



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال نهم / شماره سی‌وششم / زمستان ۱۳۹۹

## طراحی الگوی تصمیمات مالی مشارکت کنندگان خرد و کلان نظام مالی در راستای توسعه بازارهای مالی ایران

حسین اسلامی مفیدآبادی

دانش آموخته دکتری تخصصی رشته مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات، تهران، ایران. (نویسنده مسئول)  
Hosseinslami62@gmail.com

حمیدرضا وکیلی فرد

دانشیار و عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات، تهران، ایران.  
vakilifard.phd@gmail.com

هاشم نیکومرام

استاد و عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات، تهران، ایران.  
nikoomaram@srbiau.ac.ir

سیدجمال‌الدین طبیبی

استاد و عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات، تهران، ایران.  
shtabibi@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۷/۰۸/۱۳ تاریخ پذیرش: ۹۷/۱۰/۱۸

### چکیده

هدف اصلی این پژوهش طراحی الگوی تصمیمات مالی مشارکت کنندگان خرد و کلان نظام مالی در راستای توضیح دهندگی توسعه بازارهای مالی ایران می‌باشد. روش پژوهش حاضر از نوع توصیفی پیمایشی و از نظر هدف نیز کاربردی است. برای رسیدن به این هدف، ابتدا، بر اساس مطالعه و مرور مبانی نظری موجود، متغیرهای مستقل پژوهش یعنی آمیخته‌های تصمیمات مالی دولت، شرکت‌ها و خانوارها، به عنوان عامل توضیح دهندگی توسعه بازارهای مالی (متغیر وابسته) معرفی شدند. سپس، با استفاده از جدول کرجسی و مورگان تعداد (۳۸۴) نفر نمونه تعیین و با توزیع پرسشنامه در بین آنها داده‌های پژوهش نیز گردآوری شد. همچنین، برای تحلیل داده‌ها و تخمین الگوی‌های تجربی پژوهش از الگوسازی معادلات ساختاری (SEM) استفاده شده است. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که هرکدام از آمیخته‌های تصمیمات مالی دولت، شرکت‌ها و خانوارها تأثیر معناداری بر توسعه بازارهای مالی ایران دارد. از اینرو، این نتایج، بیانگر آن است که مدیریت صحیح و همزمان تعاملات اقتصادی و مالی بین دولت، شرکت‌ها و خانوارها با توجه به آمیخته تصمیمات مالی که هرکدام در

اختیار دارند، می‌توانند نقش بسزایی بر جریان افزایش مشارکت بازارهای مالی ایران داشته باشد؛ به طوری که این امر در نهایت به سهم خود می‌تواند منجر به توسعه بازارهای مالی و باعث رشد اقتصادی ایران گردد.

