازیم.

همکاران، ۱۹۹۱؛ ماولباور، ۱۹۹۱؛ بنگزو لویخانن، ۱۹۹۱؛ سانومی^{۴۰}، ۱۹۹۱؛ لویخانن^{۴۱}؛ کوشکلا و ویرن، ۱۹۹۱ و ۱۹۹۲؛ کاسادیو و پارادیسو، ۲۰۱۰؛ لائورتا، ۲۰۱۷، رجوع کنید).

این پژوهشگران در بخش‌های گوناگون مطالعاتی خود به مقوله نقش و تأثیر ابعاد و ویژگی‌های آمیخته تصمیمات مالی خانوارها نظیر پس‌انداز، سرمایه‌گذاری، خرید مسکن و سایر ابزارهای قابل معامله را بر جریان واکنش به بازار و توسعه بازار مالی پرداختند.

اریک کوشکا و همکاران (۱۹۹۲)، در پژوهش خود موضوع قیمت خانه، صرفه‌جویی در خانواده و آزادسازی بازار مالی در فنلاند، پرداختند.

کاسادیو و پارادیسو (۲۰۱۰)، نیز در پژوهش خود نشان داد تعادل‌های خانواده‌ها و شرکت‌ها به بازارهای مالی واکنش نشان می‌دهند و این که چرخه اقتصادی مثبت به تعادل شرکت، مطابق دیدگاه مینسکیان^{۴۲} واکنش نشان می‌دهد، مورد تأیید قرار دادند.

براین اساس، در جدول شماره (۱) بر اساس مرو مبانی نظری و پیشینه‌ی پژوهش به ارائه برخی از مهم‌ترین آمیخته‌های مالی دولت در بازارهای مالی پرداخته شده است.

حد زیادی به موضوع خصوصی شدن فعالیت بخش‌های گوناگون اقتصاد و مالیه خصوصی و عمق و عرض بازارهای مالی نیز بستگی دارد.

۲-۱-۵- آمیخته تصمیمات مالی خانوارها و توسعه مالی

تصمیمات مالی افراد در نقش آن‌ها به‌عنوان فعالان بازار سرمایه را می‌توان در سه گروه طبقه‌بندی کرد.

اولین نوع، چگونگی تصمیم‌گیری افراد درباره تخصیص ثروت اولیه و مجموعه‌ای از فرصت‌های سرمایه‌گذاری برای تخصیص مصرف طی زمان است. در اقتصاد مالی فرض می‌شود که تصمیمات تخصیص باهدف حداکثر سازی مطلوبیت افراد انجام می‌شود (طالب لو و عریانی، ۱۳۹۴).

در حقیقت، چشم‌اندازها، تصمیمات و فعالیت‌های خانوارها نیز به‌عنوان یکی از مشارکت‌کنندگان نظام مالی در سطح اقتصاد خرد، نقش تعیین‌کننده‌ای بر حجم، اندازه و درجه‌ی توسعه‌یافتگی بازارهای مالی و همچنین جریان توسعه‌ی اقتصادی کشورها دارد.

به‌طوری‌که مطالعات و پژوهش صورت گرفته در این زمینه نیز بر این مسئله تأکید داشتند (برای آگاهی بیشتر در این زمینه به مطالعات و پژوهش‌های دیتون، ۱۹۷۷؛ ویپریا و سومیک، ۱۹۸۵؛ ماولباور و مورفی، ۱۹۸۹ و ۱۹۹۰؛ سالو، ۱۹۹۰؛ هورسمن و

جدول ۱- آمیخته‌های مالی دولت در بازارهای مالی

منبع استخراج متغیرهای مدل نظری و تجربی پژوهش	متغیرهای مستقل پژوهش	
	اصلی	اصلی
میشل ^{۴۳} (۲۰۰۵) شاخص‌های بانک جهانی (۲۰۰۷) بانک جهانی (۲۰۱۳)، صندوق بین‌المللی پول (۲۰۰۹) و بانک جهانی (۲۰۱۳)، مصلحی (۱۳۸۴)، افشاری و جعفری (۱۳۸۸)، مرکز آمار ایران (۱۳۹۰)	مخارج سرمایه‌ای دولت	متغیر مستقل: آمیخته
سولو (۱۹۵۶)، رومر (۱۹۸۶)، لوکاس (۱۹۸۸)، بارو (۱۹۹۰ و ۱۹۹۵)، صندوق بین‌المللی پول (۲۰۰۹)، بانک جهانی (۲۰۱۳)، کاپورالیت و همکاران (۲۰۰۸)، افشاری و جعفری (۱۳۸۸)، سوری و همکاران (۱۳۹۰)، مرکز آمار ایران (۱۳۹۰)	مخارج مصرفی دولت	
کاسترو (۲۰۰۶)، دمیرجات کانت و هایزینگ (۱۹۹۹ و ۲۰۰۱)، جانو تتوم و اوت مکات (۲۰۰۶)، آرداگنا (۲۰۰۹)، لاپودیس (۲۰۰۹)، آراین و همکاران (۲۰۰۹)، تاها و همکاران (۲۰۰۹)، بایراختر (۲۰۱۴)، صندوق بین‌المللی پول (۲۰۰۹)، بانک جهانی (۲۰۱۳)، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۹۰) و صادقی و همکاران (۱۳۹۴)	درآمدهای مالیاتی دولت	تصمیمات مالی دولت (FDG _{t,i})
صندوق بین‌المللی پول (۲۰۰۹)، بانک جهانی (۲۰۱۳)، مرکز آمار ایران (۱۳۹۰)، سازمان بورس اوراق بهادار	درآمدهای نفتی دولت	



منبع استخراج متغیرهای مدل نظری و تجربی پژوهش	متغیرهای مستقل پژوهش	
	اصلی	اصلی
ایران (۱۳۸۰)، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۹۰)		
صندوق بین‌المللی پول (۲۰۰۹)، بانک جهانی (۲۰۱۳)، سازمان بورس اوراق بهادار ایران (۱۳۸۰)، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۹۰)، مرکز آمار ایران (۱۳۹۰)	استقراض داخلی دولت	
صندوق بین‌المللی پول (۲۰۰۹)، بانک جهانی (۲۰۱۳)، مرکز آمار ایران (۱۳۹۰)، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۹۰)	استقراض خارجی دولت	

جدول ۲- آمیخته‌های مالی شرکت‌ها در بازارهای مالی

منبع استخراج متغیرهای مدل نظری و تجربی پژوهش	متغیرهای مستقل پژوهش		
	اصلی	اصلی	
فرانک وگویال (۲۰۰۳)، فاما و فرنج (۲۰۰۴- الف و ب)، فاما و فرنج (۲۰۰۵)، لیری و روبرتز (۲۰۰۶)، میرز (۱۹۷۷)، صندوق بین‌المللی پول (۲۰۰۹)، بانک جهانی (۲۰۱۳)، شکرخواه و قاصدی دیزجی (۱۳۹۵)	تأمین مالی شرکت‌ها		متغیر مستقل: آمیخته تصمیمات مالی شرکت‌ها (FDC _{i,t})
نورژوای (۱۹۸۰)، شاپیرو (۱۹۸۶)، استاکمن و همکاران (۱۹۸۷)، تیبسی (۱۹۹۱)، استیونس و لیپسی (۱۹۹۲)، گلدبرگ (۱۹۹۳)، اندرسون (۱۹۸۳)، پیترسون و بینش ^{۴۴} (۱۹۸۳)، کمپا و گلدبرگ (۱۹۹۵)، بهمنی آسکویی (۲۰۱۳)	سرمایه‌گذاری داخلی شرکت‌ها		
لیوینگستون و سلامون (۱۹۷۰)	نرخ بازده داخلی (IIR)		
سالتر و فورد (۲۰۰۱)، شی (۲۰۰۱)، برنزیتن و همکاران (۲۰۰۸)، صندوق بین‌المللی پول (۲۰۰۹)، بانک جهانی (۲۰۱۳)	سرمایه‌گذاری خارجی شرکت‌ها		
میلر و مودیگیانی (۱۹۷۷)، میلر و مودیگیانی (۱۹۶۳)، فاما و فرنج (۱۹۹۸)	پرداخت مالیات		
میلر و مودیگیانی (۱۹۵۸)	هزینه سرمایه		
میلر و مودیگیانی (۱۹۶۱)، ایستون (۲۰۰۹)، گائو و همکاران (۲۰۱۳)	پرداخت سود سهام		
مارکویتس (۱۹۵۲) و (۱۹۵۹) و (۲۰۰۰)، فاما و مک ب (۱۹۷۳) و (۱۹۷۴)، بانز (۱۹۸۱)، چان و چن (۱۹۹۱)، فاما و فرنج (۱۹۹۳)، کریستوفرنس و گونسالوس (۲۰۰۴)، روبرتز (۲۰۰۶)، مایکل کینگ (۲۰۰۹ و ۲۰۱۰)، مایکل و صوفی (۲۰۰۹)، منیش آروال و استیش (۲۰۰۹)، وانگ و زینگ (۲۰۰۲)، استراوس دیجیاناکیس و همکاران (۲۰۱۳)، اسلامی بیدگلی و همکاران (۱۳۸۴) و (۱۳۸۵)، محمدرضا خانی و همکاران (۱۳۹۲)	ریسک و بازده		
میلر و مودیگیانی (۱۹۶۱)، بریف و لوسون (۱۹۹۲)، فلتهم و اولسون (۱۹۹۵) و (۱۹۹۹)، فرانکل و لی (۱۹۹۸)، دی چو و همکاران (۱۹۹۹)، ژانگ (۲۰۰۰)، آنگ و لیو (۲۰۰۱)، فرنج و گابریل (۲۰۰۴)، پنمن (۲۰۰۵)، داموداران (۲۰۰۶)، جورگنسن (۲۰۱۱)، باخ و کریستسن (۲۰۱۳)	ارزش‌گذاری سهام		
جانسن و مک لینگ (۱۹۷۶)، ماجومپور و چچبر (۱۹۹۹)، راماسوامی (۲۰۰۱)، رازاک و همکاران (۲۰۰۸)، سعیدی و محمودی (۲۰۱۱)، سان و هنگ (۲۰۱۱)، پراتهپ کانت و پان وانتهیرن (۲۰۱۱)، سلیم و یادوا (۲۰۱۲) خان ایمان (۲۰۰۱ و ۲۰۰۶)	عملکرد مالی شرکت		

از مهم‌ترین آمیخته‌های مالی شرکت‌ها و خانوارها در بازارهای مالی ارائه شده است.

همان‌طور که در جدول شماره (۲) و جدول شماره (۳) مشاهده می‌شود، بر اساس مطالعات صورت گرفته بر روی مبانی نظری و پیشینه‌ی پژوهش، به ترتیب برخی



جدول ۳-۱- آمیخته مالی خانوارها در بازار مالی

منبع استخراج متغیرهای مدل نظری و تجربی پژوهش	متغیرهای مستقل پژوهش	
	اصلی	اصلی
صندوق بین‌المللی پول (۲۰۰۹) و بانک جهانی (۲۰۱۳)، مرکز آمار ایران (۱۳۹۰)، سازمان بورس اوراق بهادار ایران (۱۳۸۰)، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۹۰)	تأمین مالی خانوارها	متغیر مستقل: آمیخته تصمیمات مالی خانوارها (FDH _{i,t})
شریف کریمی و همکاران (۱۳۹۲)، سعدی (۱۳۸۴)	سرمایه‌گذاری داخلی	
هرمس و لنسینک (۲۰۰۳)، بلوم استرون و پیسون (۱۹۸۳)، آتیکن و هریسون (۱۹۹۹)، احمد و مالک ^{۴۵} (۲۰۰۹)، بانک جهانی (۲۰۱۲) و سال (۲۰۱۳)، مهدوی و دیگران (۱۳۹۰)، مرکز آمار ایران (۱۳۹۰)، سعدی (۱۳۸۴)، موتمنی و آریانی (۱۳۹۲)، خسروی و همکاران (۱۳۹۳)	سرمایه‌گذاری خارجی خانوارها (مستقیم و غیرمستقیم)	
هاربرگر (۱۹۹۶)	پرداخت مالیات	
مرکز آمار ایران (۱۳۹۰)، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۹۰)، اسلامی (۱۳۹۳)	پرداخت‌های انتقالی (یارانه)	
میلر و مودیلیانی (۱۹۶۱)، مودیگلیانی و میلر (۱۹۵۸)، بریلی و میبیز (۱۹۹۶)، فاما و جنسن (۱۹۸۳)، ابرو و بوکپین (۲۰۱۰)، بیرمن و هاوس (۱۹۸۳)، وود و رندال (۱۹۸۹)، بلک (۱۹۷۴) و (۱۹۷۶)، فارینها (۲۰۰۳)، ایستربروک (۱۹۸۴)، گرین و همکاران (۱۹۹۳)، هیگینز (۱۹۷۲) و (۱۹۸۱)، رهنمای رود پشته، اسلامی مفیدآبادی و احمدزاده (۱۳۹۵)	سیاست‌های پرداخت سود سهام (خانوارهای مالک سهام)	
فریرا و همکاران (۲۰۰۸)، بانک جهانی (۲۰۱۳)، پیکتی و ژاکمن (۲۰۱۴)، گرایزلی و همکاران (۲۰۱۴)، چارلز، جونز، الف. (۲۰۱۵)، ادوارد باربری (۲۰۱۷)، مرکز آمار ایران (۱۳۹۰)، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۹۰)	شاخص تکمیل ثروت خانوارها (بر اساس نسبت درآمد - ثروت)	
گولالتی و تیمان (۱۹۹۷)، لانی (۲۰۰۱)، مری و ریوس ^{۴۶} (۲۰۰۳)، موهان (۲۰۰۶)، مجتهد و کرمی (۱۳۸۲)، بهرامی و اصلانی (۱۳۸۴)، سعدی (۱۳۸۴)، صندوق بین‌المللی پول (۲۰۰۹)، آقولی (۲۰۰۹) و (۲۰۱۶)، پائولو کاسادیو و آنتونیو پارادیسو (۲۰۱۰)، بانک جهانی (۲۰۱۳)، سعدی (۱۳۸۴)، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۹۰)	حجم پس‌انداز (سپرده‌گذاری)	
صندوق بین‌المللی پول (۲۰۰۹) و (۲۰۱۶)، بانک جهانی (۲۰۱۳)	شاخص اعتماد مصرف‌کننده مالی (CCI)	

۲-۲- پیشینه‌ی پژوهش

مالی به بیان اثرگذاری سیاست‌های آزادسازی مالی بر انباشت سرمایه و رشد اقتصادی پرداخته‌اند. جانو تتوم و اوت مکاوت^{۴۷} (۲۰۰۶) در پژوهش خود به بررسی رابطه بین توسعه بخش مالی و مالیات در بین دودسته از کشورهای در حال توسعه و توسعه‌یافته پرداخته‌اند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که در کشورهای در حال توسعه، متغیر سطح مالیات عامل مثبتی در جهت افزایش توسعه مالی است. به طوری که نرخ مالیات عامل مهمی در جهت افزایش تعمیق مالی است. دیدا^{۴۸} (۲۰۰۶) در پژوهش خود به موضوع ارائه یک مدل مالی با فرض اینکه مصرف منابع واقعی اقتصاد توسط بخش مالی صورت می‌گیرد، پرداخت.

بر اساس بررسی‌های انجام‌شده تاکنون مطالعات گوناگونی که در راستای موضوع پژوهش حاضر در بین پژوهشگران داخلی و خارجی انجام‌شده است که در ادامه به بیان آن‌ها می‌پردازیم. شایان‌ذکر است که در بین مطالعات صورت گرفته اولیه شومپتر^{۴۷} (۱۹۱۱) از بنیان‌گذاران اصلی دیدگاه اثرگذاری بازارهای مالی بر رشد اقتصادی می‌باشد. گلداسمیت^{۴۸} (۱۹۶۹) مک کینون و شاو^{۴۹} (۱۹۷۳)، نیز مسیرهای جدیدی را برای تبیین ارتباط بین توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی ارائه نموده (عباسی، ۱۳۸۸). مک کینون^{۵۰} (۱۹۷۳) و شاو^{۵۱} (۱۹۷۳) به بررسی اثرات سرکوب

مدل ایشان بر مبنای توضیح رفتار خانوار و بنگاه اقتصادی تعریف شده و نهادهای مالی نقش واسطه رابین آن‌ها بر عهده دارند. نتایج ایشان نشان داد که توسعه مالی به صورت درون‌زا هنگامی اتفاق می‌افتد که توسعه اقتصادی به سطح حساس خود برسد. استقلال مالی، تخصیص پس‌اندازها به وسیله واسطه‌های مالی، کاهش خالص هزینه‌های عملیات نهادهای مالی، منجر به کارایی بیشتر سرمایه‌گذاری‌ها می‌گردد. هنگامی هم که فناوری در نتیجه فعالیت‌های مالی مستقل به وسیله واسطه‌های مالی به سمت سرمایه اندوزی بیشتر می‌شود، اثر رشد توسعه مالی مبهم است و هنگامی هم که توسعه مالی پایدار باشد، بازارهای اعتباری رقابتی‌تر شده و هم‌زمان با آن کارایی افزایش یافته و این موضوع می‌تواند به رشد اقتصادی نیز کمک نماید.

بال تاجی و همکاران^{۵۴} (۲۰۰۸) در پژوهش خود به موضوع توسعه مالی و درجه باز بودن مالی و تجاری پرداختند. آن‌ها از بین شاخص‌های مختلف توسعه مالی، شاخص توسعه بخش بانکداری را به عنوان توسعه مالی برای این منظور استفاده کردند و برآزش مدل از طریق روش داده‌های تابلویی صورت گرفت. نتایج به دست آمده حاکی از آن است که برای هر دو گروه کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه درجه باز بودن به توسعه مالی کمک می‌کند، به خصوص درجه باز بودن مالی برای کشورهای که درآمد پایین دارند بسیار مناسب است.

بایر اختر^{۵۵} (۲۰۱۴) در پژوهش خود به موضوع اندازه‌گیری سطح نسبی توسعه بازارهای سهام با تأکید بر ظرفیت و تلاش و کوشش کشورها در راستا، پرداخت. این مطالعه نشان می‌دهد که ظرفیت و تلاش اقدامات سرمایه‌گذاری در بازار سهام که در نظر ویژگی کشور، به عنوان ابزار تشخیصی برای ارزیابی شکاف بین سطح واقعی سرمایه‌گذاری در بازار سهام و ظرفیت کشور است. در نتیجه، کشورها می‌توان با دقت بیشتری طبقه‌بندی بر اساس مشکلات مختلف از جمله گسترش غیرقابل تحمل و یا بازارهای مالی کم‌عمق است.