**واژه‌های کلیدی:** بازارهای مالی، تصمیمات مالی، مشارکت کنندگان خرد و کلان نظام مالی، توسعه مالی، بازارهای مالی ایران.

#### ۱- مقدمه

سلامت مالی مصرف کنندگان به دقت و فراست<sup>۱</sup> تصمیمات مالی آنها بستگی دارد، به طوری که بتواند ریسک‌ها و بازده‌های مربوط به فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود را برآورد کند (ریا و لین، ۲۰۱۹). در این خصوص، بنیاد ملی مشاوره اعتباری<sup>۲</sup> (NFCC) در سال (۲۰۱۸) یک نظرسنجی را در حوزه سواد مالی مصرف کننده انجام و نتایج آن هم نشان داد که ۴۵ درصد از مصرف کنندگان، دانش مالی شخصی آنها کمتر از مقدار میانگین است. این نتایج همچنین، نشان داد که اکثر مصرف کنندگان دانش کافی برای تصمیم‌گیری مؤثر را مالی ندارند. از اینرو، با عدم دانش مالی مناسب، این تصمیمات تحت تأثیر عوامل مختلف، شخصی و محیطی قرار خواهند گرفت (وان و لی، ۲۰۰۹؛ ژو و فام، ۲۰۰۴). البته، درک این موضوع که چگونه این عوامل تصمیم‌گیری‌های مالی افراد را تحت تأثیر قرار می‌دهد، به نوبه خود حمایت از مصرف کنندگان در مورد انتخاب محصولات مالی را به دنبال خواهد داشت (ریا و لین، ۲۰۱۹). بنابراین، در چنین شرایطی می‌توان انتظار داشت که برآیند آن احتمال توسعه بازارهای مالی را افزایش خواهند داد. چون، با افزایش تقاضا برای محصولات و خدمات مالی، مشارکت سرمایه‌گذاران در بازار مالی از طریق افزایش عرضه محصولات و خدمات مالی نیز افزایش می‌یابد. درحقیقت، براساس این دیدگاه می‌توان گفت که تصمیمات مشارکت‌کنندگان نظام مالی نقش بسزایی بر درجه توسعه‌افتگی بازارهای مالی کشورها دارد. به این دلیل که رفتارهای مالی مشارکت‌کنندگان نظام مالی غالباً وابسته به استراتژی‌ها، تصمیمات مالی و تقاضاهای مالی آنها است که برحجم منابع مالی و مصارف مالی بازارهای مالی (از منظر ابزار، نهاد، روش) تأثیر قابل‌توجهی دارد. از این رو، جود نظام مالی پیشرفته به سهم خود می‌تواند مقدمه‌ای بر رفتار توسعه اقتصادی به شمار رود. البته، در این زمینه می‌توان اشاره کرد که اهمیت موضوع رفتار و اقدامات مشارکت‌کنندگان در بازارهای مالی به عنوان مغز متفکر و کانون اصلی تصمیم‌گیری در نظام اقتصادی (استیگر، ۱۹۹۴)، در اکثر مطالعات و پژوهش‌های انجام شده توسط پژوهشگران در سراسر جهان مورد توجه قرار گرفته و همواره نیز بر دامنه و حجم مطالعات آن با گذار زمان افزوده می‌شود. اما، یکی از مهم‌ترین مطالعات و پژوهش‌های مؤثر اولیه انجام شده در این حوزه مربوط به مودیلیانی و میلر<sup>۳</sup> (۱۹۵۸)، تحت عنوان بی‌ارتباطی تصمیمات مربوط به تأمین مالی در یک بازار سرمایه کامل است. بسیاری از محققان دیگر (همانند: فاما، ۱۹۷۸؛ مایرز، ۱۹۸۴؛ مایرز و مجلف، ۱۹۸۴؛ استیگر، ۱۹۶۹، ۱۹۷۴)، نیز در بحث و چالش‌های خود اهمیت تصمیمات مربوط به تأمین مالی در دنیای واقعی را براساس فرض اولیه یک بازار سرمایه کامل را مورد

بحث و بررسی قرار دادند (میشلز و مولی<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۷). همچنین، در دهه های گذشته موضوع تأمین مالی و بازارهای مالی توسط پژوهشگرانی نظیر هیکس<sup>۱۲</sup> (۱۹۶۹)، هوبارد<sup>۱۳</sup> (۱۹۹۷)، گورلی و شاو<sup>۱۴</sup> (۱۹۹۵)، رابینسون<sup>۱۵</sup> (۱۹۵۲)، لوکاس<sup>۱۶</sup> (۱۹۹۸)، مورد بحث و بررسی قرار گرفت. اخیراً، هم پژوهشگرانی نظیر وید و هان و همکاران<sup>۱۷</sup> (۲۰۰۱)، آلمیدا و کامپلو<sup>۱۸</sup> (۲۰۰۷)، فوکالت و وگریگ<sup>۱۹</sup> (۲۰۰۸)، باتلر و همکاران<sup>۲۰</sup> (۲۰۱۱)، اودیهمبو<sup>۲۱</sup> (۲۰۰۵-۲۰۱۰)، موشابیشا<sup>۲۲</sup> (۲۰۱۱)، میشلز و مولی<sup>۲۳</sup> (۲۰۱۷)، ریا و لین (۲۰۱۹)، در مورد چارچوب های تصمیم گیری مالی در نظام تأمین مالی بازارهای مالی پژوهش هایی را انجام دادند. از اینرو، بر پایه نتایج مطالعات و پژوهش های پیشین، می توان اظهار داشت فعالیت تأمین مالی، سرمایه‌گذاری و رسیدن به عملکرد مطلوب در بازارهای مالی به میزان شناخت و تصمیم‌گیری صحیح مشارکت کنندگان از منابع مالی و مصارف مالی بازارهای مالی شامل ابزارهای مالی، نهادهای مالی و روش های تأمین مالی بستگی دارد. البته، در این پژوهش تصمیمات مالی در سه سطح دولت، شرکت‌ها و خانوارها در بازارهای مالی مورد بررسی قرار گرفت.

بنابراین، در این پژوهش به دنبال توضیح دهندگی رفتار توسعه بازارهای مالی ایران از طریق ارایه الگوی توسعه یافته آمیخته تصمیمات مالی با رویکرد آمیخته تصمیمات مالی دولت، آمیخته تصمیمات مالی شرکت‌ها و آمیخته تصمیمات مالی خانوارها با توجه به سیاست‌های مالی و پولی ایران می‌باشیم. بر این اساس، برای بررسی موضوع فوق، هدف اصلی این پژوهش طراحی الگوی آمیخته تصمیمات مالی در راستای توضیح دهندگی رفتار توسعه بازارهای مالی ایران است. از این رو، ادامه مباحث باقی‌مانده پژوهش حاضر نیز به این صورت ساختار بندی گردیده که در بخش ۲ پژوهش به بررسی مبانی نظری و پیشینه ی پژوهش پرداخته شده است، در بخش ۳ پژوهش نیز جامعه و نمونه آماری پژوهش و روش های تجزیه و تحلیل مورد استفاده در پژوهش حاضر توضیح داده شده است. همچنین، در بخش ۴ پژوهش نتایج تجربی و تحلیل‌های مربوط به آمار توصیفی و استنباطی در غالب جداول و الگوی‌های تجربی به همراه تفسیرهای مربوط به آن‌ها ارایه شده است؛ و در نهایت اینکه در بخش ۵ پژوهش حاضر هم بحث و نتیجه‌گیری نهایی به همراه برخی از پیشنهادهای کاربردی و پیشنهادهایی برای انجام پژوهش‌های آتی در راستای موضوع پژوهش حاضر ارائه شده است.

## ۲- 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 افزایش‌دهنده نرخ رشد تولید است، مورد توجه خاص قرار گیرد (عرب‌مازار و آهنگر، ۱۳۸۸). به‌طور کلی در این بخش از پژوهش حاضر به بیان مبانی نظری پیرامون موضوع تحقیق، می‌پردازیم. از اینرو، بر اساس پژوهش‌ها و بررسی‌هایی که انجام شده است، می‌توان گفت که دهه های اخیر با توجه به وجود رشد فزاینده و شتابان چرخه های کسب کار به موازات پیچیدگی و تخصصی شدن اقدامات و فعالیت های مالی در نظام مالی، درک اهمیت موضوع تصمیم‌گیری و پیگیری جریان توسعه مالی در بازارهای مالی، بیش از هر موضوع دیگری در نظام اقتصادی هر کشوری نمایان تر و مهم تر است.