جانیس و همکارانش^{۵۶} (۲۰۱۶) در پژوهش خود بررسی کردند که آیا تعمیق مالی ابزار مالی محرکی برای رشد اقتصادی بوسنی و هرزگوین محسوب می‌شود؟ یافته‌های آن‌ها نشان داد که رابطه معناداری بین درجه تعمیق مالی و رشد اقتصادی به واسطه دو شاخص توسعه مالی اول و شاخص توسعه مالی دوم وجود ندارد. بلکه آن‌ها این رابطه را نامشخص بیان نمودند. نتایج بدیهی دیگر اینکه به غیر از شاخص توسعه مالی اول^{۵۷} (نسبت کسب درآمد) که از نظر آماری به صورت معنی‌دار و مثبت گزارش شد، اما این رابطه برای دو متغیر دیگر سؤال برانگیز بود. علاوه بر این، نکته جالب توجه در پژوهش آن‌ها این بود که رفتار رشد اقتصادی به شدت تحت تأثیر کیفیت محیط بخش مالی قرار گرفته بود و اثربخشی آن نیز در نمونه مورد بررسی در دوره زمانی نمایان گردید.

ریا و لین (۲۰۱۸)، در پژوهش خود به موضوع تأثیر نظریه‌های ضمنی خود اسنادی در تصمیم‌گیری‌های مالی مصرف‌کننده پرداختند. آنها نشان دادند که مصرف‌کنندگان دارای اعتقاد به ویژگی‌های شخصیتی قابل قیاس، سرمایه‌گذاری‌های پرخطری را ترجیح می‌دهند، زیرا آنها پیشبرد محور هستند. با این حال، مصرف‌کنندگان معتقدند که ویژگی‌های شخصیتی ثابت سرمایه‌گذاری‌های پرخطری را ترجیح می‌دهند، زیرا آنها پیشگیری محور هستند. علاوه بر این، آنها نقش واسطه‌ای تمرکز منظم را با اندازه‌گیری و دستکاری این سازه نشان می‌دهیم. مفاهیم نظری و مدیریتی تحقیق را مورد بحث قرار دادند.

کميجانی و همکارانش (۱۳۸۸) در پژوهش خود به موضوع چارچوب نظری تبیین عوامل مؤثر بر توسعه مالی با تأکید بر مدل ویلیام سون از طریق شاخص‌هایی نظیر: ۱. اجتماعی (آداب و رسوم، مذهب)، ۲. وضعیت محیط نهادی (قوانین، مقررات)، ۳. شرایط قانونی و کارکردی (مدیریت شایسته امور و حکمرانی)، ۴. شرایط تخصیص بهینه منابع و قیمت‌ها بوده پرداختند.

مورد بررسی بر میانگین نقد شوندگی سبد سهام این شرکت‌ها تأثیر مثبت دارد. همچنین محدودیت‌های مالی منجر به افزایش میانگین شاخص نسبت توبین کیو^{۵۸} (T-Q)، و در نتیجه افزایش کارایی سبد سرمایه‌گذاری این شرکت‌ها می‌شود.

عبدالله خانی و همکارانش (۱۳۹۳) در پژوهش خود به موضوع آزمون تصمیمات تأمین مالی، زمان‌بندی بازار و سرمایه‌گذاری واقعی در بورس اوراق بهادار تهران، پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که یک رابطه مثبتی بین تأمین مالی برون‌سازمانی در دو حالت ترکیبی و خالص با بازده سهام در مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) وجود دارد و یک رابطه منفی بین تأمین مالی برون‌سازمانی با بازده سهام در مدل فاما و فرنچ وجود دارد. همچنین رابطه میان خالص تأمین مالی و ترکیب تأمین مالی به صورت هم‌زمان با بازده سهام معنادار گزارش شده است.

محمدی و همکارانش (۱۳۹۳) در مطالعه خود به موضوع بررسی عوامل مؤثر بر توسعه مالی در کشورهای عضو سازمان اجلاس اسلامی، پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که باز بودن تجارت نقش حیاتی در تعیین سطح توسعه مالی بخش خصوصی دارد.

محمدی و همکارانش (۱۳۹۳) در پژوهش خود به موضوع تأثیر سیاست‌های مالیاتی بر توسعه بازارهای مالی، پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که اخذ مالیات توسط دولت اثر مثبت بر بازار مالی دارد. این امر حاکی از آن است که در سال‌های اخیر با توجه به پیشرفت‌هایی که در نظام مالیاتی کشور به وقوع پیوسته، نقش آن در توسعه هرچه بیشتر بازار مالی برجسته‌تر شده است.

رسولی نژاد و نصر اصفهانی (۱۳۹۴) در پژوهش خود به موضوع طراحی مدل مصرف کلان یک کشور اسلامی با استفاده از رویکرد مدل‌سازی تفسیری ساختاری (ISM) پرداختند. نتایج مدل‌سازی آن‌ها نشان داد که مدل یکپارچه اقتصادی مصرف منابع

همتی و مجاب (۱۳۸۹) در پژوهش خود به موضوع بررسی سیاست‌های مختلف توسعه بخش مالی با توجه به ساختار اقتصادی کشور، پرداختند. آن‌ها در این مطالعه بیان کردند که بخش مالی در سال‌های اخیر تحولات زیادی داشته است البته، در پژوهش ایشان نتایج سیاست‌های مختلف توسعه بخش مالی را با توجه به برنامه پنجم دوم و سوم توسعه معنادار گزارش کردند.

مانی و همکاران (۱۳۹۰) نیز در پژوهش خود به بررسی موضوع تأثیر مالیات‌ها بر رابطه بین بازارهای مالی و رشد اقتصادی ۵۶ کشور در سطح جهان با استفاده از داده‌های تابلویی پرداختند. نتایج مطالعه آن‌ها نشان می‌دهد متغیر مالیات تأثیر منفی و متغیر گسترش روابط تجاری تأثیر مثبتی بر رابطه بین بازارهای مالی و رشد اقتصادی دارند. این در حالی است که تغییر نرخ مالیات‌ها و همچنین توسعه بازارهای مالی در خاورمیانه بر رشد اقتصادی تأثیر معنی‌داری نداشته است.

معصومی و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهش خود به موضوع بررسی متغیرهای مالی مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی، پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران نهادی بورس اوراق بهادار تهران در تصمیمات سرمایه‌گذاری به عواملی همچون ساختار سرمایه، سیاست تقسیم سود، سودآوری، ریسک تجاری، ساختار دارایی‌ها، نقد شوندگی دارایی‌ها، فرصت‌های رشد و اندازه شرکت توجه می‌کنند. این یافته‌ها بر کارکردهای نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی برای کاهش هزینه‌های نمایندگی، نقش نظارتی آنان در کاهش هزینه‌های ورشکستگی و کارکرد علامت‌دهی (اطلاعاتی) نهادها برای به‌کارگیری کارای منابع تأکید می‌نماید.

مقدس و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهش خود به موضوع بررسی تأثیر محدودیت‌های مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که محدودیت‌های مالی شرکت‌های

بر نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها دارد، به‌طوری که تأثیر شاخص‌های بانکی بیش از شاخص‌های بازار سهام است.

بنابراین، با بررسی‌های صورت گرفته در راستای موضوع پژوهش حاضر در این قسمت به بیان الگوی مفهومی پژوهش که بر پایه برخی از مهم‌ترین ابعاد، شاخص‌ها و متغیرهایی بوده که در پژوهش‌های پیشین به آن‌ها توجه شده پرداخت. البته، هدف اصلی آن است که یک الگوی توسعه‌یافته‌ای را ارائه نماییم که بتوان با ترکیب نمودن متغیرهای مالی در غالب آمیخته‌ی تصمیمات مالی (به‌عنوان متغیرهای مستقل) و متغیرهای توسعه مالی (به‌عنوان متغیرهای وابسته) تبیین کامل‌تری از تشریح روابط موجود بین آن‌ها را ارائه نماییم. بطوریکه که برآیند آن الگو بتواند در عمل راهنمای نسبتاً جامعی برای سیاست‌گذاران و مشارکت‌کنندگان بازارهای مالی در راستای تشریح و تحلیل عملکرد بازارهای مالی کشور باشد.

۲-۳- ارائه الگوی مفهومی پژوهش

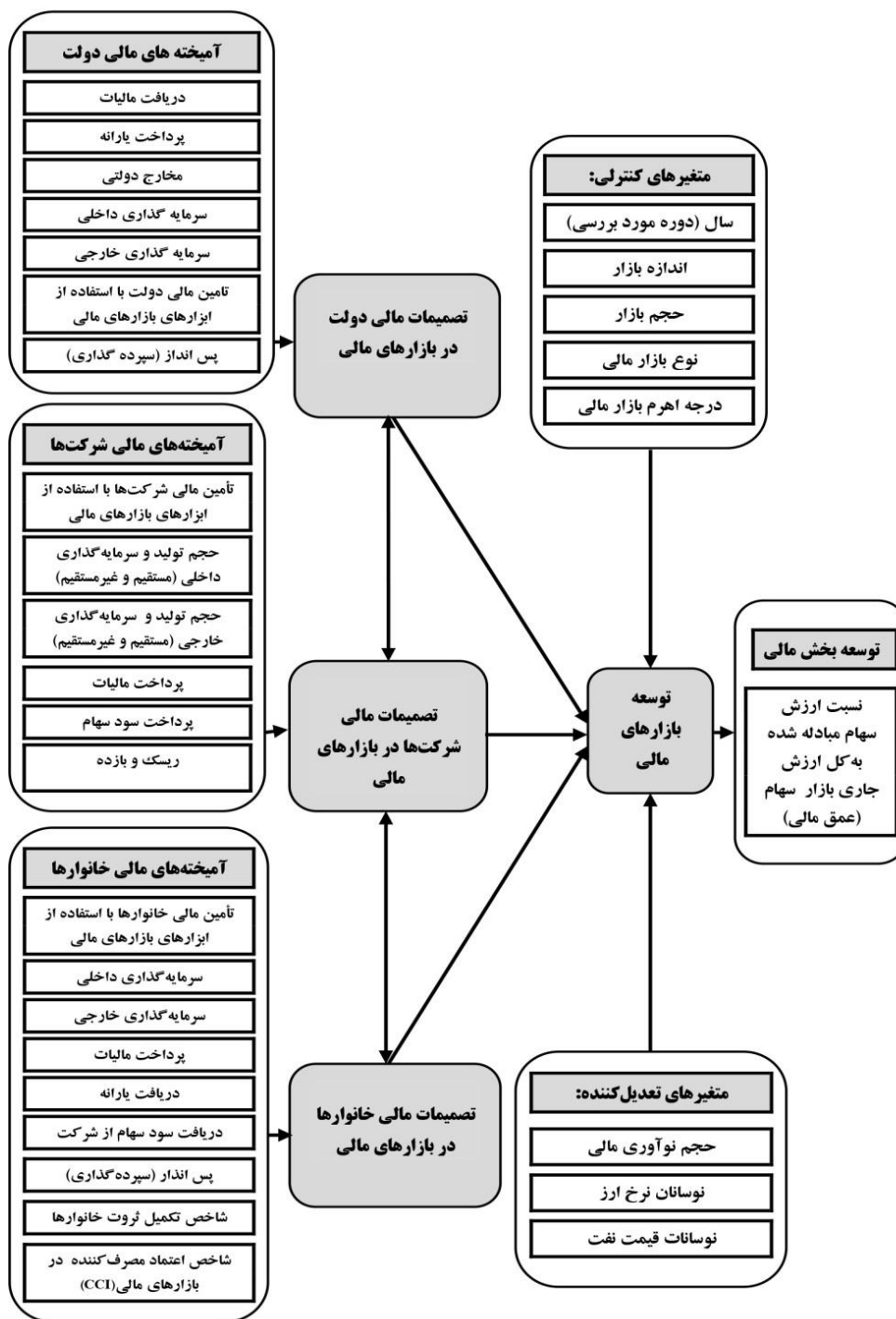
به‌طور کلی مراحل ارائه الگوی مفهومی پژوهش حاضر به سه بخش اصلی تقسیم می‌شود. در بخش نخست بعد از انجام مطالعه تطبیقی بر روی موضوع، ابعاد و شاخص‌های کلیدی مسئله پژوهش جهت طراحی الگوی پیشنهادی پژوهش ارائه می‌شود. در بخش دوم پژوهش نیز به‌منظور معتبر سازی الگوی پیشنهادی پژوهش از نتایج مطالعات پیشین (توسعه و تلفیق مدل‌های تجربی پیشین) استفاده نمودیم. سپس، در بخش سوم پژوهش نیز بر اساس آزمون‌های آماری توصیفی و استنباطی لازم به بررسی این موضوع می‌پردازیم که هر یک از متغیرهای مستقل الگوی پیشنهادی در غالب آمیخته‌های تصمیمات مالی (دولت، شرکت‌ها و خانوارها) تا چه میزان بر وضعیت توسعه بازارهای سرمایه ایران، مؤثر می‌باشند پرداخته می‌شود. همچنین، خلاصه الگوی پیشنهادی پژوهش حاضر و متغیرهای آن در نمودار شماره (۱) نیز ارائه شدند.

دربرگیرنده چهار بُعد دولت (سیاست‌گذاری مدیریت منابع)، خانواده (اصلاح رفتار مصرف‌کننده)، بنگاه (بهره‌گیری مناسب از منابع در فعالیت‌های اقتصادی) و نهادهای عمومی (فرهنگ‌سازی اجتماعی و عمومی)، است. بطوریکه تعامل این ابعاد، نیاز به وجود ماتریس تعامل الگوها و رویکردها دارد. همچنین شاخص‌های فرهنگ اسلامی مصرف‌راهکاری برای برون‌رفت از بحران مصرف در جهان خواهد بود.

پنفت و مؤمنی راد (۱۳۹۴) در پژوهش خود به موضوع سیر تحول نحوه مداخله دولت در اقتصاد از منظر حقوق عمومی، از دولت رفاه تا دولت فرا تنظیمی، پرداختند. آن‌ها در این مطالعه به موضوع تحولات فکری در مورد حدود اختیارات دولت نسبت به امور اقتصادی جامعه از منظر حقوق عمومی، به‌طور تطبیقی از دوره دولت رفاه تا فرا تنظیمی پرداختند.

شکر خواه و قاصدی دیزجی (۱۳۹۵) در پژوهش خود به موضوع تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر تصمیمات تأمین مالی مدیران پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که از بین متغیرهای کلان اقتصادی فقط سه متغیر نرخ تورم، نرخ رشد اقتصادی و نرخ بهره بانکی با نسبت بدهی (به‌عنوان شاخص تصمیمات تأمین مالی مدیران) رابطه معنادار منفی دارد، ولی رابطه بین متغیرهای نرخ برابری ارز و میزان اعتبارات بانکی با نسبت بدهی معنادار گزارش نشده است.

اسلام دوست و غلامی (۱۳۹۶) با بررسی تأثیر توسعه مالی بر تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان می‌دهد که توسعه بازار سهام، اثر مثبت و معناداری بر نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها دارد و در این بین، میزان اثرگذاری شاخص مربوط به فعالیت بازار سهام، بیشتر از میزان اثرگذاری شاخص مربوط به اندازه آن است. این در حالی است که اثر توسعه بخش بانکی بر نسبت مذکور منفی است که میزان اثرگذاری شاخص مربوط به فعالیت سیستم بانکی، بیشتر از میزان اثرگذاری شاخص مربوط به اندازه آن بوده است. همچنین، تمامی شاخص‌های توسعه مالی، تأثیر معنادار و مثبت



نمودار ۱- مدل مفهومی پژوهش

(منبع: یافته های پژوهشگران، ۱۳۹۶)

۲-۴- سؤالات پژوهش

از آنجائی که پژوهش حاضر به دنبال ارائه الگوی هست از این حیث فاقد فرضیه است؛ بنابراین، به جای ارائه فرضیه، سؤالات پژوهش بر اساس مطالعه مبانی نظری و پیشینه‌ی پژوهش به صورت زیر تعریف می‌شوند:

سؤال اول: آیا آمیخته تصمیمات مالی دولت به تبعیت از شرایط حاکم بر اقتصاد کشور بر وضعیت توسعه‌ی بازار سرمایه ایران تأثیرگذار است؟

سؤال دوم: آیا آمیخته تصمیمات مالی شرکت‌ها به تبعیت از شرایط حاکم بر اقتصاد کشور بر وضعیت توسعه بازار سرمایه ایران تأثیرگذار است؟

سؤال سوم: آیا آمیخته تصمیمات مالی خانوارها به تبعیت از شرایط حاکم بر اقتصاد کشور بر وضعیت توسعه بازار سرمایه ایران تأثیرگذار است؟

قابل ذکر هست با توجه به مطالعه انجام شده بر روی بازارهای مالی ایران، برخی از عوامل مهم که در چرخه‌های تجاری گوناگون بر عملکرد بازارهای مالی کشور تأثیرگذار هستند در غالب متغیرهای تعدیل کننده در الگوی مفهومی و مدل رگرسیون تجربی پژوهش حاضر در نظر گرفته شده‌اند که شامل: حجم نوآوری مالی، نوسانات نرخ ارز و نوسانات قیمت نفت می‌باشند.

۳- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر روش‌شناسی از نوع توصیفی-پیمایشی و از نظر هدف کاربردی است. جامعه آماری پژوهش نیز بازار مالی ایران بوده که کلیه داده‌ها و اطلاعات موردنیاز (در مورد وضعیت مالی دولت، خانوارها و شرکت‌ها) جهت بررسی و آزمون مدل‌های تجربی پژوهش نیز در دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۸۵ علی ۱۳۹۵ از طریق مرکز آمار ایران، بانک سری‌های زمانی جمهوری اسلامی ایران، نرم‌افزار تدبیر پرداز و در برخی موارد نیز از طریق پژوهش‌ها و رساله‌های دانشگاهی و از طریق بررسی اسناد و مدارک موجود در

سازمان‌های پولی و مالی داخلی و بین‌المللی تهیه شده است.