## ۱-۲- توسعه مالی

توسعه مالی یک مفهوم چندوجهی است که افزون بر توسعه بخش بانکی، ابعاد دیگری نظیر توسعه بخش مالی غیر بانکی، توسعه بخش پولی و سیاست‌گذاری پولی، مقررات و نظارت بانکی، باز بودن بخش مالی و محیط نهادی را نیز در برمی‌گیرد. البته، به مفهوم توسعه مالی پس از سرکوب مالی، در دهه‌ی ۱۹۷۰ میلادی توجه بیشتری شده است (جهانگرد و عسگری، ۱۳۹۰). در گزارش توسعه مالی مجمع جهانی اقتصاد<sup>۲۴</sup> (۲۰۱۴)، توسعه نظام مالی این گونه تعریف شده است: 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. در این زمینه صندوق بین‌المللی پول<sup>۲۵</sup> (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. علاوه بر این در این خصوص تاما<sup>۲۶</sup> (۲۰۰۹)، هم معتقد است که کشورهای درحال توسعه علاوه بر دارا بودن نظام تأمین مالی خرد و بانک‌های کوچک برای رفع بسیاری از نیازهای اولیه مالی خود، آنها همچنین نیازمند به محصولات مالی پیچیده‌تر و خدمات مالی نوین، نظیر پوشش ریسک‌های قیمت از طریق بازارهای آتی، بیمه در مقابل شکست محصول، خرید تجهیزات کشاورزی از طریق ترتیبات ادغام و مدیریت مشکلات فصلی می‌باشند (ژهانگ و همکاران، ۲۰۱۱). از اینرو، با توجه به گسترده شدن خواسته‌ها و نیازهای مشارکت‌کنندگان نظام مالی، می‌توان انتظار داشت که کشورها با در اختیار داشتن زیرساخت‌های مالی لازم و کافی، فعالیت‌ها و اقدامات آنها بازارهای مالی نیز توسعه می‌یابند. البته، طی سال‌های اخیر، به منظور اندازه‌گیری توسعه مالی از شاخص‌های مختلفی در مطالعات استفاده شده است که می‌توان به نسبت حجم پول به تولید ناخالص داخلی (کالدرون و لیو<sup>۲۷</sup>، ۲۰۰۳)، نسبت اعتبارات پرداخت شده به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی (آبو-بدر و آبو-گام<sup>۲۸</sup>، ۲۰۰۸)، نسبت کل اعتبارات پرداخت شده داخلی به تولید ناخالص داخلی (لیانگ و تنگ<sup>۲۹</sup>، ۲۰۰۶)، نسبت دارایی خالص بانک‌های تجاری به دارایی داخلی بانکهای تجاری و بانک مرکزی (بیک و همکاران<sup>۳۰</sup>، ۲۰۰۰)، نسبت حجم پول منهای پول در گردش پول موجود در خارج بانک‌ها به تولید ناخالص داخلی (آبو-بدر و آبو-گام، ۲۰۰۸)، نسبت بدهی سیستم مالی به تولید ناخالص داخلی (بیک و همکاران، ۲۰۰۰) اشاره نمود (اشرفی یکتا و همکاران، ۱۳۹۳). بنابراین، با توجه به مبانی نظری اشاره شده در قسمت بالا در خصوص ساز و کارها و فرایند توسعه مالی، در این پژوهش توسعه مالی بازارهای مالی ایران به عنوان متغیر وابسته اصلی در الگوی مفهومی پژوهش حاضر شناسایی و تعیین شده است.

۲-۲- تصمیم‌گیری در بازار مالی<sup>۳۶</sup>

روند رو به رشد و توسعه صنعتی جوامع در سال‌های گذشته حاکی از آن است که تصمیم‌گیری اقتصادی مشکل‌تر احساس شده و دیگر با اتکال به روش‌های سنتی تصمیم‌گیری نمی‌توان به رقابت با رقبای سرسخت داخلی و خارجی پرداخت. تصمیم‌گیری 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. با این وجود، 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 راثی، 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). از اینرو، در حوزه مالی نیز چگونگی اتخاذ تصمیمات در مواجهه با محدودیت‌های مالی، از بنیادی‌ترین سؤالات مطرح‌شده در ادبیات مالی است (آلمید و کامپلو، ۲۰۰۷). البته، موضوع تصمیم‌گیری در پژوهش‌های مختلف (میلر و مودیگلیانی، ۱۹۶۳-۱۹۵۸؛ فاما و فرنچ، ۱۹۹۸، ۲۰۰۵؛ میرز، ۱۹۷۷؛ فاما و فرنچ، ۲۰۰۴-۲۰۰۶) مورد توجه واقع شد و به درک اهمیت موضوع تصمیم‌گیری در شرکت پی بردند. به طوری‌که با توجه نتایج پژوهش‌های تجربی 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 الگوسازی کردند. در این پژوهش مجموعه‌ای از ابعاد همگون گوناگون در فرایند اخذ تصمیمات مالی که آن را به اصلاح «آمیخته تصمیمات مالی»<sup>۳۱</sup> می‌نامیم، معرفی و مورد توجه قرار دادیم. البته، این آمیخته‌ها می‌تواند با توجه به سطوح مختلف تصمیمات مشارکت‌کنندگان نظام مالی در دو سطح خرد و کلان تعریف شوند، به طوری‌که شامل آمیخته تصمیمات مالی دولت، آمیخته تصمیمات مالی شرکت‌ها، آمیخته تصمیمات مالی خانوارها، می‌باشند؛ که هر کدام از این آمیخته‌های تعریف‌شده نقش تعیین‌کننده‌ای بر درجه‌ی 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.