در پژوهش حاضر برای تجزیه و تحلیل آماری متغیرهای پژوهش، ابتدا کلیه داده‌های موردنیاز از بین اقلام مندرج در صورت حساب مالی ملی دولت، صورت حساب مالی ملی خانوارها، صورت حساب مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به عنوان نمونه آماری پژوهش تهیه شده است. سپس جهت برآورد آماره‌های توصیفی و تخمین مدل‌های تجربی پژوهش از دو شکل آمار توصیفی و استنباطی استفاده شده است. البته، روش تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش حاضر هم برای تخمین معادلات با توجه به ویژگی‌های الگوهای بکار رفته در پژوهش، شامل روش‌های آماری پارامتریک بوده است. درجایی که برای بررسی عدم خودهمبستگی جملات خطای باقی مانده در مدل رگرسیون از آزمون دوربین-واتسون (D-W) استفاده شده است. از آزمون کولموگروف-اسمیرنوف هم نیز جهت بررسی نرمال بودن متغیر وابسته و از آزمون دیکی فولر و دیکی فولر تعمیم یافته و فیلیپس پرون هم جهت ایستایی متغیرهای رگرسیون، استفاده شده است. برای بررسی وجود ناهمسانی واریانس جملات اخلال از آزمون ال.ام.آرچ (LM-ARCH) استفاده شده است. از آزمون فیشر (F) هم نیز جهت آزمون برابری ضرایب عرض از مبدأ مقاطع مختلف و همچنین، از آزمون هاسمن نیز به منظور تبیین مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی مورد برآورد قرار گرفته، استفاده شده است. در نهایت هم این که جهت آزمون معنادار بودن معادله خط برآوردی رگرسیون از آماره فیشر (F-test) و جهت آزمون معنادار بودن ضرایب از آماره (t-test) استفاده شده است. البته، این داده‌ها در نرم‌افزار (Excel) ثبت و طبقه‌بندی شدند و سپس متغیرهای موردنظر محاسبه و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از مدل رگرسیون با رویکرد اقتصادسنجی و با استفاده از نرم‌افزار (Eviews) پردازش می‌شوند.

جدول ۴- توصیف نحوه محاسبه عملیاتی متغیرهای پژوهش

نوع متغیر	متغیر	نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش (*)	
وابسته	FD _{it}	نسبت ارزش سهام مبادله شده به کل ارزش جاری بازار سهام (عمق مالی)	
	آمیخته تصمیمات مالی دولت	RT _{it}	لگاریتم حجم مالیات دریافتی دولت در دوره t
		PS _{it}	لگاریتم حجم پرداخت‌های انتقالی دولت در دوره t
		GE _{it}	لگاریتم حجم مخارج پرداختی دولت در دوره t
		G.DInves _{it}	لگاریتم حجم سرمایه‌گذاری داخلی دولت در دوره t
		G.FInves _{it}	لگاریتم حجم سرمایه‌گذاری خارجی دولت در دوره t
		FIIG _{it}	لگاریتم حجم تأمین مالی دولت با استفاده از ابزارهای بازارهای مالی داخلی در دوره t
		FIFG _{it}	لگاریتم حجم تأمین مالی دولت با استفاده از ابزارهای بازارهای مالی خارجی در دوره t
		SDI _{it}	لگاریتم حجم پس‌انداز (سپرده‌گذاری) دولت در دوره t
		FIF _{it}	تأمین مالی شرکت‌ها با استفاده از ابزارهای بازارهای مالی در دوره t
		C.DInves _{it}	لگاریتم حجم سرمایه‌گذاری داخلی شرکت‌ها در دوره t
	C.FInves _{it}	لگاریتم حجم سرمایه‌گذاری خارجی شرکت‌ها در دوره t	
آمیخته تصمیمات مالی شرکت‌ها	FRT _{it}	لگاریتم حجم مالیات پرداختی شرکت در دوره t	
	PDF _{it}	لگاریتم حجم پرداخت سود سهام شرکت‌ها در دوره t	
	Risk _{it}	انحراف معیار لگاریتم بازده قیمت سهام در بازار سهام شرکت‌ها در دوره t	
	Return _{it}	در این پژوهش محاسبه نرخ بازده با استفاده از مدل پنج عاملی فاما و فرنچ (۲۰۱۳) صورت گرفته است. $R_{it} - RF_t = a_i + \beta_i (RM_t - RF_t) + \beta_{i1} SMB_t + \beta_{i2} HML_t + \beta_{i3} RMW_t + \beta_{i4} CMA_t + \beta_{i5} \epsilon_t$ = R_i = نرخ بازده ورقه بهادار یا پرتفو در دوره t، RF_t = نرخ بازده بدون ریسک، RM_t = عامل بازار که از طریق تفاضل بازده بازار و نرخ بهره بدون ریسک محاسبه می‌گردد، SMB_t = عامل اندازه یا بزرگی که از تفاوت بین بازده سهام شرکت‌های بزرگ و سهام شرکت‌های کوچک به دست می‌آید و HML_t = عامل ارزش دفتری به بازار که عبارت از تفاوت بین بازده سهام با نسبت بالای ارزش دفتری به بازار و سهام با نسبت پایین ارزش دفتری به بازار است، RMW_t = عامل سودآوری که از تفاوت بین بازده سهام شرکت‌ها با سودآوری بالا و سهام شرکت‌ها با سودآوری کم به دست می‌آید، CMA_t = عامل سرمایه‌گذاری که از تفاوت بین بازده سهام شرکت‌ها با سرمایه‌گذاری بالا (جسورانه) و سهام شرکت‌ها با سرمایه‌گذاری پایین (محافظه‌کار) به دست می‌آید. همچنین β_i ، β_{i1} ، β_{i2} ، β_{i3} ، β_{i4} ، β_{i5} به ترتیب بیانگر عوامل بازار، اندازه، ارزش دفتری به ارزش بازار، سودآوری و سرمایه‌گذاری پرتفوی نو ϵ نیز بازده خالص دارایی پرتفوی i با میانگین صفر می‌باشند.	
	SDC _{it}	لگاریتم حجم پس‌انداز (سپرده‌گذاری) شرکت‌ها در دوره t	
	FHI _{it}	لگاریتم حجم تأمین مالی خانوارها با استفاده از ابزارهای بازارهای مالی داخلی در دوره t	
	FHIF _{it}	لگاریتم حجم تأمین مالی خانوارها با استفاده از ابزارهای بازارهای مالی خارجی در دوره t	
	HDInF _{it}	لگاریتم حجم سرمایه‌گذاری داخلی خانوارها در دوره t	
	HDInves _{it}	لگاریتم حجم سرمایه‌گذاری خارجی خانوارها در دوره t	
	VTPH _{it}	لگاریتم حجم مالیات پرداختی خانوارها در دوره t	
آمیخته تصمیمات مالی خانوارها	VSPH _{it}	لگاریتم حجم دریافت یارانه خانوارها در دوره t	
	RDH _{it}	لگاریتم حجم دریافت سود سهام خانوارها در دوره t	
	HD _{it}	لگاریتم حجم پس‌انداز (سپرده‌گذاری) خانوارها در دوره t	
	WIR _{it}	شاخص تکمیل ثروت خانوارها با فرض رشد جمعیت در نرخ‌های گوناگون و با فرض تغییرات رابطه بین پس‌انداز واقعی سرانه ((GS) و ارزش فعلی مصرف در زمان گسسته از طریق معادله محاسبه می‌شود (گرایزلی و همکاران، ۲۰۱۴): $PVAC_{it} + PV(\Delta\gamma_{it}Q_{it}) = \beta_0 + \beta_1 \cdot g_{it} + c$	

نوع متغیر	متغیر	نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش (*)
	CCI_{it}	برای برآورد متغیر شاخص اعتماد مصرف‌کننده (CCI) از اطلاعات تولید ناخالص ملی (GNP)، استفاده کردیم. به راین اساس نخست میانگین تولید ناخالص ملی (GNP) را به دست آوردیم. سپس اطلاعات موردنظر تولید ناخالص ملی (GNP) را در چارک‌های موردنظر قراردادیم؛ یعنی از چارک اول (q_1)، چارک دوم (q_2)، چارک سوم (q_3) را به‌عنوان پیش‌بینی شرایط اقتصاد کشور استفاده نمودیم؛ که عبارت‌اند از: چارک اول (q_1): مقداری از تولید ناخالص ملی (GNP)، که ۲۵٪ (درصد) مشاهدات مربوط به آن پایین‌تر از عدد میانگین تولید ناخالص ملی (GNP)، در دوره t باشد؛ به‌منزله وضعیت خوب اقتصادی هست. چارک دوم (q_2): مقداری از تولید ناخالص ملی (GNP)، که ۵۰٪ (درصد) مشاهدات مربوط به آن پایین‌تر از عدد میانگین تولید ناخالص ملی (GNP)، در دوره t باشد؛ به‌منزله وضعیت نه بد و نه خوب اقتصادی هست. چارک سوم (q_3): مقداری از تولید ناخالص ملی (GNP)، که ۷۵٪ (درصد) مشاهدات مربوط به آن پایین‌تر از عدد میانگین تولید ناخالص ملی (GNP)، در دوره t باشد؛ به‌منزله وضعیت بد اقتصادی هست.
تعدیل‌کننده	FI_{it}	لگاریتم حجم ارزش خدمات و نوآوری مالی بازارهای مالی در دوره t
	$Vol.ER_{it}$	انحراف معیار لگاریتم نرخ ارز بازار ارز در دوره t
	$Vol.OP_{it}$	انحراف معیار لگاریتم نوسانات قیمت نفت بازار در دوره t
کنترلی	$Vol.HP_{it}$	انحراف معیار لگاریتم نوسانات قیمت مسکن در بازار رهن و مستغلات در دوره t
	$Size.FM_{it}$	لگاریتم حجم کل ارزش دارایی‌های بازارهای مالی
	$Lev.FM_{it}$	درجه اهرم مالی بازارهای مالی = (هزینه‌های مالی - هزینه‌های عملیاتی / هزینه‌های عملیاتی) $DFL = \frac{MC}{EBIT} = \frac{Q(P-V) - fc}{Q(P-V) - FC - I}$
	$Volume.FM_{it}$	حجم عملیات مالی بازارهای مالی ایران
	$IntenA.FM_{it}$	آهنگ متوسط شدت تعدیل (سرعت) عملیات مالی بازارهای مالی ایران (با استفاده از انتگرال‌گیری حجم کل عملیات)

معادله دوم پژوهش: آمیخته تصمیمات مالی

شرکت‌ها و توسعه بازار سرمایه (عمق مالی)

(۲)

$$FMD_{b,it} = f(FDC_{i,t}) = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{Log.FIFC}_{it} + \beta_2 \cdot \text{Log.DInF}_{it} + \beta_3 \cdot \text{Log.FInves}_{it} + \beta_4 \cdot \text{Log.FRT}_{it} + \beta_5 \cdot \text{Log.PDF}_{it} + \beta_6 \cdot \text{Log.Risk}_{it} + \beta_7 \cdot \text{Log.Return}_{it} + \beta_8 \cdot \text{Log.SDCit} + \beta_9 \cdot \text{Log.Size.FM}_{it} + \beta_{10} \cdot \text{Log.Lev.FM}_{it} + \beta_{11} \cdot \text{Log.Volume.FM}_{it} + \beta_{12} \cdot \text{Log.IntenA.FM}_{it} + \beta_{13} \cdot \text{Log.Vol.HP}_{it} + \beta_{14} \cdot \text{Log.Vol.ER}_{it} + \beta_{15} \cdot \text{Log.Vol.OP}_{it} + \beta_{16} \cdot \text{Log.FI}_{it} + \beta_{17} \cdot \text{Log.Year}_{it} + e_{it}$$

معادله سوم پژوهش: آمیخته تصمیمات مالی خانوارها

و توسعه بازار سرمایه (عمق مالی)

(۳)

$$FMD_{cs,it} = f(FDH_{i,t}) = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{Log.FHII}_{it} + \beta_2 \cdot \text{Log.FHIF}_{it} + \beta_3 \cdot \text{Log.HDInF}_{it} + \beta_4 \cdot \text{Log.HDInves}_{it} + \beta_5 \cdot \text{Log.VTPH}_{it} + \beta_6 \cdot \text{Log.VSPH}_{it} + \beta_7 \cdot \text{Log.RDH}_{it} + \beta_8 \cdot \text{Log.HD}_{it} + \beta_9 \cdot \text{Log.WIR}_{it} + \beta_{10} \cdot \text{Log.CCI}_{it} + \beta_{11} \cdot \text{Log.Size.FM}_{it} + \beta_{12} \cdot \text{Log.Lev.FM}_{it} + \beta_{13} \cdot \text{Log.Volume.FM}_{it} + \beta_{14} \cdot \text{Log.IntenA.FM}_{it} + \beta_{15} \cdot \text{Log.Vol.HP}_{it} + \beta_{16} \cdot \text{Log.Vol.ER}_{it} + \beta_{17} \cdot \text{Log.Vol.OP}_{it} + \beta_{18} \cdot \text{Log.FI}_{it} + \beta_{19} \cdot \text{Log.Year}_{it} + e_{it}$$

در این رابطه در اجرای رگرسیون به روش رگرسیون

برداری چند متغیر و از آزمون‌های تشخیصی مربوطه

استفاده شده است. معادله خط رگرسیون آن‌ها

به‌صورت زیر نوشته شده است:

۳-۲- تصریح مدل‌های تجربی پژوهش

معادله اول پژوهش: آمیخته تصمیمات مالی دولت و

توسعه بازار سرمایه (عمق مالی)

(۱)

$$FMD_{a,it} = f(FDG_{i,t}) = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{Log.RT}_{it} + \beta_2 \cdot \text{Log.PS}_{it} + \beta_3 \cdot \text{Log.GE}_{it} + \beta_4 \cdot \text{Log.DInves}_{it} + \beta_5 \cdot \text{Log.FInves}_{it} + \beta_6 \cdot \text{Log.FII}_{it} + \beta_7 \cdot \text{Log.FIF}_{it} + \beta_8 \cdot \text{Log.SDI}_{it} + \beta_9 \cdot \text{Log.Size.FM}_{it} + \beta_{10} \cdot \text{Log.Lev.FM}_{it} + \beta_{11} \cdot \text{Log.Volume.FM}_{it} + \beta_{12} \cdot \text{Log.IntenA.FM}_{it} + \beta_{13} \cdot \text{Log.Vol.HP}_{it} + \beta_{14} \cdot \text{Log.Vol.ER}_{it} + \beta_{15} \cdot \text{Log.Vol.OP}_{it} + \beta_{16} \cdot \text{Log.FI}_{it} + \beta_{17} \cdot \text{Log.Year}_{it} + e_{it}$$

۴- یافته‌های پژوهش

در پژوهش حاضر از دو شکل آمار توصیفی و آمار استنباطی برای تحلیل داده‌ها استفاده شده است. به طوری که پس از استخراج داده‌های پژوهش، آن‌ها را وارد نرم‌افزار (Excel) نموده سپس بعد از انجام عملیات ثبت و طبقه‌بندی متغیرهای موردنظر، با استفاده از مدل رگرسیون و رویکرد اقتصادسنجی و نرم‌افزار (Eviews8) مورد پردازش نهایی قرار گرفتند.

البته در این رابطه در اجرای رگرسیون از روش رگرسیون برداری چند متغیر از آزمون‌های تشخیصی مربوطه استفاده شده است. بنابراین، در این بخش ابتدا به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها، نحوه برآورد مدل‌های تجربی و همچنین تحلیل دقیق آن‌ها، در جدول‌های زیر به معرفی آمار توصیفی و در ادامه نیز به ارائه نتایج استنباط آماری مربوط به متغیرهای به کاررفته در مدل‌های ارائه شده می‌پردازیم.

جدول ۵- توصیف ویژگی‌های آماری داده‌های مربوط به متغیرهای پژوهش

انحراف معیار	واریانس	میانه	حداکثر	حداقل	میانگین	متغیر	نوع متغیر	
0.592164	0.350658	0.63770	1.8328	-1.9988	0.571	FD_{it}	وابسته	عمق (مالی)
109.6653	12026.48	25.9269	859.4987	-72.537	58.764	RT_{it}		
13.39463	179.4161	0.66593	165.8046	-42.074	4.227	PS_{it}		
14.02742	203.7528	0.00005	128.9002	-50.43	2.0231	GE_{it}		
16.80708	282.4779	0.00033	213.3464	-55.341	3.1689	$G.DInves_{it}$		
21.50012	462.2552	0.71001	332.5874	-51.198	6.5191	$G.FInves_{it}$		
18.15258	329.5162	0.00012	303.7145	-0.0705	4.6991	$FIIG_{it}$		
14.93113	222.9386	1.44304	93.60425	-33.088	5.2019	$FIFG_{it}$		
15.72446	247.2586	1.26000	173.1043	-36.003	5.1247	SDI_{it}		
10.95055	119.91455	5.138362	127.8988	0.006501	8.765615	$FIFC_{it}$	مستقل	آمیخته تصمیمات مالی شرکت‌ها
11.60268	134.62218	5.143270	167.1300	0.002330	8.811259	$C.DInves_{it}$		
9.138434	83.510976	12.21550	153.5891	0.049700	12.66137	$C.FInves_{it}$		
7.316155	53.526124	6.165101	328.9127	0.004810	11.51842	FRT_{it}		
18.32357	335.7532	1.327609	3.045743	0.954677	1.366800	PDF_{it}		
17.46545	305.04194	-0.36162	158.0645	-39.5517	2.398474	$Risk_{it}$		
18.55962	344.45949	0.000167	263.6364	-46.9554	4.136505	$Return_{it}$		
16.00280	256.08961	-0.01197	163.6765	-36.3153	2.594816	SDC_{it}		
0.104574	0.010936	0.874321	4.79E-05	0.033783	0.070631	FHI_{it}		
0.114226	0.013048	1.658046	8.56E-05	0.045414	0.082949	$FHIF_{it}$	آمیخته تصمیمات مالی خانوارها	
0.114022	0.013001	1.289002	5.92E-05	0.048056	0.086571	$HDInF_{it}$		
0.140850	0.013015	2.133464	0.000100	0.053061	0.095644	$HDInves_{it}$		
0.194387	0.037786	3.325874	0.000153	0.054100	0.111112	$VTPH_{it}$		
0.157058	0.024667	3.037145	0.000118	0.053213	0.101162	$VSPH_{it}$		
0.121583	0.014782	0.936043	-0.05357	0.060837	0.099685	RDH_{it}		
0.121540	0.014772	0.936043	0.000000	0.060837	0.099727	HD_{it}		
0.770413	0.593536	24.26149	0.003184	0.589145	0.653248	WIR_{it}		
0.131448	0.017279	1.731043	0.000200	0.060271	0.100762	CCI_{it}		
0.064390	0.004146	-0.02529	0.143512	-0.07048	0.002035	FI_{it}	تعدیل کننده	
0.046615	0.002173	0.039401	0.07039	-0.07039	0.015948	$Vol.ER_{it}$		
0.030672	0.00094	0.023083	0.067109	-0.09712	0.015054	$Vol.OP_{it}$		
18.11688	328.2213	0.000112	247.8666	-44.4497	3.018091	$Vol.HP_{it}$		
18.61246	346.4237	0.003142	15.7244	-46.9554	4.089968	$Size.FM_{it}$	کنترل	
17.46640	305.0751	-0.31211	158.0645	-39.5517	2.480885	$Lev.FM_{it}$		
15.95717	254.631	-0.01767	163.6765	-36.3153	2.580328	$Volume.FM_{it}$		
18.87430	356.2392	-0.01545	157.6346	-40.2660	3.230645	$IntenA.FM_{it}$		

منبع: یافته‌های پژوهشگران (محاسبات نرم‌افزاری محقق).

به‌طور کلی جدول شماره (۵) بیانگر توصیف ویژگی‌های آماری توصیف‌کنندگی شامل چولگی، کشیدگی، میانگین، تعداد مشاهدات و غیره برای متغیرهای پژوهش در سری زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۵، است.

آزمون دوربین واتسون: می‌توان بیان نمود که، آزمون دوربین واتسون^{۵۹} یکی از مشهورترین آزمون‌ها برای تشخیص خود همبستگی است. البته برای به کار بردن این آزمون نیاز به برقراری شرایطی است که در زیر به آن‌ها اشاره می‌کنیم.

جدول ۶- نتایج آزمون‌های ریشه واحد فولر تعمیم‌یافته^{۶۰} (ADF) و فیلیپس پرون^{۶۱} (PP)

متغیرهای پژوهش		فیلیپس پرون (PP)		دیکي فولر تعمیم‌یافته (ADF)	
متغیر وابسته توسعه مالی (FD _{it}) (عمق مالی)		تفاضل مرتبه اول	تفاضل دوم	تفاضل مرتبه اول	تفاضل دوم
		-308.8128	-36.15606	-9.715326	-19.87610
سطح اهمیت (معناداری)		نتایج آزمون			
۱٪ (یک درصد)		-3.435287	-3.435271	-3.435336	-3.435419
۵٪ (پنج درصد)		-2.863608	-2.863601	-2.863629	-2.863666
۱۰٪ (ده درصد)		-2.567921	-2.567917	-2.567932	-2.567952
متغیر مستقل (RT _{it})		تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم
		-33.57850	-436.4578	-5.820477	-20.84592
سطح اهمیت (معناداری)		نتایج آزمون			
۱٪ (یک درصد)		-3.435255	-3.435263	-3.435319	-3.435319
۵٪ (پنج درصد)		-2.863594	-2.863597	-2.863622	-2.863622
۱۰٪ (ده درصد)		-2.567913	-2.567915	-2.567928	-2.567928
متغیر مستقل (PS _{it})		تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم
		-36.18516	-430.9534	-15.92141	-17.42299
سطح اهمیت (معناداری)		نتایج آزمون			
۱٪ (یک درصد)		-3.435247	-3.435251	-3.435255	-3.435295
۵٪ (پنج درصد)		-2.863590	-2.863592	-2.863594	-2.863611
۱۰٪ (ده درصد)		-2.567911	-2.567912	-2.567913	-2.567923
متغیر مستقل (GE _{it})		تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم
		-16.42801	-17.72405	-35.17501	-869.2625
سطح اهمیت (معناداری)		نتایج آزمون			
۱٪ (یک درصد)		-3.435255	-3.435295	-3.435247	-3.435251
۵٪ (پنج درصد)		-2.863594	-2.863611	-2.863590	-2.863592
۱۰٪ (ده درصد)		-2.567913	-2.567923	-2.567911	-2.567912
متغیر مستقل (G.DInves _{it})		تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم
		-39.28044	-333.4391	-5.097955	-20.68863
سطح اهمیت (معناداری)		نتایج آزمون			
۱٪ (یک درصد)		-3.435247	-3.435251	-3.435283	-3.435283

-2.863606	-2.863606	-2.863592	-2.863590	۵٪ (پنج درصد)
-2.567920	-2.567920	-2.567912	-2.567911	۱۰٪ (ده درصد)
تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	متغیر مستقل ($G.FInves_{it}$)
-21.87455	-4.768141	-646.1784	-40.03538	
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)
-3.435283	-3.435283	-3.435251	-3.435247	۱٪ (یک درصد)
-2.863606	-2.863606	-2.863592	-2.863590	۵٪ (پنج درصد)
-2.567920	-2.567920	-2.567912	-2.567911	۱۰٪ (ده درصد)

منبع: یافته‌های پژوهشگران (محاسبات نرم‌افزاری محقق).

راهنمای مطالعه علائم جدول: خوانندگان گرامی برای مطالعه و شناسایی کامل علائم مربوط به متغیرهای پژوهش جدول فوق به جداول شماره (۴) مراجعه شود

جدول ۷- نتایج آزمون‌های ریشه واحد فولر تعمیم‌یافته (ADF) و فیلیپس پرون (PP)

دیکی فولر تعمیم‌یافته (ADF)		فیلیپس پرون (PP)		متغیرهای پژوهش
تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	متغیر مستقل (FII_{it})
-18.92503	-33.48771	-691.0157	-35.66384	
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)
-3.435287	-3.435247	-3.435251	-3.435247	۱٪ (یک درصد)
-2.863608	-2.863590	-2.863592	-2.863590	۵٪ (پنج درصد)
-2.567921	-2.567911	-2.567912	-2.567911	۱۰٪ (ده درصد)
تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	متغیر مستقل (FIF_{it})
-19.20131	-12.17413	-731.2721	-36.16024	
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)
-3.435287	-3.435259	-3.435251	-3.435247	۱٪ (یک درصد)
-2.863608	-2.863595	-2.863592	-2.863590	۵٪ (پنج درصد)
-2.567921	-2.567914	-2.567912	-2.567911	۱۰٪ (ده درصد)
تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	متغیر مستقل (SDI_{it})
-17.33447	-13.59475	-316.9057	-35.64857	
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)
-3.435299	-3.435259	-3.435251	-3.435247	۱٪ (یک درصد)
-2.863613	-2.863595	-2.863592	-2.863590	۵٪ (پنج درصد)
-2.567923	-2.567914	-2.567912	-2.567911	۱۰٪ (ده درصد)
تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	متغیر مستقل ($FIFc_{it}$)
-7.062045	2.931738	-9.666323	-4.188403	
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)
-3.435311	-3.435336	-3.435255	-3.435247	۱٪ (یک درصد)
-2.863619	-2.863629	-2.863594	-2.863590	۵٪ (پنج درصد)
-2.567926	-2.567932	-2.567913	-2.567911	۱۰٪ (ده درصد)
تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	متغیر مستقل ($C.DInves_{it}$)
-23.04945	-5.408687	-64.40562	-6.241248	
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)

-3.435263	-3.435336	-3.435251	-3.435247	٪۱ (یک درصد)
-2.863597	-2.863629	-2.863592	-2.863590	٪۵ (پنج درصد)
-2.567915	-2.567932	-2.567912	-2.567911	٪۱۰ (ده درصد)
تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	متغیر مستقل ($C.FInves_{it}$)
-56.00717	0.418307	-51.79452	2.009310	
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)
-2.566774	-3.435307	-3.435251	-3.435247	٪۱ (یک درصد)
-1.941071	-2.863617	-2.863592	-2.863590	٪۵ (پنج درصد)
-1.616532	-2.567925	-2.567912	-2.567911	٪۱۰ (ده درصد)
تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	متغیر مستقل (FRT_{it})
-18.41656	-1.882559	-214.7013	-38.66245	
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)
-3.435259	-3.435336	-3.435251	-3.435247	٪۱ (یک درصد)
-2.863595	-2.863629	-2.863592	-2.863590	٪۵ (پنج درصد)
-2.567914	-2.567932	-2.567912	-2.567911	٪۱۰ (ده درصد)

منبع: یافته‌های پژوهشگران (محاسبات نرم‌افزاری محقق).

راهنمای مطالعه علائم جدول: خوانندگان گرامی برای مطالعه و شناسایی کامل علائم مربوط به متغیرهای پژوهش جدول فوق به جداول شماره (۴) مراجعه شود.

جدول ۸- نتایج آزمون‌های ریشه واحد فولر تعمیم یافته (ADF) و فیلیپس پرون (PP)

دیکر فولر تعمیم یافته (ADF)		فیلیپس پرون (PP)		متغیرهای پژوهش
تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	متغیر مستقل (PDF_{it})
-18.22706	-5.440554	-69.34894	-9.298135	
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)
-2.566776	-3.435332	-3.435251	-3.435247	٪۱ (یک درصد)
-1.941072	-2.863628	-2.863592	-2.863590	٪۵ (پنج درصد)
-1.616532	-2.567931	-2.567912	-2.567911	٪۱۰ (ده درصد)
تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	متغیر مستقل ($Risk_{it}$)
-4.428302	-1.859863	-128.6713	-19.94408	
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)
-3.435340	-3.435332	-3.435251	-3.435247	٪۱ (یک درصد)
-2.863631	-2.863628	-2.863592	-2.863590	٪۵ (پنج درصد)
-2.567933	-2.567931	-2.567912	-2.567911	٪۱۰ (ده درصد)
تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	متغیر مستقل ($Return_{it}$)
-13.43986	5.182512	-42.79952	-3.839806	
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)
-2.566802	-3.435336	-3.435251	-3.435247	٪۱ (یک درصد)
-1.941075	-2.863629	-2.863592	-2.863590	٪۵ (پنج درصد)
-1.616530	-2.567932	-2.567912	-2.567911	٪۱۰ (ده درصد)
تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	متغیر مستقل ($SDCit$)
-6.331189	5.175424	-44.96825	-3.692388	
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)

-3.435271	-3.435336	-3.435251	-3.435247	۱٪ (یک درصد)
-2.863601	-2.863629	-2.863592	-2.863590	۵٪ (پنج درصد)
-2.567917	-2.567932	-2.567912	-2.567911	۱۰٪ (ده درصد)
متغیر مستقل ($FHII_{it}$)	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	
-19.55263	2.931738	-9.666327	-4.188403	
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)
-3.435340	-3.435336	-3.435255	-3.435247	۱٪ (یک درصد)
-2.863631	-2.863629	-2.863594	-2.863590	۵٪ (پنج درصد)
-2.567933	-2.567932	-2.567913	-2.567911	۱۰٪ (ده درصد)
متغیر مستقل ($FHIF_{it}$)	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	
-23.04945	-5.408687	-64.40562	-6.241248	
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)
-3.435263	-3.435336	-3.435251	-3.435247	۱٪ (یک درصد)
-2.863597	-2.863629	-2.863592	-2.863590	۵٪ (پنج درصد)
-2.567915	-2.567932	-2.567912	-2.567911	۱۰٪ (ده درصد)
متغیر مستقل ($HDIInF_{it}$)	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	
-56.05683	0.418307	-51.79452	2.009310	
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)
-3.435259	-3.435307	-3.435251	-3.435247	۱٪ (یک درصد)
-2.863595	-2.863617	-2.863592	-2.863590	۵٪ (پنج درصد)
-2.567914	-2.567925	-2.567912	-2.567911	۱۰٪ (ده درصد)

منبع: یافته‌های پژوهشگران (محاسبات نرم‌افزاری محقق).

راهنمای مطالعه علائم جدول: خوانندگان گرامی برای مطالعه و شناسایی کامل علائم مربوط به متغیرهای پژوهش جدول فوق به جداول شماره (۴) مراجعه شود.

جدول ۹- نتایج آزمون‌های ریشه واحد فولر تعمیم یافته (ADF) و فیلیپس پرون (PP)

متغیرهای پژوهش		فیلیپس پرون (PP)		دیکی فولر تعمیم یافته (ADF)
متغیر مستقل ($HDIInves_{it}$)	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم
	-7.344812	-68.13054	-1.972163	-46.25508
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)
	۱٪ (یک درصد)	-3.435247	-3.435251	-3.435263
	۵٪ (پنج درصد)	-2.863590	-2.863592	-2.863597
	۱۰٪ (ده درصد)	-2.567911	-2.567912	-2.567915
متغیر مستقل ($VTPH_{it}$)	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم
	-9.298135	-69.34894	-5.440554	-18.30634
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)
	۱٪ (یک درصد)	-3.435247	-3.435251	-3.435263
	۵٪ (پنج درصد)	-2.863590	-2.863592	-2.863597
	۱۰٪ (ده درصد)	-2.567911	-2.567912	-2.567915
متغیر مستقل ($VSPH_{it}$)	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم
	-19.94408	-128.6713	-1.859863	-4.428302
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)

-3.435340	-3.435332	-3.435251	-3.435247	۱٪ (یک درصد)
-2.863631	-2.863628	-2.863592	-2.863590	۵٪ (پنج درصد)
-2.567933	-2.567931	-2.567912	-2.567911	۱۰٪ (ده درصد)
تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	متغیر مستقل (RDH_{it})
-13.60259	5.182512	-42.79952	-3.839806	
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)
-3.435336	-3.435336	-3.435251	-3.435247	۱٪ (یک درصد)
-2.863629	-2.863629	-2.863592	-2.863590	۵٪ (پنج درصد)
-2.567932	-2.567932	-2.567912	-2.567911	۱۰٪ (ده درصد)
تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	متغیر مستقل (HD_{it})
-13.53775	5.175424	-44.96825	-3.692388	
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)
-3.435336	-3.435336	-3.435251	-3.435247	۱٪ (یک درصد)
-2.863629	-2.863629	-2.863592	-2.863590	۵٪ (پنج درصد)
-2.567932	-2.567932	-2.567912	-2.567911	۱۰٪ (ده درصد)
تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	متغیر مستقل (WIR_{it})
-19.94243	-34.15015	-506.1586	-34.57367	
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)
-3.435283	-3.435247	-3.435251	-3.435247	۱٪ (یک درصد)
-2.863606	-2.863590	-2.863592	-2.863590	۵٪ (پنج درصد)
-2.567920	-2.567911	-2.567912	-2.567911	۱۰٪ (ده درصد)
تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	متغیر مستقل (CCI_{it})
-53.77216	-2.728019	-80.98873	-4.876290	
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)
-3.435259	-3.435336	-3.435251	-3.435247	۱٪ (یک درصد)
-2.863595	-2.863629	-2.863592	-2.863590	۵٪ (پنج درصد)
-2.567914	-2.567932	-2.567912	-2.567911	۱۰٪ (ده درصد)

منبع: یافته‌های پژوهشگران (محاسبات نرم‌افزاری محقق).

راهنمای مطالعه علائم جدول: خوانندگان گرامی برای مطالعه و شناسایی کامل علائم مربوط به متغیرهای پژوهش جدول فوق به جداول شماره (۴) مراجعه شود.

جدول ۱۰- نتایج آزمون‌های ریشه واحد فولر تعمیم‌یافته (ADF) و فیلیپس پرون (PP)

دیکر فولر تعمیم‌یافته (ADF)		فیلیپس پرون (PP)		متغیرهای پژوهش
تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	متغیر کنترل ($Lev.FM_{it}$)
-19.65967	-4.950888	-300.5385	-36.04289	
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)
-3.435287	-3.435287	-3.435251	-3.435247	۱٪ (یک درصد)
-2.863608	-2.863608	-2.863592	-2.863590	۵٪ (پنج درصد)
-2.567921	-2.567921	-2.567912	-2.567911	۱۰٪ (ده درصد)
تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	متغیر کنترل ($Size.FM_{it}$)
-18.94499	-27.68406	-450.1683	-30.65150	
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)

-3.435287	-3.435247	-3.435251	-3.435247	۱٪ (یک درصد)
-2.863608	-2.863590	-2.863592	-2.863590	۵٪ (پنج درصد)
-2.567921	-2.567911	-2.567912	-2.567911	۱۰٪ (ده درصد)
متغیر کنترل ($Volume.FM_{it}$)	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	
-18.80569	-9.285747	-250.0723	-34.26408	
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)
-3.435291	-3.435271	-3.435251	-3.435247	۱٪ (یک درصد)
-2.863610	-2.863601	-2.863592	-2.863590	۵٪ (پنج درصد)
-2.567922	-2.567917	-2.567912	-2.567911	۱۰٪ (ده درصد)
متغیر کنترل ($IntenA.FM_{it}$)	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	
-16.62566	-9.757672	-436.0967	-35.76770	
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)
-3.435303	-3.435263	-3.435251	-3.435247	۱٪ (یک درصد)
-2.863615	-2.863597	-2.863592	-2.863590	۵٪ (پنج درصد)
-2.567924	-2.567915	-2.567912	-2.567911	۱۰٪ (ده درصد)
متغیر تعدیل کننده ($Vol.HP_{it}$)	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	
-17.37126	-12.07902	-526.8264	-35.10006	
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)
-3.435299	-3.435263	-3.435251	-3.435247	۱٪ (یک درصد)
-2.863613	-2.863597	-2.863592	-2.863590	۵٪ (پنج درصد)
-2.567923	-2.567915	-2.567912	-2.567911	۱۰٪ (ده درصد)
متغیر تعدیل کننده ($Vol.ER_{it}$)	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	
-9.425392	-0.076918	-113.2926	-31.09589	
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)
-3.435303	-3.435303	-3.435251	-3.435247	۱٪ (یک درصد)
-2.863615	-2.863615	-2.863592	-2.863590	۵٪ (پنج درصد)
-2.567924	-2.567924	-2.567912	-2.567911	۱۰٪ (ده درصد)
متغیر تعدیل کننده ($Vol.OP_{it}$)	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	
-10.53835	2.684609	-911.2778	-31.79408	
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)
-3.435315	-3.435315	-3.435251	-3.435247	۱٪ (یک درصد)
-2.863620	-2.863620	-2.863592	-2.863590	۵٪ (پنج درصد)
-2.567927	-2.567927	-2.567912	-2.567911	۱۰٪ (ده درصد)
متغیر تعدیل کننده (FI_{it})	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	
-12.60828	-3.060978	-355.0294	-57.33389	
نتایج آزمون				سطح اهمیت (معناداری)
-3.435295	-3.435295	-3.435251	-3.435247	۱٪ (یک درصد)
-2.863611	-2.863611	-2.863592	-2.863590	۵٪ (پنج درصد)
-2.567923	-2.567923	-2.567912	-2.567911	۱۰٪ (ده درصد)

منبع: یافته‌های پژوهشگران (محاسبات نرم‌افزاری محقق).