### ۲-۳- بررسی تاثیر اقدامات اقتصادی و مالی دولت بر توسعه مالی

دستیابی به رشد اقتصادی از یک سو، 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<sup>۳۲</sup> خرید و فروش می‌شوند (صادقی و همکاران، ۱۳۹۴). در خصوص نقش دولت و تصمیمات گوناگون دولت در اقتصاد و بازارهای مالی، نظریات متفاوتی وجود دارد. به طوری‌که این مبانی نظری بیان می‌کنند جایگاه نظارتی و حمایتی دولت از دیرباز در ادبیات اقتصادی چشمگیر بوده است، به گونه‌ای که با اتخاذ سیاست‌های بهینه افزایش بازدهی بخش‌ها و بازارهای مختلف را موجب می‌شود و این امر منجر به بهبود رشد و توسعه اقتصادی می‌گردد. از جمله مباحث مطرح‌شده در دهه‌های اخیر لزوم توسعه مالی در افزایش رشد و توسعه اقتصادی می‌باشد. بنا به نظر مک‌کینون<sup>۳۳</sup> (۱۹۷۳)، و شاو<sup>۳۴</sup> (۱۹۷۳)، توسعه اقتصادی به ویژه توسعه مالی متکی بر حکمرانی خوب می‌باشد (گیرما و شورتلند<sup>۳۴</sup>، ۲۰۰۴). 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 نظیر سیاست دولت درباره سطح خریدهای دولت، سطح پرداخت‌های انتقالی و ساختار مالیاتی (تیزهوش تابان، ۱۳۷۱)، برای کشورهای درحال 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). بنابراین، با توجه به مبانی نظری اشاره شده در قسمت بالا در خصوص تأثیر ساز و کارها و اقدامات اقتصادی و مالی دولت بر جریان توسعه مالی، در این پژوهش آمیخته تصمیمات مالی دولت در ایران به عنوان اولین متغیر مستقل اصلی در الگوی مفهومی پژوهش حاضر شناسایی و تعیین شده است.

#### ۲-۴- بررسی تأثیر اقدامات اقتصادی و مالی شرکت‌ها بر توسعه مالی

سهام مشارکت شرکت‌ها نسبت به گذشته در بازارهای مالی با رشد و توسعه روزافزونی همراه بوده است. به‌طوری‌که با افزایش سهم شرکت‌ها در غالب صنایع مختلف در بازارهای مالی، نقش تصمیمات مالی و کارکردهای آن‌ها در حوزه مالی اهمیت قابل توجه پیدا کرده است. در این خصوص، سان و همکاران<sup>۳۵</sup> (۲۰۱۵)، در پژوهش خود با بررسی موضوع مالکیت، ساختار سرمایه و تصمیم‌گیری تأمین مالی نشان دادند که شرکتهای دارای مالکیت سهام مدیریتی متمرکز، با افزایش احتمال صدور سهام بیشتر نسبت به اوراق قرضه، اهرم مالی خود را افزایش می‌دهند. همچنین، آنتزولاوس و همکاران<sup>۳۶</sup> (۲۰۱۶)، طی پژوهش با بررسی موضوع تأثیر توسعه مالی بر ساختار سرمایه و میزان محدودیت‌های مالی شرکت‌ها به این ترتیب، نشان دادند که با تشخیص عامل همگرایی، توسعه مالی به طور مثبتی بر نسبت مالی شرکت تأثیر گذار است. اما گروهی دیگر از شرکتهای اهرم آنها تحت تأثیر توسعه مالی نیست، زیرا از نظر مالی، محدود هستند. اسلام دوست و غلامی (۱۳۹۶) با بررسی تأثیر توسعه مالی بر تأمین مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند 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 بر نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها دارد، به‌طوری‌که تأثیر شاخص‌های بانکی بیش از شاخص‌های بازار سهام است. بنابراین، با توجه به مبانی نظری اشاره شده در قسمت بالا در خصوص تأثیر فعالیت‌ها و اقدامات اقتصادی و مالی شرکت‌ها بر جریان توسعه مالی، در این پژوهش آمیخته تصمیمات مالی شرکت‌ها به عنوان دومین متغیر مستقل اصلی در الگوی مفهومی پژوهش حاضر شناسایی و تعیین شده است.