می‌شود. این آماره که بر اساس یافته‌های جدول شماره (۱۲) الی جدول شماره (۱۴) به ترتیب برای مدل اول برابر (1.871807) برای مدل دوم (1.823554) و مدل سوم نیز برابر (1.676584) است. چنان چه این آماره در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار بگیرد فرض (H₀) آزمون یعنی عدم وجود همبستگی بین باقیمانده پذیرفته می‌شود و در غیر این صورت فرض (H₀) رد می‌شود یعنی می‌توان پذیرفت که بین باقیمانده‌ها همبستگی وجود دارد. با توجه به آماره به دست آمده می‌توان پذیرفت که در این مدل همبستگی مثبت و منفی وجود ندارد.

نتایج آزمون (F) و آزمون هاسمن: به طور کلی، از آزمون (F) در این پژوهش جهت مشخص نمودن آزمون برابری ضرایب عرض از مبدأ مقاطع مختلف و آزمون هاسمن نیز به منظور تعیین مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی مورد برآورد قرار گرفته‌اند که نتایج این دو آزمون در جدول شماره (۱۲) و جدول شماره (۱۳) نشان داده شده است.

جدول ۱۲- نتایج آزمون F

شرح	مدل	مقدار آماره	درجه آزادی	سطح معناداری	سطح آزمون
Cross-section F	اول	8.234405	17	0.000	0.05
	دوم	2.932003	17	0.000	0.05
	سوم	28.83704	17	0.000	0.05
Cross-section Chi-square	اول	383.3970	17	0.000	0.05
	دوم	104.5949	20	0.000	0.05
	سوم	1188.813	20	0.000	0.05

منبع: یافته‌های پژوهشگران (محاسبات نرم‌افزاری محقق).

مقدار (F) محاسبه شده با مقدار (F) جدول مقایسه می‌گردد و اگر فرض (H₀)، رد شود کارا بودن روش اثرات ثابت پذیرفته می‌شود. نتایج آزمون فوق نشان می‌دهد که مقدار آماره آزمون آماره (F) برابر با عدد 27.131 و سطح معناداری (P-Value)، آن نیز کوچک‌تر از سطح آزمون است. بطوریکه این نتایج

به طور خلاصه در جدول شماره (۶) الی (۱۰) نتایج حاصل از آزمون فولر تعمیم یافته (ADF) و فیلپس پرون (PP) متغیرهای پژوهش در سری زمانی بین سال‌های ۱۳۸۵-۱۳۹۵ ارائه شده است. همان گونه که مشاهده می‌شود نتایج انجام این دو آزمون نشان می‌کند که متغیرهای پژوهش در طی زمان مانا (ایستا) است و فرضیه داشتن ریشه واحد برای کلیه متغیرهای پژوهش به طور قوی رد شده و نشان داده شده است که کلیه داده‌ها مانا هستند.

بررسی ناهمسانی واریانس: در این بررسی وجود ناهمسانی واریانس جملات اخلاص از آماره آزمون ال.ام.آرچ. (LM) استفاده شده است. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس ال.ام.آرچ. برای نمونه‌های مورد بررسی به شرح جدول زیر است:

جدول ۱۱- نتایج آزمون ناهمسانی واریانس ال.ام.آرچ (LM Test)

شرح	مدل	مقدار آماره	سطح معناداری	سطح آزمون
F-statistic	اول	3.233699	0.397	0.05
Obs*R-squared	اول	6.536668	0.381	0.05
F-statistic	دوم	5.496685	0.420	0.05
Obs*R-squared	دوم	11.07140	0.392	0.05
F-statistic	سوم	19.37126	0.547	0.05
Obs*R-squared	سوم	38.27145	0.536	0.05

منبع: یافته‌های پژوهشگران (محاسبات نرم‌افزاری محقق).

با توجه به اینکه آماره این آزمون در سطح ۵ درصد معنادار نیست، بنابراین فرض ناهمسانی واریانس رد شده و همسانی واریانس جملات اخلاص پذیرفته می‌شود. بنابراین از روش حداقل مربعات معمولی (OLS) استفاده می‌گردد.

نتایج آزمون بررسی خودهمبستگی: به منظور آزمون عدم وجود خودهمبستگی در مدل‌هایی تجربی تحقیق نیز از آماره آزمون دوربین-واتسون استفاده

نتایج حاصل از آزمون مدل تجربی شماره (۱) پژوهش حاضر در جدول شماره (۱۴) ارائه شده است. با توجه به درسته معنی‌داری آماره آزمون فیشر (F) برآورد شده (۰,۰۰۰)، می‌توان ادعا نمود که بیانگر معنی کل رگرسیون است و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار است. علاوه بر این، ضریب تعیین (R^2)، تعدیل شده برابر با عدد (0.507029) بوده و بیانگر این مطلب است که تقریباً ۵۰/۷۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل مدل قابل تبیین است.

بر این اساس می‌توان گفت که فرض (H_0)، رد و فرض (H_1)، نیز تأیید می‌شود. بنابراین در راستای پاسخ به سؤال پژوهش می‌توان گفت که آمیخته تصمیمات مالی دولت به تبعیت از شرایط حاکم بر اقتصاد کشور بر وضعیت توسعه‌ی بازار سرمایه ایران تأثیرگذار است. درجایی که متغیرهای مستقل پژوهش در غالب آمیخته تصمیمات مالی دولت نظیر (دریافت مالیات) ($RT_{i,t}$)، پرداخت یارانه ($PS_{i,t}$)، مخارج دولتی ($GE_{i,t}$)، سرمایه‌گذاری داخلی ($DInves_{i,t}$)، سرمایه‌گذاری خارجی ($FInves_{i,t}$)، تأمین مالی با استفاده از ابزارهای بازارهای مالی داخلی ($FII_{i,t}$)، تأمین مالی با استفاده از ابزارهای بازارهای مالی خارجی ($FIF_{i,t}$)، پس‌انداز (سپرده‌گذاری) دولت ($SDI_{i,t}$)، دارای تأثیر مثبت و همچنین متغیرهایی نظیر (نوسانان) نرخ ارز ($Vol.ER_{i,t}$)، نوسانات قیمت نفت ($Vol.OP_{i,t}$) به‌عنوان متغیرهای تعدیل‌کننده دارای تأثیر منفی بر جریان توسعه بازار سرمایه ایران می‌باشند. لذا، این نتایج می‌تواند در تصمیمات مالی خرد و کلان مورد توجه قرار گیرد. زیرا توجه کامل به کدام از تغییرها با توجه به نوع و شدت تأثیری که بر بازارهای مالی دارند می‌تواند راهنمای عمل مناسب‌تری برای اخذ تصمیمات توسعه‌گرایی بازارهای مالی برای سیاست‌گذاران عرصه مالی کشور باشد.

بیانگر متفاوت بودن عرض از مبدأهای مقاطع مختلف است و بیانگر آن است که در آزمون تخمین مدل‌های نهایی پژوهش حاضر روش اثرات ثابت پذیرفته می‌شود.

جدول ۱۳- نتایج آزمون هاسمن

شرح	مدل	مقدار آماره آزادی	درجه آزادی	سطح معناداری	سطح آزمون
Cross-section random	اول	248.6610	۱۷	0.000	0.05
	دوم	189.246	۱۷	0.000	0.05
	سوم	215.4761	۱۷	0.000	0.05

منبع: یافته‌های پژوهشگران (محاسبات نرم‌افزاری محقق).

مقدار آزمون هاسمن در اینجا برابر 57.547 است و با توجه به اینکه سطح معناداری آزمون فوق کوچک‌تر از سطح آزمون است لذا، فرض (H_0) در این آزمون که مبتنی بر ارجحیت روش اثرات تصادفی بر روش اثرات ثابت است رد شده و فرض (H_1) که مبتنی بر ارجحیت روش اثرات ثابت بر روش اثرات تصادفی است مورد تأیید واقع شده و از این رو روش اثرات ثابت انتخاب می‌گردد. لذا، با توجه به موارد ذکر شده در قسمت بالا در این پژوهش جهت تخمین مدل‌های تجربی پژوهش از روش رگرسیون حداقل مربعات معمولی (OLS) و مدل اثرات ثابت استفاده شده است.

با توجه به مدل‌های شماره (۱)، (۲) و (۳)، در این پژوهش به تجزیه و تحلیل اثر آمیخته تصمیمات مالی مشارکت‌کنندگان نظام مالی (آمیخته تصمیمات مالی دولت و آمیخته تصمیمات مالی شرکت‌ها و آمیخته تصمیمات مالی خانوارها) به‌عنوان متغیرهای توضیحی بر جریان توسعه مالی تحلیل و بررسی می‌شود. همچنین تأثیر متغیرهای تعدیل‌کننده و کنترلی نیز در مدل نظر گرفته می‌شود. نتایج حاصل از برآورد در جدول شماره (۱۴) الی جدول شماره (۱۶) ارائه شده است.

جدول ۱۴- خلاصه نتایج آماری آزمون مدل رگرسیون تجربی اول پژوهش (متغیر وابسته توسعه مالی)

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره T	سطح معناداری	نوع رابطه	سطح اطمینان
C	0.276240	0.026082	10.59114	0.0000	مثبت معنادار	%۹۵
RT _{it}	0.000892	0.000285	3.136504	0.0017	مثبت معنادار	%۹۵
PS _{it}	0.006044	0.001029	5.872270	0.0000	مثبت معنادار	%۹۵
GE _{it}	0.005125	0.000971	5.280565	0.0000	مثبت معنادار	%۹۵
G.DInves _{it}	0.005060	0.000896	5.644516	0.0000	مثبت معنادار	%۹۵
G.FInves _{it}	0.003828	0.000704	5.438062	0.0000	مثبت معنادار	%۹۵
FII _{it}	0.004914	0.000775	6.341609	0.0000	مثبت معنادار	%۹۵
FIF _{it}	0.003837	0.000923	4.158358	0.0000	مثبت معنادار	%۹۵
SDI _{it}	0.007048	0.000836	8.429440	0.0000	مثبت معنادار	%۹۵
Size.FM _{it}	0.004599	0.000850	5.410920	0.0000	مثبت معنادار	%۹۵
Lev.FM _{it}	0.004194	0.000840	4.991288	0.0000	مثبت معنادار	%۹۵
Volume.FM _{it}	0.004545	0.000899	5.057886	0.0000	مثبت معنادار	%۹۵
IntenA.FM _{it}	0.004712	0.000792	5.948166	0.0000	مثبت معنادار	%۹۵
Vol.HP _{it}	0.004209	0.000757	5.563832	0.0000	مثبت معنادار	%۹۵
Vol.ER _{it}	-0.599755	0.271473	-2.209265	0.0273	منفی معنادار	%۹۵
Vol.OP _{it}	-1.118457	0.443211	-2.523533	0.0117	منفی معنادار	%۹۵
FI _{it}	0.653283	0.201028	3.249710	0.0012	مثبت معنادار	%۹۵
Year _{it}	0.051906	0.024249	2.140538	0.0325	مثبت معنادار	%۹۵
آماره‌های وزن‌دار مدل	ضریب تعیین (R ²)	ضریب تعیین تعدیل‌شده (Adjusted R ²)	انحراف از میانگین رگرسیون (SER)	آماره (F) (F-statistic)	سطح معناداری (F) آماره (F)	دوربین-واتسون (D-W)
	0.507029	0.500372	0.423189	76.17072	0.000000	1.871807

راهنمای مطالعه جدول: متغیرهای بکار رفته در جدول دربرگیرنده متغیرهای مستقل در غالب آمیخته تصمیمات مالی دولت شامل: دریافت مالیات^{۶۲} (RT_{it})، پرداخت یارانه^{۶۳} (PS_{it})، مخارج دولتی^{۶۴} (GE_{it})، سرمایه‌گذاری داخلی^{۶۵} (DInves_{it})، سرمایه‌گذاری خارجی^{۶۶} (FInves_{it})، تأمین مالی با استفاده از ابزارهای بازارهای مالی داخلی^{۶۷} (FII_{it})، تأمین مالی از طریق ابزارهای مالی خارجی^{۶۸} (FIF_{it})، پس‌انداز (سپرده‌گذاری) دولت^{۶۹} (SDI_{it})، و متغیرهای تعدیل‌کننده در مدل شامل: نوآوری مالی (FI_{it})، نوسان نرخ ارز (Vol.ER_{it})، نوسانات قیمت نفت (Vol.OP_{it})، نوسانات قیمت مسکن (Vol.HP_{it})، نرخ رشد درآمد سرانه (IPC_{it})، همچنین متغیرهای کنترلی شامل: اندازه بازارهای مالی (Size.FM_{it})، حجم عملیات بازارهای مالی (Volume.FM_{it})، شدت تعدیل^{۷۱} (سرعت) عملیات مالی بازارهای مالی (IntenA.FM_{it})، اهرم مالی (Lev.FM_{it})، سال (دوره) عملیات مالی (Year_{it})، است.

منبع: یافته‌های پژوهشگران (محاسبات نرم‌افزاری محقق)

جدول ۱۵- خلاصه نتایج آماری آزمون مدل رگرسیون تجربی دوم پژوهش (متغیر وابسته توسعه مالی)

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره T	سطح معناداری	نوع رابطه	سطح اطمینان
C	-0.848431	0.118029	-7.188315	0.0000	منفی معنادار	٪۹۵
FIF _{it}	0.007733	0.001203	6.427341	0.0000	مثبت معنادار	٪۹۵
C.DInves _{it}	0.003877	0.001324	2.927632	0.0035	مثبت معنادار	٪۹۵
C.FInves _{it}	-0.003966	0.001671	-2.373515	0.0178	منفی معنادار	٪۹۵
FRT _{it}	0.006852	0.000746	9.189566	0.0000	مثبت معنادار	٪۹۵
PDF _{it}	0.778723	0.083979	9.272787	0.0000	مثبت معنادار	٪۹۵
Risk _{it}	0.007784	0.000802	9.705312	0.0000	مثبت معنادار	٪۹۵
Return _{it}	0.006771	0.000722	9.374553	0.0000	مثبت معنادار	٪۹۵
SDC _{it}	0.006607	0.000833	7.928033	0.0000	مثبت معنادار	٪۹۵
Size.FM _{it}	0.005187	0.000730	7.105805	0.0000	مثبت معنادار	٪۹۵
Lev.FM _{it}	0.202028	0.034784	5.808121	0.0000	مثبت معنادار	٪۹۵
Volume.FM _{it}	0.555984	0.218463	2.544976	0.0110	مثبت معنادار	٪۹۵
IntenA.FM _{it}	-0.026390	0.029925	-0.881874	0.3780	غیر معنادار	٪۵
Vol.HP _{it}	-0.795273	0.289592	-2.746181	0.0061	منفی معنادار	٪۹۵
Vol.ER _{it}	0.005465	0.000730	7.482317	0.0000	مثبت معنادار	٪۹۵
Vol.OP _{it}	-0.931231	0.466333	-1.996923	0.0460	منفی معنادار	٪۹۵
FI _{it}	0.004294	0.001079	3.978918	0.0001	مثبت معنادار	٪۹۵
Year _{it}	0.090482	0.026651	3.395083	0.0007	مثبت معنادار	٪۹۵
آماره‌های وزن‌دار مدل	ضریب تعیین (R ²)	ضریب تعیین تعدیل شده (Adjusted R ²)	انحراف از میانگین رگرسیون (SER)	آماره (F)	سطح معناداری آماره (F)	دوربین - واتسون (D-W)
	0.394533	0.386364	0.463613	48.29634	0.000000	1.823554

راهنمای مطالعه جدول: متغیرهای بکار رفته در جدول دربرگیرنده متغیرهای مستقل در غالب آمیخته تصمیمات مالی شرکت‌ها شامل: تأمین مالی از طریق ابزارهای مالی^{۷۲} (FIF_{it})، حجم سرمایه‌گذاری داخلی شرکت^{۷۳} (DInF_{it})، حجم تولید و سرمایه‌گذاری خارجی شرکت^{۷۴} (FInves_{it})، پرداخت مالیات^{۷۵} (FPT_{it})، پرداخت سود سهام^{۷۶} (PDF_{it})، ریسک و بازده^{۷۷} (FR&R_{it})، پس‌انداز (سپرده‌گذاری) شرکت‌ها^{۷۸} (SDC_{it})، است. منبع: یافته‌های پژوهشگران (محاسبات نرم‌افزاری محقق).

فرض (H₀) رد و فرض (H₁) نیز تأیید می‌شود. بنابراین در راستای پاسخ به سؤال پژوهش می‌توان گفت که آمیخته تصمیمات مالی شرکت‌ها به تبعیت از شرایط حاکم بر اقتصاد کشور بر وضعیت توسعه‌ی بازار سرمایه ایران تأثیرگذار است. در این مورد می‌توان گفت که در حوزه مالی و حسابداری ملی تصمیماتی که عمدتاً شرکت‌های مختلف در صنایع مختلف اتخاذ می‌کنند بر پایه توجه به برخی متغیرهای مهمی نظیر آنچه در بخش مبانی نظری و پیشینه پژوهش به آن اشاره شده است که خود دارای پیامدهای متفاوتی بر جریان

نتایج حاصل از آزمون مدل تجربی شماره (۲) پژوهش حاضر در جدول شماره (۱۵) ارائه شده است. با توجه به در سطح معنی‌داری آماره آزمون فیشر (F) برآورد شده (۰,۰۰۰) می‌توان ادعا نمود که بیانگر معنی کل رگرسیون است و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ٪۹۵ معنادار است. علاوه به این، ضریب تعیین (R²) تعدیل شده برابر با عدد (۰,۳۹۴۵) بوده و بیانگر این مطلب است که تقریباً ۳۹/۴۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل مدل قابل تبیین است. به این اساس می‌توان گفت که

سیاست‌گذاران برای رفع مشکلاتی نظیر عدم کارا و اثربخش بودن بازارهای مالی بهتر و در زمان مناسب ارائه گردد که بتوان انگیزه مشارکت در بازارهای مالی را بالا برده که در نهایت اهداف توسعه بازارهای مالی نیز تأمین گردد.

عملکرد بازارهای مالی است و آن را تا حد فراوان ای نیز تحت شعاع خود قرار می‌دهند. لذا، توجه هم‌زمان به مقوله تصمیمات مالی شرکت‌ها بر پایه‌ی یک الگوی مشخص می‌تواند هم تبیین‌کننده مناسبی برای روابط مالی بین آمیخته تصمیمات مالی شرکت‌ها و توسعه بازار مالی کشور باشد و هم اینکه بسته‌های پیشنهادی

جدول ۱۶- خلاصه نتایج آماری آزمون مدل رگرسیون تجربی سوم پژوهش (متغیر وابسته توسعه مالی)

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره T	سطح معناداری	نوع رابطه	سطح اطمینان
C	1.160833	0.121298	9.570092	0.0000	مثبت معنادار	٪۹۵
$FHII_{it}$	-0.001582	0.000214	-7.388510	0.0000	منفی معنادار	٪۹۵
$FHIF_{it}$	9.236961	1.629628	5.668140	0.0000	مثبت معنادار	٪۹۵
$HDInF_{it}$	7.626975	1.934244	3.943130	0.0001	مثبت معنادار	٪۹۵
$HDInves_{it}$	-22.67634	1.708119	-13.27562	0.0000	منفی معنادار	٪۹۵
$VTPH_{it}$	-1.114522	0.231183	-4.820954	0.0000	منفی معنادار	٪۹۵
$VSPH_{it}$	3.968746	0.740182	5.361852	0.0000	مثبت معنادار	٪۹۵
RDH_{it}	5.063099	0.449968	11.25212	0.0000	مثبت معنادار	٪۹۵
HD_{it}	-503.5549	26.88661	-18.72884	0.0000	منفی معنادار	٪۹۵
WIR_{it}	506.5804	27.73632	18.26415	0.0000	مثبت معنادار	٪۹۵
CCI_{it}	-0.022842	0.020816	-1.097329	0.2727	غیر معنادار	٪۵
$Size.FM_{it}$	0.006226	0.000896	6.950790	0.0000	مثبت معنادار	٪۹۵
$Lev.FM_{it}$	0.009615	0.000985	9.758036	0.0000	مثبت معنادار	٪۹۵
$Volume.FM_{it}$	0.005343	0.001045	5.112455	0.0000	مثبت معنادار	٪۹۵
$IntenA.FM_{it}$	0.006855	0.000949	7.219810	0.0000	مثبت معنادار	٪۹۵
$Vol.HP_{it}$	0.004454	0.000912	4.882349	0.0000	مثبت معنادار	٪۹۵
$Vol.ER_{it}$	-0.944126	0.336505	-2.805680	0.0051	منفی معنادار	٪۹۵
$Vol.OP_{it}$	-1.488967	0.591006	-2.519376	0.0119	منفی معنادار	٪۹۵
FI_{it}	0.755005	0.295296	2.556778	0.0107	مثبت معنادار	٪۹۵
$Year_{it}$	0.082230	0.033836	2.430217	0.0152	مثبت معنادار	٪۹۵
آماره‌های وزن دار مدل	ضریب تعیین (R^2)	ضریب تعیین تعدیل شده ($Adjusted R^2$)	انحراف از میانگین رگرسیون (SER)	آماره (F)	سطح معناداری آماره (F)	دوربین - واتسون (D-W)
	0.567362	0.560484	0.571621	82.48713	0.000000	1.676584

راه‌نمای مطالعه جدول: متغیرهای بکار رفته در جدول دربرگیرنده متغیرهای مستقل در غالب آمیخته تصمیمات مالی خانوارها شامل: تأمین مالی خانوارها با استفاده از ابزارهای بازارهای مالی داخلی^{۹۹} ($FHII_{it}$)، تأمین مالی خانوارها با استفاده از ابزارهای بازارهای مالی خارجی^{۸۰} ($FHIF_{it}$)، حجم سرمایه‌گذاری داخلی (مستقیم و غیرمستقیم) خانوارها^{۸۱} ($HDInF_{it}$)، حجم سرمایه‌گذاری خارجی (مستقیم و غیرمستقیم) خانوارها^{۸۲} ($HDInves_{it}$)، حجم پرداخت مالیات خانوارها^{۸۳} ($VTPH_{it}$)، حجم دریافت یارانه خانوارها^{۸۴} ($VSPH_{it}$)، دریافت سود سهام خانوارها از شرکت‌ها^{۸۵} (RDH_{it})، پس‌انداز (سپرده‌گذاری) نزد خانوارها در بانک‌ها و مؤسسات مالی^{۸۶} (HD_{it})، نسبت درآمد - ثروت خانوارها در ایران^{۸۷} (WIR_{it})، شاخص اعتماد مصرف‌کننده (خانوارها) در بازارهای مالی^{۸۸} (CCI_{it})، است. منبع: یافته‌های پژوهشگران (محاسبات نرم‌افزاری محقق).

نتایج حاصل از آزمون مدل تجربی شماره (۳) پژوهش حاضر در جدول شماره (۱۶) ارائه شده است. با توجه به در سطح معنی‌داری آماره آزمون فیشر (F) برآورد شده (۰,۰۰۰)، می‌توان ادعا نمود که بیانگر معنی کل رگرسیون است و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار است. علاوه به راین، ضریب تعیین (R^2)، تعدیل شده برابر با عدد (0.567362) بوده و بیانگر این مطلب است که تقریباً ۵۶/۷۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل مدل قابل تبیین است. به راین اساس می‌توان گفت که فرض (H_0)، رد و فرض (H_1)، نیز تأیید می‌شود. بنابراین در راستای پاسخ به سؤال پژوهش می‌توان گفت که آمیخته تصمیمات مالی خانوارها به تبعیت از شرایط حاکم بر اقتصاد کشور بر وضعیت توسعهی بازار سرمایه ایران تأثیرگذار است. درجایی که متغیرهای مستقل پژوهش در غالب آمیخته تصمیمات مالی خانوارها نظیر (تأمین مالی خانوارها با استفاده از ابزارهای بازارهای مالی خارجی $(FHIF_{i,t})$ حجم سرمایه‌گذاری خارجی خانوارها $(HFInves_{i,t})$ حجم دریافت یارانسه خانوارها $(VSPHxi_{i,t})$ ، دریافت سود سهام خانوارها از شرکت‌ها $(RDHi_{i,t})$ ، دارای تأثیر مثبت و متغیرهای مستقل پژوهش نظیر (حجم سرمایه‌گذاری داخلی خانوارها $(HDInF_{i,t})$ ، حجم پرداخت مالیات خانوارها $(VTPHxi_{i,t})$ ، پس‌انداز خانوارها در بانک‌ها و مؤسسات مالی $(HD_{i,t})$ ، و همچنین نوسانان نرخ ارز $(Vol.ER_{i,t})$ ، نوسانات قیمت نفت $(Vol.OP_{i,t})$) به‌عنوان متغیرهای تعدیل‌کننده دارای تأثیر منفی بر جریان توسعه بازار سرمایه ایران می‌باشند.

۵- نتیجه‌گیری و بحث

زمانی که ابعاد، ساختار و ویژگی‌های یک نظام مالی در وضعیت‌های مختلف اقتصادی از طریق مشارکت‌کنندگان آن به شکل یکپارچه و هماهنگ به همراه مجموعه‌ای از عوامل و متغیرهای مهم موردتوجه قرار گیرد، در آن صورت مفهوم ثبات مالی و

بالبطبع آن ثبات اقتصادی تبلور بیشتری خواهد یافت. یکی از مهم‌ترین ابعاد و ویژگی‌های یک نظام مالی مقوله تصمیم‌گیری مناسب و به‌موقع توسط عاملان بازارهای مالی است که همواره خود نیز تابع آمیخته‌های مناسب تصمیم‌گیری در فرایند اخذ تصمیمات مالی است. به‌طوری‌که بر پایه آمیخته‌های مالی متنوع می‌توان سهم بیشتری را برای مشارکت دولت، شرکت‌ها و خانوارها برای توسعه بازارهای مالی انتظار داشت. در حقیقت، می‌توان گفت که آمیخته تصمیمات مالی مناسب مکمل خوبی برای توسعهی بازارهای مالی محسوب می‌شود. بنابراین، پژوهش حاضر نیز با توجه به موضوعات مورد اشاره در قسمت بالا به دنبال طراحی الگوی آمیخته تصمیمات مالی مشارکت‌کنندگان نظام مالی در راستای توسعهی بازار سرمایه ایران، بوده است. به‌طوری‌که بعد از مطالعه بر بروی مبانی نظری و پیشینه‌ی مرتبط با پژوهش حاضر یک الگوی بومی و متناسب با شرایط بازارهای مالی ایران ارائه گردید. سپس برای اعتباربخشی به مدل طراحی‌شده سؤال‌های پژوهشی تبیین و بر اساس آزمون‌های آماری لازم آن نیز سؤال‌های پژوهش موردبررسی و تبیین قرار گرفت. بنابراین، نتایج مدل‌های تجربی پژوهش که از مدل پیشنهادی پژوهش استخراج شده است به شرح زیر قابل ذکر است.

- نتایج آزمون مدل تجربی اول پژوهش حاضر نشان داد که آمیخته تصمیمات مالی دولت، به تبعیت از شرایط حاکم بر اقتصاد کشور بر وضعیت توسعهی بازار سرمایه ایران تأثیرگذار است. بر این اساس، این روابط به‌دست‌آمده در این پژوهش در راستای مبانی نظری موجود بوده و مشابه نتایج پژوهش‌های گذشته است؛ بطوریکه بیان نمودند نقش هریک از متغیرهای مهم تصمیمات مالی دولت بر وضعیت توسعه بازار سرمایه تأثیرگذار است. در این راستا، پژوهشگران طی مطالعات و پژوهش‌های مختلف نشان دادند که متغیرهایی نظیر مخارج سرمایه‌ای دولت (نظیر پژوهش‌های میشل، ۲۰۰۵؛ مصلحی افشاری و جعفری، ۱۳۸۸)، مخارج مصرفی دولت (سولو، ۱۹۵۶؛

رومر، ۱۹۸۶؛ لوکاس، ۱۹۸۸، بارو، ۱۹۹۰؛ کاپورالیت و همکاران، ۲۰۰۸؛ سوری و همکاران، ۱۳۹۰)، درآمد‌های مالیاتی دولت (کاسترو، ۲۰۰۶؛ دمیرجات کانت و هاینزینگ؛ ۲۰۰۱؛ جانو تتوم و اوت مکاوت، ۲۰۰۶؛ آرداگنا، ۲۰۰۹؛ لاپودیس، ۲۰۰۹؛ آریسن و همکاران، ۲۰۰۹؛ تاهما و همکاران، ۲۰۰۹؛ بایراختر، ۲۰۱۴؛ بانک جهانی، ۲۰۱۳؛ صادقی و همکاران، ۱۳۹۴)، درآمد نفتی و استقراض دولت (صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۰۹؛ بانک جهانی، ۲۰۱۳)، بر وضعیت عملکرد بازارهای مالی که در این پژوهش منظور از عملکرد همان توسعه بازار سرمایه است تأثیرگذار است.

- نتایج آزمون مدل تجربی دوم پژوهش حاضر نشان داد که آمیخته تصمیمات مالی شرکت‌ها، به تبعیت از شرایط حاکم بر اقتصاد کشور بر وضعیت توسعه بازار سرمایه ایران تأثیرگذار است. بر این اساس، در این بخش نیز می‌توان بیان نمود که این روابط به‌دست‌آمده در این بخش از پژوهش در راستای مبانی نظری موجود بوده و مشابه نتایج پژوهش‌های گذشته است؛ که بیان نمودند نقش هریک از متغیرهای مهم نظیر تصمیمات مالی دولت بر وضعیت توسعه بازار سرمایه تأثیرگذار است. در این راستا نیز پژوهشگران طی مطالعات و پژوهش‌های مختلفی که در این زمینه انجام دادند نشان دادند که متغیرهایی نظیر سرمایه‌گذاری داخلی (بورژوازی، ۱۹۸۰؛ شاپیرو، ۱۹۸۶؛ استاکمن و همکاران، ۱۹۸۷؛ تیزی، ۱۹۹۱؛ استیونس و لپسی، ۱۹۹۲؛ گلدبرگ، ۱۹۹۳؛ اندرسون، ۱۹۸۳)، پیترسون و بینش، ۱۹۸۳)، کمپا و گلدبرگ، ۱۹۹۵)، نرخ بازده داخلی شرکت (لیوینگستون و سالامون، ۱۹۷۰)، سرمایه‌گذاری خارجی شرکت (سالتر و فورد، ۲۰۰۱؛ شی (۲۰۰۱) برنزیتن و همکاران، ۲۰۰۸)، صندوق بین‌المللی پول (۲۰۰۹)، بانک جهانی (۲۰۱۳)، مرکز آمار ایران (۱۳۹۰)؛ نگهداری (۱۳۹۳)؛ پرداخت مالیات (میلر و مودیگیلیانی، ۱۹۷۷؛ میلر و مودیگیلیانی، ۱۹۶۳؛ فاما و فرنچ، ۱۹۹۸)، هزینه سرمایه (میلر و مودیگیلیانی، ۱۹۵۸)، سیاست‌های پرداخت سود سهام (میلر

و مودیگیلیانی، ۱۹۶۱؛ ایستون، ۲۰۰۹؛ گائو و همکاران، ۲۰۱۳)، ریسک و بازده (مارکویتس، ۱۹۵۲ و ۱۹۵۹؛ فاما و مک بث، ۱۹۷۳؛ بانز، ۱۹۸۱، چان و چن، ۱۹۹۱؛ فاما و مک بث، ۱۹۷۴؛ فاما و فرنچ، ۱۹۹۳؛ کریستوفرنس و گونسالووس، ۲۰۰۴؛ روبرتز، ۲۰۰۶، مایکل. آر. کینگ، ۲۰۰۹، ۲۰۱۰؛ مایکل و صوفی، ۲۰۰۹؛ منیش آروال و استیش، ۲۰۰۹؛ وانگ و زینگ، ۲۰۰۲؛ استراوس دیجیاناکیس و همکاران، ۲۰۱۳، اسلامی بیدگلی و همکاران، ۱۳۸۴) محمدرضا خانی و همکاران، ۱۳۹۲)، ارزش‌گذاری سهام شرکت (میلر و مودیگیلیانی، ۱۹۶۱؛ بریف و ولوسون، ۱۹۹۲؛ فلتهم و اولسون، ۱۹۹۵؛ فرانکل و لی، ۱۹۹۸؛ فلتهم و اولسون، ۱۹۹۹؛ دی چو و همکاران، ۱۹۹۹؛ ژانگ، ۲۰۰۰؛ آنگ ولیو، ۲۰۰۱؛ فرنچ و گابریل، ۲۰۰۴؛ پنمن، ۲۰۰۵؛ داموداران، ۲۰۰۶؛ جورگنسن، ۲۰۱۱؛ باخ و کریستنس، ۲۰۱۳)، عملکرد مالی شرکت (جانسن، و مک لینگ، ۱۹۷۶؛ ماجومپور و چچیر، ۱۹۹۹؛ راماسوامی، ۲۰۰۱؛ رازاک و همکاران، ۲۰۰۸؛ سعیدی و محمودی، ۲۰۱۱؛ سان و هنگ، ۲۰۱۱؛ پراتهپ کانت و پان وانتهیرن، ۲۰۱۱؛ سلیم و یادوا، ۲۰۱۲، خان، ایمان، ۲۰۱۲)، بر وضعیت عملکرد بازارهای مالی که در این پژوهش منظور از عملکرد همان توسعه بازار سرمایه است تأثیرگذار می باشد.

- نتایج آزمون مدل تجربی سوم پژوهش حاضر نشان داد که آمیخته تصمیمات مالی خانوارها، به تبعیت از شرایط حاکم بر اقتصاد کشور بر وضعیت توسعه بازار سرمایه ایران تأثیرگذار است. بنابراین، می‌توان بیان نمود که روابط آماری به‌دست‌آمده در این بخش از پژوهش در راستای مبانی نظری موجود بوده و منطبق با نتایج پژوهش‌های گذشته است؛ که بیان نمودند نقش هریک از متغیرهای مهم نظیر تصمیمات مالی خانوارها بر وضعیت توسعه بازار سرمایه تأثیرگذار است. در این راستا، می‌توان گفت که پژوهشگران طی مطالعات و پژوهش‌های مختلفی که در این زمینه داشتند نشان دادند که متغیرهایی نظیر تأمین مالی از

بتواند تأثیر مثبتی بر وضعیت توسعهی بازار سرمایه ایران داشته باشد. به طوری که این جریان منجر به مدیریت سهم مشارکت دولت در اقتصاد مالی، کارایی و اثربخشی تصمیمات مالی دولت بر اساس آن آمیخته تصمیمات مالی گردد. البته به لحاظ راهبردی نیز توجه به این موضوع می‌تواند ابعاد سیاست‌های مالی انبساطی و انقباضی دولت تا حد قابل ملاحظه مشخص گردد؛ که در نهایت منجر به تثبیت سیاست‌های تامین مالی خرد و سیاست‌های تامین مالی کلان بازارهای مالی کشور نیز می‌گردد.

- با توجه به این که نتایج مدل دوم پژوهش حاضر که نشان داد آمیخته تصمیمات مالی شرکت‌ها، به تبعیت از شرایط حاکم بر اقتصاد کشور بر وضعیت توسعه بازار سرمایه ایران تأثیرگذار است. بنابراین، در این راستا پیشنهاد می‌شود که با توجه به نقش تعیین کننده شرکت‌ها در وضعیت اقتصاد مالی ایران، سیاست‌گذاران و مدیران تصمیم‌گیرنده در بازارهای مالی بتوانند با در نظر گرفتن رفتار و گرایش‌های مالی شرکت‌ها در تصمیمات مالی که در این پژوهش آن‌ها را به عنوان آمیخته تصمیمات مالی شرکت‌ها معرفی نمودیم، موجب توسعه سهم مشارکت و افزایش تأثیرگذاری شرکت‌ها بر جریان توسعه مالی گردند. البته، این موضوع خود نیازمند تهیه و تنظیم و ارائه برنامه جامع مدیریت بازارهای مالی توسط سیاست‌گذاران است. در واقع، سیاست‌گذاران بتوانند در زمان اخذ تصمیمات مالی به آمیخته تصمیمات مالی شرکت‌ها، توجه نمایند. به طوری که از شوک‌های غیرمنتظره بازارهای مالی که تابع جریان عملکرد تصمیمات مالی شرکت‌ها در دوره‌های زمانی مختلف و چرخه‌های اقتصادی متغیر است؛ تا حد قابل ملاحظه‌ای جلوگیری کند.