## ۵-۲- بررسی تاثیر اقدامات اقتصادی و مالی خانوارها بر توسعه مالی

تصمیمات مالی افراد در نقش آنها به عنوان 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 حداکثرسازی مطلوبیت افراد انجام می‌شود (طالب لو و عریانی، ۱۳۹۴). درحقیقت، چشم‌اندازها، تصمیمات و فعالیت‌های خانوارها نیز به عنوان یکی از مشارکت‌کنندگان نظام مالی در سطح اقتصاد خرد، نقش تعیین‌کننده‌ای بر حجم، اندازه و درجه‌ی توسعه‌یافتگی بازارهای مالی و همچنین جریان توسعه اقتصادی کشورها دارد. به طوری که 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، ۱۹۸۰؛ ویهریا و سومیک، ۱۹۸۵؛ مولباور و مورفی، ۱۹۸۹ و ۱۹۹۰؛ سالو، ۱۹۹۰؛ هورسمان و همکاران، ۱۹۹۱؛ مولباور، ۱۹۹۱؛ بنگز و لویخانن، ۱۹۹۱؛ سانومی، ۱۹۹۱؛ لویخانن، ۱۹۹۱<sup>۳۸</sup>؛ کوشکلا و ویرن، ۱۹۹۱ و ۱۹۹۲؛ کاسادیو و پارادیسو، ۲۰۱۰؛ لاورتا، 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. بنابراین، با توجه به مبانی نظری اشاره شده در قسمت بالا در خصوص تأثیر فعالیت‌ها و اقدامات اقتصادی و مالی خانوارها بر جریان توسعه مالی، در این پژوهش آمیخته تصمیمات مالی شرکت‌ها به عنوان سومین متغیر مستقل اصلی در الگوی مفهومی پژوهش حاضر شناسایی و تعیین شده است.

## ۳- پیشینه‌ی پژوهش

با توجه به بررسی‌های انجام‌شده تاکنون مطالعات داخلی و خارجی گوناگونی در راستای موضوع پژوهش حاضر انجام‌شده است که در ادامه به بیان آنها می‌پردازیم. البته، لازم به ذکر است که در بین مطالعات صورت گرفته اولیه شومپتر<sup>۳۹</sup> (۱۹۱۱) از بنیان‌گذاران اصلی دیدگاه اثرگذاری بازارهای مالی بر رشد اقتصادی می‌باشد. گلداسمیت<sup>۴۰</sup> (۱۹۶۹) مک کینون و شاو<sup>۴۱</sup> (۱۹۷۳)، نیز مسیرهای جدیدی را برای تبیین ارتباط بین توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی ارائه نموده (عباسی، ۱۳۸۸). مک کینون (۱۹۷۳) و شاو (۱۹۷۳) به بررسی اثرات سرکوب مالی به بیان اثرگذاری سیاست‌های آزادسازی مالی بر انباشت سرمایه و رشد اقتصادی پرداخته‌اند. 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 این‌که چرخه اقتصادی مثبت به تعادل شرکت، مطابق دیدگاه مینسکیان<sup>۴۲</sup> واکنش نشان می‌دهد، مورد تأیید قرار دادند. بنابراین، با توجه به مبانی نظری اشاره شده در قسمت بالا، در این پژوهش آمیخته تصمیمات مالی شرکت‌ها، به عنوان سومین متغیر مستقل در نظر گرفته شد. جانو تتوم و اوت مکاوت<sup>۴۳</sup> (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.

دیداً<sup>۴۴</sup> (۲۰۰۶) در پژوهش خود به موضوع ارائه الگوی مالی با فرض مصرف منابع واقعی اقتصاد توسط بخش مالی بر مبنای توضیح رفتار خانوار و بنگاه اقتصادی و نهادهای مالی به عنوان واسطه گران مالی پرداخت. یافته های این پژوهش نشان داد هنگامی که توسعه اقتصادی به سطح حساس خود برسد توسعه مالی درون‌زا نیز اتفاق می‌افتد. در واقع زمانی که استقلال مالی، تخصیص پس‌اندازها به وسیله واسطه‌های مالی و کاهش خالص هزینه‌های عملیات نهادهای مالی به وقوع بپیوندد کارایی بیشتر سرمایه‌گذاری‌ها ایجاد می‌گردد.

بال تاجی و همکاران<sup>۴۵</sup> (۲۰۰۸) در پژوهش خود به موضوع توسعه مالی و درجه باز بودن مالی و تجاری با تأکید بر شاخص توسعه بخش بانکداری به عنوان شاخص توسعه مالی با استفاده از روش داده‌های تابلویی پرداختند. 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 کشورهایی که درآمد پایین دارند بسیار مناسب است.

بایر اختر<sup>۴۶</sup> (۲۰۱۴) در پژوهش خود به موضوع اندازه‌گیری سطح نسبی توسعه بازارهای سهام با تأکید بر ظرفیت و تلاش و کوشش کشورها 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<sup>۴۷</sup> (۲۰۱۶) در پژوهش خود به بررسی موضوع عمق مالی ابزار مالی و رشد اقتصادی بوسنی و هرزگوین پرداختند. 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<sup>۵۷</sup> (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<sup>۴۸</sup> (۲۰۱۹)، در پژوهش خود به موضوع تأثیر نظریه های ضمنی خود اسنادی در تصمیم‌گیری های مالی مصرف کننده پرداختند. آنها نشان دادند که مصرف کنندگان دارای اعتقاد به ویژگیهای شخصیتی قابل انعطاف، سرمایه گذاری های پرخطری را ترجیح می دهند، زیرا آنها پیشبرد محور هستند. این حالی است که مصرف کنندگان معتقدند که ویژگی های شخصیتی ثابت (غیر قابل انعطاف) سرمایه گذاری های کم خطری را ترجیح می دهند، زیرا آنها پیش گیر محور هستند. علاوه بر این، آنها نقش واسطه ای تمرکز منظم را با اندازه گیری و دستکاری این سازه نشان دادند و مفاهیم نظری و مدیریتی پژوهش را مورد بحث و بررسی قرار دادند.



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

همتی و مجاب (۱۳۸۹) در پژوهش خود به موضوع بررسی سیاست‌های مختلف توسعه بخش مالی با توجه به ساختار اقتصادی کشور، پرداختند. یافته‌های پژوهش آنها نشان می‌دهد که 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. یافته‌های 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. یافته‌های 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. یافته‌های پژوهش آنها نشان داد که محدودیت‌های مالی شرکت‌های مورد بررسی بر میانگین نقد شوندگی سبد سهام این شرکت‌ها تأثیر مثبت دارد. همچنین محدودیت‌های مالی منجر به افزایش میانگین شاخص نسبت توپین کیو<sup>۵۸</sup> (T-Q) و در نتیجه افزایش کارایی سبد سرمایه‌گذاری این شرکت‌ها می‌شود.

اشرفی یکتا و همکاران (۱۳۹۳)، در مطالعه خود به موضوع نقش دولت‌ها در توسعه مالی در بین کشورهای عضو اوپک پرداختند. یافته‌های آنها نشان‌دهنده تأثیر مثبت و معنادار شاخص‌های حکمرانی خوب، تولید ناخالص داخلی سرانه، صادرات نفت و نیروی کار و تأثیر منفی و معنادار نرخ تورم بر توسعه مالی در کشورهای عضو اوپک می‌باشد. بنابراین، با توجه به مبانی نظری اشاره شده در قسمت بالا، در این پژوهش آمیخته تصمیمات مالی دولت، به عنوان اولین متغیر مستقل در نظر گرفته شد.