- با توجه به این که نتایج مدل سوم پژوهش حاضر که نشان داد آمیخته تصمیمات مالی خانوارها، به تبعیت از شرایط حاکم بر اقتصاد کشور بر وضعیت توسعه بازار سرمایه ایران تأثیرگذار است. بنابراین، در این راستا پیشنهاد می‌شود که به نقش خانوار به عنوان

طریق ابزارهای مالی (صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۰۹؛ بانک جهانی؛ ۲۰۱۳)، سرمایه‌گذاری داخلی خانوارها (شریف کریمی و همکاران، ۱۳۹۲؛ سرمایه‌گذاری خارجی خانوارها) (هرمس ولنسینک، ۲۰۰۳؛ بلوم استرون و پیرسون، ۱۹۸۳؛ آتیکن و هریسون، ۱۹۹۹؛ احمد و مالک، ۲۰۰۹؛ مهدوی و همکاران، ۱۳۹۰؛ موتمنی و آریانی، ۱۳۹۲؛ خسروی و همکاران، ۱۳۹۳) پرداخت مالیات (هاربرگر، ۱۹۹۶)، پرداخت‌های انتقالی (مرکز آمار ایران؛ ۱۳۹۰؛ بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، ۱۳۹۰)، سیاست‌های پرداخت سود سهام (میلر و مودیلیانی، ۱۹۶۱؛ مودیگیلیانی و میلر، ۱۹۵۸؛ بریلی و مییروز؛ ۱۹۹۶؛ فاما و جنسن، ۱۹۸۳؛ ابرو و بوکپین، ۲۰۱۰؛ بیمرمن و هاوس، ۱۹۸۳؛ وود و رندال، ۱۹۸۹؛ بلک، ۱۹۷۴ و ۱۹۷۶؛ فارینها؛ ۲۰۰۳؛ ایستربروک، ۱۹۸۴؛ گرین و همکاران، ۱۹۹۳؛ هیگینز، ۱۹۷۲ و ۱۹۸۱؛ رهنمای رود پشته‌ی و همکاران، ۱۳۹۵)، شاخص ثروت خانوارها (ریرا و همکاران، ۲۰۰۸؛ پیکتی و ژاکمن، ۲۰۱۴؛ گرایزلی و همکاران، ۲۰۱۴؛ چارلز، ۲۰۱۵؛ ادوارد باربری، ۲۰۱۷) حجم پس‌انداز خانوارها (گولالتی و تیمان، ۱۹۹۷؛ لانی، ۲۰۰۱؛ مری و ریوس، ۲۰۰۳؛ موهان، ۲۰۰۶؛ آقولی، ۲۰۰۹؛ پائولو کاسادیو و آنتونیو پارادیسو، ۲۰۱۰؛ بانک جهانی، ۲۰۱۶) شاخص اعتماد مصرف‌کننده (صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۰۹، ۲۰۱۶؛ بانک جهانی، ۲۰۰۸ و ۲۰۱۶) بر وضعیت عملکرد بازارهای مالی که در این پژوهش منظور از عملکرد همان توسعه بازار سرمایه است تأثیرگذار می‌باشد.

پیشنهادات پژوهش

- با توجه به این که نتایج مدل اول پژوهش حاضر که نشان داد آمیخته تصمیمات مالی دولت، به تبعیت از شرایط حاکم بر اقتصاد کشور بر وضعیت توسعهی بازار سرمایه ایران تأثیرگذار است. بنابراین، در این راستا پیشنهاد می‌شود که مجموعه دولت با اخذ تصمیمات مالی خود بر اساس آمیخته تصمیمات مالی مهمی که در این پژوهش به آن‌ها اشاره شده است،

- یک طبقه مهم مشارکت‌کننده در بازارهای مالی و همچنین سهم نسبتاً خوب آن‌ها اهمیت داده شود. زیرا همواره در مکاتب و نظریات اقتصاد مالی نقش و سهم خانوارها به‌عنوان یک متغیر تأثیرگذار وارد مدل‌های مالی سنجی شده است. علاوه به این، اهمیت و ضرورت دارد که سیاست‌گذاران و مدیران تصمیم‌گیرنده در بازارهای مالی بتوانند همانند بخش دولت و بخش شرکت‌ها در اقتصاد مالی در زمان اخذ تصمیمات مالی به آمیخته تصمیمات مالی خانوارها، به‌عنوان یک عامل مهم تأثیرگذار بر جریان توسعه بازی‌های مالی توجه نمایند.
- فهرست منابع**
- * آسکو نژاد، محمد مهدی؛ (۱۳۶۸). اقتصاد مهندسی. تهران: انتشارات دانشگاه صنعتی امیرکبیر، ویرایش دوم.
- * اسلام دوست، نعیم، غلامی، الهام. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر توسعه مالی بر تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار، ۸(۱۵)، صص: ۱۵-۲۶.
- * اسلامی بیدگلی، غلامرضا؛ احتشام راثی، رضا؛ (۱۳۹۰). کاربرد تئوری بازی‌ها در ارزیابی سرمایه‌گذاری در سهام. مجله دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره یازدهم، پاییز ۱۳۹۰، صص: ۹۵-۱۲۳.
- * اکبری روشن، مهدیه؛ شاکری، عباس؛ (۱۳۹۳). اثر مخارج دولت، نقدینگی و ساختار بازار بر توسعه مالی بازار سهام، فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی، سال چهاردهم، شماره ۵۳، تابستان ۱۳۹۳، صص: ۱۴۲-۱۰۹.
- * باغدار ارم، فهیمه، (۱۳۹۰). بررسی عوامل مالی رفتاری مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی، تهران، ایران.
- * تفتت، آراین؛ مؤمنی راد، احمد؛ (۱۳۹۴). سیر تحول نحوه مداخله دولت در اقتصاد از منظر حقوق عمومی (از دولت رفاه تا دولت فرا تنظیمی)، فصلنامه پژوهش حقوق عمومی (علمی-پژوهشی)، سال (دوره) ۱۷، شماره ۴۷، پاییز ۱۳۹۴، صص: ۲۰۴-۱۸۵.
- * جهانگرد اسفندیار؛ عسگری، علی، (۱۳۹۰). بررسی اثر توسعه مالی دفترکی سیاست پولی در کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه. تحقیقات مدل‌سازی اقتصادی، تابستان ۱۳۹۰، دوره ۱، شماره ۴، صص: ۱۴۷-۱۶۹.
- * حشمتی مولایی، حسین، (۱۳۸۳). عوامل مؤثر بر توسعه مالی در نظام بانکداری ایران. پژوهشنامه اقتصادی، تابستان ۱۳۸۳، دوره ۴، شماره ۲ (پیاپی ۱۳)، صص: ۵۵-۸۸.
- * دورنبوش، رودریگر و استانلی، فیشر، (۱۳۷۱). اقتصادکلان. مترجم: محمدحسین تیزهوش تابان انتشارات سروش. تهران.
- * رسولی نژاد، احسان؛ نصر اصفهانی، محمد، (۱۳۹۴). طراحی مدل مصرف کلان یک کشور اسلامی با استفاده از رویکرد مدل‌سازی تفسیری ساختاری (ISM)، فصلنامه علمی-پژوهشی سیاست‌های راهبردی و کلان، سال ۳، شماره ۱۰، تابستان ۱۳۹۴، صص: ۶۳-۸۸.
- * رهنمای رودپشتی، فریدون، بابالویان، شهرام، مظفری، مهرداد، (۱۳۹۴). سیاست تقسیم سود: آزمون تجربی نظریه کترینگ در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی-پژوهشی راهبرد مالی، دوره ۳، شماره ۱، شماره پیاپی ۸، بهار ۱۳۹۴، صص: ۲۰-۱۰.
- * رهنمای رودپشتی، فریدون؛ اسلامی مفیدآبادی، حسین؛ احمدزاده، موسی، (۱۳۹۵). بررسی تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ساختار تأمین مالی شرکت‌ها بر سیاست‌های پرداخت سود سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار

- تهران. فصلنامه علمی-پژوهشی راهبرد مالی، دوره ۴، شماره ۱، بهار ۱۳۹۵، صص: ۱-۳۶.
- * شکر خواه، جواد؛ و قاصدی دیزجی، کیوان؛ (۱۳۹۵). تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر تصمیمات تأمین مالی مدیران، نشریه مطالعات تجربی حسابداری مالی، دوره ۱۳، شماره ۵۱، پاییز ۱۳۹۵، صص: ۱۲۰-۸۷.
- * صادقی، سید کمال؛ رنج پور، رضا؛ باقر زاده آذر، فاطمه؛ موسوی، سها، (۱۳۹۴). تأثیر سیاست‌های مالیاتی بر توسعه بازارهای مالی. مقاله ۲، دوره ۲۰، شماره ۶۵، زمستان ۱۳۹۴، صص: ۳۷-۶۱.
- * طیبی، سید کمال؛ حاجی کرمی، مرضیه؛ سریری، هما؛ (۱۳۹۰). تحلیل درجه باز بودن مالی و تجاری روی توسعه مالی ایران و شرکای تجاری (۲۰۰۹-۱۹۹۶). فصلنامه تحقیقات اقتصادی راه اندیشه، زمستان ۱۳۹۰، صص: ۳۹-۶۰.
- * عباسی، غلامرضا، (۱۳۸۸). همگرایی توسعه مالی و تولید بخش صنعتی در ایران. فصلنامه علمی-پژوهشی مدل‌سازی اقتصادی، دوره ۳، شماره ۷، بهار ۱۳۸۸، صص: ۱۳۷-۱۵۴.
- * عبدالله خانی؛ حمیده افشاری؛ میر هادی حسینی کندلجی، (۱۳۹۳). آزمون تصمیمات تأمین مالی، زمان‌بندی بازار و سرمایه‌گذاری واقعی در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی-پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال اول، شماره اول، شماره پیاپی (۱)، تابستان ۱۳۹۲، صص: ۱۲۲-۱۰۹.
- * عرب‌مازار، علی‌اکبر؛ آهنگر، زینب، (۱۳۸۸). بررسی اثر توسعه بازارهای مالی بر رشد اقتصادی ایران طی دوره ۱۳۸۳-۱۳۷۳. فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، دوره ۱۷، شماره ۴۹، بهار ۱۳۸۸، صص: ۵۵-۷۲.
- * فابوزی، فرانک جی، نیو، ادوین. اچ، زو، گوفو، (۱۳۹۴). اقتصاد مالی (جلد اول). ترجمه رضا طالبلو و بهاره عریانی، تهران: سازمان مطالعه و
- تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها، انتشارات سمت، مرکز تحقیق و توسعه علوم انسانی.
- * کمیجانی، علی‌اکبر؛ متوسلی، محمود؛ پورستمی، ناهید؛ (۱۳۸۸). چارچوب نظری تبیین عوامل مؤثر بر توسعه مالی (با تأکید بر مدل ویلیام سون)، فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی (علمی-پژوهشی)، سال هفدهم، شماره ۵۰، تابستان ۱۳۸۸، صص: ۲۹-۵.
- * مجتهد، احمد، کرمی، افشین، (۱۳۸۲). "ارزیابی متغیرهای مؤثر بر رفتار پس‌انداز ملی در اقتصاد ایران". فصلنامه پژوهش‌نامه بازرگانی، ۷(۲۷)، صص: ۲۸-۱.
- * محمدی، حسین؛ اعلائی، محمدمهدی؛ اصغر نژاد، الهام، (۱۳۹۳). بررسی عوامل مؤثر بر توسعه مالی در کشورهای عضو سازمان اجلاس اسلامی، فصلنامه علمی-پژوهشی سیاست‌های راهبردی و کلان، سال (دوره) ۲، شماره ۶، تابستان ۱۳۹۳، صص: ۳۷-۲۵.
- * مرادپور اولادی، مهدی؛ ابراهیمی، محسن؛ ترکمان احمدی، معصومه (۱۳۹۱). توسعه بازار مالی و تقاضای انرژی در ایران (طی سال‌های ۱۳۸۶-۱۳۵۹)، فصلنامه اقتصاد محیط‌زیست و انرژی، سال دوم، شماره ۵، زمستان ۱۳۹۱، صص: ۲۰۹-۱۸۷.
- * معصومی، عباس؛ احمد مدرس؛ خسرو منطقی؛ (۱۳۹۰). بررسی متغیرهای مالی مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی، پایان‌نامه دانشگاه‌های خارج کشور واقع در قاره اروپا، دانشکده علوم اقتصادی، دانشکده علوم اقتصادی، کارشناسی ارشد. پژوهشگاه علوم و فناوری اطلاعات ایران (ایراندک).
- * مقدس، فرنوش؛ فتحی، سعید؛ عرب صالحی، (۱۳۹۰). تأثیر محدودیت‌های مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه دولتی، وزارت علوم،

- domestic investment. Research in Economics, Volume 67, Issue 1, March 2013, PP:1-12. Available online on (<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1090944312000415>).
- * Baltagi, B., Demetriades, P., Law, S. H. (2008), "Financial Development and Openness: Evidence from panel data", Journal of Development Economics, Volume 89, Issue 2, July 2009, PP:285-296.
- * Banz, R. W. (1981), "The relationship between return and market value of common stocks". Journal of financial economics, 9(1), PP:3-18.
- * Barbier, E.B. (2017), Natural Capital and Wealth in the 21st Century. Eastern Economic Journal, June 2017, Volume 43, Issue 3, PP:391-405. doi:10.1057/s41302-016-0013-x. Available at: <https://link.springer.com/article/10.1057/s41302-016-0013-x?no-access=true>.
- * Barro, R.J & Martin, X., (1995), Economic Growth, New York: McGraw-Hill, Inc.
- * Barro, Robert J. 1990. Government spending in a simple model of endogenous growth. Journal of Political Economy 98(S5), PP:103-125.
- * Bayraktar, Nihal., (2014), Measuring relative development level of stock markets: Capacity and effort of countries. Borsa Istanbul Review, Volume 14, Issue 2, June 2014, PP:74-95.
- * Bengs, C. and H. Loikkanen, (1991), The Finnish housing market: Structure, institutions and policy issues, in: B. Hårsman and J.M. Quigley, eds., Housing markets and housing institutions: A comparative analysis (Kluwer Academic Publishers, Deventer).
- * Bierman, H. Jr and Hass, J.E. (1983), "Investment cut-off rates and dividend policy", Financial Management, Vol. 12 No. 4, PP:19-24.
- * Black, F. and Scholes, M. (1974), "The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and yields", Journal of Financial Economics, Vol. 1, May, PP:1-22.
- * Boot, Arnold W. A.; Thakor, Anjan V., (1997). Financial System Architecture. The Review of Financial Studies, Vol. 10, No. 3. (Autumn, 1997), PP: 693-733.
- * Borensztein, E, De Gregorio, J, Lee, J.-W., (1998), How does foreign direct investment affect economic growth? Journal of تحقیقات، و فناوری، دانشگاه اصفهان، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، ۱۳۹۰، کارشناسی ارشد، ایران.
- * همتی، مریم؛ رامین، مجاب؛ (۱۳۸۹). بررسی سیاست‌های مختلف توسعه بخش مالی با توجه به ساختار اقتصادی کشور، نشریه اقتصادی ماهانه تازه‌های اقتصاد، زمستان ۱۳۸۹، سال هشتم، شماره ۱۳۰، صص: ۴۹-۵۵.
- * یآوری، کاظم؛ شهیدی، آمنه؛ دهقان دهنوی، محمدعلی؛ حیدری، حسن؛ (۱۳۹۵). اثر توسعه مالی بر ساختار سرمایه بنگاه‌های غیرمالی حاضر در سازمان بورس اوراق بهادار ایران. مجله سیاست‌گذاری اقتصادی، سال هشتم، شماره پانزدهم، بهار و تابستان ۱۳۹۵، صص: ۲۵-۵۴.
- * Agharkakli, A., Yahyazadehfar, M., Nobakht, M., (2016), International Financial Development Study and Its Effect on Economy's Globalization In Iran by Using Panel Data. Quarterly Journal of Economic Growth and Development Research, Vol. 6, No. 22, March 2016, PP:37-56.
- * Almeida, H., and Campello, M., (2007), Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment, Review of Financial Studies, Vol. 20, PP:1429-1460.
- * Anderson, G.J. (1983), "The internal financing decisions of the industrial and commercial sector: a reappraisal of the lintner model of dividend disbursements", Economica, Vol. 54, PP: 235-48.
- * Ang, A., and J. Liu., (2001), A general affine earnings valuation model. Review of Accounting Studies, 6, PP:397-425.
- * Ardagna, S. (2009), "Financial Markets' Behavior around Episodes of Large Changes in the Fiscal Stance", European Economic Review, Vol. 53, PP: 37-55.
- * Arin, K, P. Mamun, A. and Purushothman, N. (2009), "The Effects of Tax Policy on Financial Markets: G3 Evidence", Review of Financial Economics, Vol. 18. PP:33-46.
- * Bach, Christian and Christensen, Peter O., Consumption - Based Equity Valuation (2016), Review of Accounting Studies April 4, 2016, Forthcoming.
- * Bahmani-Oskooee, Mohsen., (2013), Exchange rate volatility and its impact on

- Journal of Monetary Economics, 53, PP:233-248.
- * Demirguc-Kunt, A. and Levine, R. (1999), "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons", World Bank Policy Development Research Group, Working Paper, No. 2143.
 - * Demirguc-Kunt, A., and Huizinga, H. (2001), "The Taxation of Domestic and Foreign Banking", Journal of Public Economics, Vol. 79. PP: 429-453.
 - * Easterbrook, F. (1984), "Two agency-cost explanation of dividends", American Economic Review, Vol. 74, PP:650-9.
 - * Easton, P., (2009), Estimating the cost of capital implied by market prices and accounting data. *Foundation and Trends in Accounting*, 2, PP:241-364.
 - * Fama E.F., and K.R. French (1998), "Taxes, Financing Decisions, and Firm Value", *The Journal of Finance*, 53(3), PP:819-843. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/117379>
 - * Fama E.F., and K.R. French (2004.b). "Financing Decisions: Who Issues Stock", *Journal of Financial Economics*, Volume 76, Issue 3, June 2005, PP:549-582.
 - * Fama, E. F. and French, K. R. (2014). A Five-Factor Asset Pricing Model. *Journal of Financial Economics*, Volume 116, Issue 1, April 2015, PP:1-22.
 - * Fama, E. F., & Macbeth, J. D. (1973), "Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests". *Journal of Political Economy*, 81(3), PP: 607- 636.
 - * Fama, E.F. and Jensen, M.C. (1983), "Separation of ownership and control", *Journal of Law & Economics*, Vol. 26, pp: 301-25.
 - * Feltham, G., and J. Ohlson., (1995), Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research*, 12, PP:689-731.
 - * Ferreira, Susan, Kirk Hamilton and Jeffrey R. Vincent., (2008), *Comprehensive Wealth and Future Consumption: Accounting for Population Growth*. World Bank Economic Review, 22(2): PP: 233-248.
 - * Frank M.Z., and V.K. Goyal (2005), "Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt", Working Paper, Carlson School of Management, University of Minnesota. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=670543>.
 - International Economics 45 (1998), PP: 115-135.
 - * Brealey, A.R. and Myers, S.C. (1996), *Principles of Corporate Finance*, 5th ed., McGraw-Hill, New York, NY.
 - * Brief, R., and R. Lawson., (1992). The role of the accounting rate of return in financial statement analysis. *The Accounting Review* 67, PP:411-426.
 - * Butler, A. Cornaggia, J. Grullon, G. and Weston, J (2011), "Corporate financing, managerial market timing, and real investment", *Journal of Financial Economics*, PP: 666-683.
 - * Campa, J.M. and Goldberg, L.S. (1995), "Investment in manufacturing, exchange rates and external exposure", *Journal of International Economics*, n. 38, PP:297 -320.
 - * Casadio, Paolo., and Paradiso, Antonio., (2010), *The Household Sector Financial Balance, Financing Gap, Financial Markets, and Economic Cycles in the US Economy: A Structural VAR Analysis*. Levy Economics Institute, November 2010, Working Paper No. 632.
 - * Chan, K., & Chen, N. (1991), "Structural and Return Characteristics of Small and Large Firms", *Journal of Finance*, 46(4), PP:1467-1484.
 - * Charles, Jones I., (2015). Pareto and Piketty: The Macroeconomics of Top Income and Wealth Inequality. *Journal of Economic Perspectives*, 29(1), PP: 29-46.
 - * Christoffersen, Peter, Gonçalves, Sílvia (2004), *Estimation Risk in Financial Risk Management*. Centre interuniversitaire de recherche en analyse des organisations, PP:1-227. <http://www.cirano.qc.ca/>, & File URL: <http://www.cirano.qc.ca/files/publications/2004s-15.pdf>.
 - * Damodaran, Aswath, (2002), *Investment Valuation Tools And Techniques For Determining Value Of Any Assets*. Publisher: John Wiley & Sons.
 - * Deaton, A. and J. Mullbauer (1980), "An Almost Ideal Demand System", *American Journal of Economic Review*, No. 70, PP:312-326.
 - * Dechow, P., A. Hutton, and R. Sloan. (1999), An empirical assessment of the residual income valuation model. *Journal of Accounting and Economics* 26, PP: 1-34.
 - * Deidda, L. (2006), *Interaction Between Economic and Financial Development*.

- * Gulalti, A. & C. Thimann. (1997), Saving in South East Asia and Latin America. IMF, working paper, 97:PP:7-12.
- * Gurley, J., and Shaw, E. (1955), Financial Aspects of Economic Development. American Economic Review, Vol. 44(4), PP:515-538.
<http://www.jstor.org/stable/1811632>.
- * Gurley, J.G., Shaw, E.S. (1955). "Financial Aspects of Economic Development". The American Economic Review 45(4),PP: 515-538.
- * Hårsman, B. and J.M. Quigley, eds., (1991), Housing markets and institutions: A comparative analysis (Kluwer Academic Publishers, Deventer).
- * Hicks, J. (1969), A Theory of Economic History, Oxford: Clarendon Press.
- * Higgins, R.C. (1972), "The corporate dividend-savings decision", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 7, PP:1527-41.
- * Higgins, R.C. (1981), "Sustainable growth under inflation", Financial Management, Vol. 10, PP: 36-40.
- * Hubbard, R.G. (1997), Money, the Financial System, and the Economy, Second Edition, Addison Wesley Longman, Inc.
- * Jensen, M and Meckling, W., (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, October, 1976, V. 3, No. 4, PP: 305-360.
- * Jorgensen, B., Y. Lee, and Y. Yoo., (2011), The valuation accuracy of equity value estimates inferred from conventional empirical implications of the abnormal earnings growth model: US evidence. Journal of Business Finance and Accounting 38, PP: 446-471.
- * Khan, M. S.; A. S. Senhadji, and B. D. Smith (2006), Inflation and financial depth; Macroeconomic Dynamics, Vol. 10: PP: 165-182.
- * Khan, M. Senhadji, A.s., Smith, B.D., (2001), Inflation and Financial Depth; IMF Working Paper.
- * Komeijani, A. Poorrostami, N. (2008), Impact of Financial Repression on Economic Growth (Compared to Less Developed Economies). Economic Research Journal, No 37, PP:39-59.
- * Koskela, E. and M. VirÈn, (1991), Inflation, capital markets and household saving in Nordic countries, Paper presented at the
- * Frank M.Z., and V.K. Goyal (2005), "Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt", Working Paper, Carlson School of Management, University of Minnesota. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=670543>;
- * Frankel, R., and C. Lee., (1998), Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns. Journal of Accounting and Economics, 25, PP: 283-319.
- * French, N. and Gabrielli, L. (2004), "The uncertainty of valuation" Journal of Property Investment & Finance, Vol. 22 No. 6, PP: 484-500.
- * Ganić, Mehmed and Ismić, Betul and Sarajcic, Sahrudin., (2016), Does Financial Deepening Spur the Economic Growth? Evidence from Bosnia and Herzegovina (June 7, 2016). Journal of Economic Cooperation and Development, Vol. 37, No. 1, 2016. PP:131-158. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2805896>.
- * Gao, Z., J. Ohlson, and A. Ostaszewski., (2013), Dividend policy irrelevancy and the construct of earnings. Journal of Business Finance and Accounting 40, PP: 673-694.
- * Goldberg, L.S. (1993), "Exchange rates and investment in United States industry", The Review of Economics and Statistics, vol. 75, n. 4, PP: 575-588.
- * Goldsmith, R.W ., (1969), Financial Structure and Development ,Yell University, New Haven : Yale University Press, 1969.
- * Goyal, Vidhan K. and Yamada, Takeshi., (1997), Asset Price Shocks, Financial Constraints, and Investment: Evidence from Japan (June 2001), Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=274970> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.274970>
- * Greasley, David, Nick Hanley, Jan Kunnas, Eoin McLaughlin, Les Oxley and Paul Warde. 2014. Testing Genuine Savings as a Forward-looking Indicator of Future Well-being over the (Very) Long-run. Journal of Environmental Economics and Management, 67(2):PP:171-188.
- * Green, P., Poque, M. and Watson, L. (1993), "Dividend policy and its relationship to investment and financing policies, empirical evidence using Irish data", Irish Business and Administrative Research, Vol. 14 No. 2, PP: 69-83.

- * Lucas, R.E., (1988), "On the Mechanics of Economic development", *Journal of Monetary Economics*, Volume 22, Issue 1, July 1988, PP:3-42.
- * Machlup, F., (1967), "Theories of the Firm: Marginalist, Behavioral, Managerial." *The American Economic Review* 57 (March), PP:1-33.
- * Majumdar S.K., Chhibber P. (1999), Capital structure and performance: Evidence from a transition economy on an aspect of corporate governance, *Public Choice*, 98 (3-4), PP: 287-305.
- * Markowitz, H, M. (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance*, v7(1), PP:77-91.
- * Markowitz, H., (2000). Mean-Variance Analysis in Portfolio Choice and Capital Markets. Frank J. Fabozzi Associates, New Hope, Pennsylvania.
- * Markowitz, H.M. (1959), *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. New York: John Wiley & Sons. (reprinted by Yale University Press, 1970, ISBN 978-0-300-01372-6; 2nd ed. Basil Blackwell, 1991, ISBN 978-1-55786-108-5).
- * Mckinnon, R. I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington, DC.
- * Mckinnon, R. I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington, DC.
- * Menkhoff, Lukas. & Nikiforow, Marina. (2009). "Professionals' endorsement of behavioral finance: Does it impact their perception of markets and themselves?". *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 71, PP:318-329.
- * Michael, R. ROBERTS and AMIR SUFI., (2009). Control Rights and Capital Structure: An Empirical Investigation. *The Journal of Finance*, Volume 64, Issue 4, AUGUST 2009, pp: PP:1657-1695.
- * Modigliani, F and M.H. Miller (1958) "The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment." *American Economic Review* 48(4): PP:261-297.
- * Modigliani, F and Miller, M., (1963), Corporate income taxes and cost of capital: a correction, *American Economic Review*, 53:PP: 443-453.
- * Moshabesha, M. (2011), The Relationship between Financial Development and Manufacturing Sector Growth: Evidence from Southern African Customs Union International Conference on 'Saving behaviour: Theory, international evidence and policy implications', Helsinki, Aug.
- * Laopodis, N. T. (2009), "Fiscal Policy and Stock Market Efficiency: Evidence for the United States", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 49. PP: 633-650.
- * Lauretta, E., (2017), The hidden soul of financial innovation: An agent-based modelling of home mortgage securitization and the finance-growth nexus. *Economic Modelling*, Volume 68, January 2018, PP: 51-73.
- * Leary M.T., and M.R. Roberts (2006), "The Pecking Order, Debt Capacity, and Information Asymmetry", Working Paper, Fuqua School of Business, Duke University. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=555805>;
- * Leary, M .T., Roberts. M, (2006), Do Firms Rebalance Their Capital Structures? Working Paper, Duke University. *The Journal of Finance*, Volume 60, Issue 6 December 2005, PP: 2575-2619.
- * Lewis, W. A. (1954), 'Economic Development with Unlimited Supplies of Labour', *The Manchester School*, vol. 22, no. 2, PP:139-191.
- * Libby, R., & Luft, J. (1993), Determinants of judgment performance in accounting settings: ability, knowledge, motivation, and environment. *Accounting, Organizations and Society*, 18 (5), PP: 425-450.
- * Lima, L.S. (2017). Modeling of the financial market using the two-dimensional anisotropic Ising model, (2017) *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*. *Physica A482* (2017), Volume 482, 15 September 2017, PP:544-551.
- * Lintner, A. (1998). "Behavioral Finance: Why Investors Make Bad Decisions", *The Planner*, Vol. 13, No. 1, PP: 7-9.
- * Livingstone, J. and G. Salamon. 1970. "Relationship between the accounting and the internal rate of return measures: a synthesis and an analysis." *Journal of Accounting Research*, 2:PP: 199-216.
- * Loikkanen, H., (1991), Tenure choice and housing demand: Evidence from Finland, in: J. Conijn, F. Dieleman, P. Hooimeijer and H. Priemus, eds., *Housing models: Methodology, scope and applications* (Delft University Press) forthcoming.



- Manufacturing Firms, Social Science Research Network, Online Web.
- * Patrick, HUGHT. (1996), "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries," *Econ. Devel. Cult. Change*, Jan. 1966,14 (2), PP:174-89.
 - * Penman, S., (2005). Discussion of 'On Accounting-Based Valuation Formulae' and 'Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value'. *Review of Accounting Studies*,10, PP:367-378.
 - * Piketty, Thomas and Gabriel Zucman., (2014). Capital is Back: Wealth-Income Ratios in Rich Countries, 1700-2010. *Quarterly Journal of Economics*, 129(3): PP: 1255-1310.
 - * Pratheepkanth. Puwanenthiren, (2011), Capital Structure and Financial Performance: Evidence from Selected Business Companies in Colombo Stock Exchange Sri Lanka, *Journal of Arts, Science & Commerce*, II (2): PP:1-13.
 - * Raia, D., Lin, C-W., (2018).The influence of implicit self-theories on consumer financial decision making. *Journal of Business Research*, Available online 25 August 2018. In Press, Corrected Proof. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.08.01>.
 - * Razak, N.H.A., Ahmad, R. & Aliahmed, H.J. (2008), Government ownership and performance: An analysis of listed companies in Malaysia, *Corporate Ownership and Control*, 6(2):PP: 434-442.
 - * Robinson, J., (1952), *In the Rate of Interest and, Other Essays*, London: Macmillan.
 - * Saeedi, A & Mahmoodi I, (2011), Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Iranian Companies, *International Research Journal of Finance and Economics*, 70: PP: 21-28.
 - * Salo, S., (1990), The oretical aspects of housing demand, production and price formation: An empirical application to the Finnish housing market (The Research Institute of the Finnish Economy, Helsinki) (in Finnish).
 - * San, O.T. & Heng, T.B. (2011), Capital Structure and Corporate Performance of Malaysian Construction Sector, *International Journal of Humanities and Social Science*, 1(2), PP:28-36.
 - * Schumpeter, J.a. (1911), *Theory Economic Development*, Translated by Redvers opie, Cambridge, Harvard University Press, 1934.
 - Countries, Thesis, the Degree of Master of Commerce (Financial Markets), Department of Economics and Economic History, Rhodes University.
 - * Muellbauer, J. and A. Murphy, (1989), Why has U.K. personal saving collapsed?, Unpublished mimeo. (Credit Suisse First Boston).
 - * Muellbauer, J. and A. Murphy., (1991), Mode Uing U.K. second-hand house prices for 1956 to 1990, Mimeo.
 - * Muellbauer, J., (1991), Anglo-German differences in housing market dynamics: The role of institutions and macro economic policy, *European Economic Review*, this issue.
 - * Myers, S. (1977), Determinants of corporate borrowings, *Journal of Financial Economics*, 5: 147-175. Pathak Rajesh (2011), Capital Structure and Performance: Evidence from Indian Manufacturing Firms, Social Science Research Network, Online Web.
 - * Myers, S. (1977), Determinants of corporate borrowings, *Journal of Financial Economics*, 5,PP: 147-175.
 - * Nurkse, Ragnar., (1953), *Problems of Capital Formation in Underdeveloped Countries*.New York: Oxford University Press.
 - * Odhiambo, N. M. (2007), Supply-leading versus demand-following hypothesis: empirical evidence from SSA countries, *African Development Review*, 19,PP: 257-280.<http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-8268.2007.00161.x>
 - * Odhiambo, N.M. (2008), Financial Depth, Savings and Economic Growth in Kenya: A Dynamic Causal Linkage. *Economic Modelling*, 25(4), PP: 704-713. <http://dx.doi.org/10.1016/j.econmod.2007.10.009>
 - * Odhiambo, N.M. (2010), Finance-Investment-Growth Nexus in South Africa: An ARDL-bounds Testing Procedure. *Econ Change Restruct.*, 43, PP: 205-219. <http://dx.doi.org/10.1007/s10644-010-9085-5>
 - * Ott, M. and Tatom, J., (2006), "Money and Taxes: The Relationship Between Financial Sector Development and Taxation", NFI Working Paper WP/09. Indiana State University, Scott College of Business. Network Financial Institute.
 - * Pathak, Rajesh., (2011), Capital Structure and Performance: Evidence from Indian

- Graduated school of management and rice university.
- * Woods, J.C. and Randall, M.R. (1989), "The net present value of future investment opportunities: its impact on shareholder wealth and implications for capital budgeting theory", *The Journal of the Financial Management Association*; Summer 89, Vol. 18 Issue 2, PP: 85-92.
 - * Zhang, G ., and Q.Jan., SH. Hao. (2011), Investment Growth and the Relation between Equity Value, Earnings, and Equity Book Value. *The Accounting Review* 86,2,: P:605.
 - * Zhang, X. (2000), "Conservative accounting and equity valuation." *Journal of Accounting and Economics*, 29, PP 125-149.
 - * Zhang, Yue-Jun., Y.J. Zhang., (2011), The impact of financial development on carbon emissions: An empirical analysis in China *Energy Policy*, 39 (4) (2011), PP: 197-2203
 - * Shaw, R. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, New York.
 - * Shi, Vizheng. (2001), "Technological Capabilities and International Production Strategy of firms: The case of FDI in China", *Journal of world Business*. Vol 36, Issue 2, PP:184-204.
 - * Solow R.M (1959), "Investment and Technology progress". In Arrow K.Karbin. S.8 Suppes, P. (Eds), *Mathematical Methods in the social Science*, Stanford university press, Stanford.
 - * Stevens, G.V.G. and Lipsey, R.E. (1992), "Interactions between domestic and foreign investment", *Journal of International Money and Finance*, vol. 11, PP: 40-62.
 - * Stiglitz, J. (1994), "The Role of the State in Financial Market". Supplement to *World Bank Economic Review and World Bank Research Observer*, PP:1-149.
 - * Stockman, A.C. and Svensson, L.E.O. (1987), "Capital Flows, Investment, and Exchange Rates", *Journal of Monetary Economics*, n. 19, PP: 171-201.
 - * Subrahmanyam, A. and S. Titman., (1999), The going-public decision and the development of financial markets, *Journal of Finance* 54, PP: 1045-1082.
 - * Suoniemi, I. (1991), On the determination of housing production and house prices in the Finnish housing markets, *Labour Institute for Economic Research* (in Finnish).
 - * Tease, W.; Dean, A.; Elmeskov, J. & Hoeller, P. (1991), "Real interest rate trends: the influence of saving, investment and other factors", *OECD Economic Studies*, n. 17, 1991, Autumn.
 - * Thoma, M. (2009), Lin Roundtable: Small Banks Need Help. *Free Exchange*, Economist.com blogs. Available: http://www.economist.com/blogs/freeexchange/lin_roundtable.
 - * Vaez Mohammad. mirfendereski Meysam. (2011), The effect of Inflation Rate on Financial Development in Iran and Middle East Arabian countries. *Rahbord yas Vol 26*, PP: 31-47.
 - * Vidhan, K. Goyal, A. and Lehn, B., (2001), "Growth Opportunities and Corporate Debt Policy". The Case of the U.S. Defense Industry. *Journal of Financial Economics* , 164, PP: 35-59.
 - * Wang, X. Xing, Y. (2002), Downside correlation and expected stock return,