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. یافته‌های پژوهش آنها نشان داد که یک رابطه

مشتبی بین تأمین مالی برون‌سازمانی در دو حالت ترکیبی و خالص با بازده سهام در الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای<sup>۴۸</sup> (CAPM) وجود دارد و یک رابطه منفی بین تأمین مالی برون‌سازمانی با بازده سهام در الگوی 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. یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان داد که باز بودن تجارت نقش حیاتی در تعیین سطح توسعه مالی بخش خصوصی دارد.

صادقی و همکارانش (۱۳۹۴) در پژوهش خود به موضوع تأثیر سیاست‌های مالیاتی بر توسعه بازارهای مالی ایران طی دوره ۱۳۴۹-۱۳۹۰ با استفاده از آزمون کرانه‌ها و الگوی خودرگرسیون با وقفه توزیعی (ARDL) پرداختند. یافته‌های 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.

حیدری و علی نژاد (۱۳۹۴)، نیز در مطالعه خود به بررسی تأثیر شاخص‌های کارایی دولت و توسعه مالی بر رشد اقتصادی در هشت کشور بزرگ اسلامی موسوم به گروه دی هشت طی دوره زمانی ۲۰۱۲-۱۹۹۶ پرداختند. یافته‌های آن‌ها نشان داد که شاخص‌های کارایی دولت و توسعه مالی بر رشد اقتصادی تأثیر مثبت دارد، البته با شدت بیشتر در مقادیر بالاتر از حد آستانه‌ای محاسبه شده برای شاخص کارایی دولت است. علاوه بر این، متغیرهای مخارج تحصیل و شاخص باز بودن اقتصاد در هر دو رژیم تأثیر مثبت، متغیر صادرات مواد خام کشاورزی در رژیم اول تأثیر منفی و در رژیم دوم تأثیر مثبت و نرخ تورم نیز در هر دو رژیم تأثیر منفی بر رشد اقتصادی دارد. آنها بیان کرد که بهبود کارایی دولت و توسعه مالی و داشتن دستگاه‌های اداری کارآمد و نیز بانک‌ها و بازارهای مالی کارآمد در کشورهای عضو گروه دی هشت، منجر به افزایش رشد و توسعه اقتصادی در این کشورها خواهد شد.

رسولی نژاد و نصر اصفهانی (۱۳۹۴) در پژوهش خود به موضوع طراحی الگوی مصرف کلان یک کشور اسلامی با استفاده از رویکرد الگوسازی تفسیری ساختاری<sup>۴۹</sup> (ISM) پرداختند. یافته‌های الگوسازی آن‌ها نشان داد که الگوی یکپارچه اقتصادی مصرف منابع 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 مصرف راهکاری برای برون‌رفت از بحران مصرف در جهان خواهد بود.

پتفت 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. یافته‌های 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.

نانفروش و دیزجی (۱۳۹۵) در مطالعه خود به موضوع تأثیر اندازه دولت و بازبودن تجاری بر توسعه مالی کشورهای منتخب جهان پرداخت. یافته‌های آن‌ها بیانگر این است که اندازه دولت تأثیر منفی و معنی داری بر توسعه مالی کشورهای مورد بررسی داشته است، به طوری که در اثر افزایش (کاهش) اندازه دولت، توسعه مالی کاهش (افزایش) می‌یابد. همچنین باز بودن تجاری، جهانی شدن مالی و شاخص کیفیت نهادهای قانونی تأثیر مثبتی بر توسعه مالی داشته است.

اسلام دوست و غلامی (۱۳۹۶) به بررسی تأثیر توسعه مالی بر تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های پژوهش آن‌ها 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 بر نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها دارد، به طوری که تأثیر شاخص‌های بانکی بیش از شاخص‌های بازار سهام است.

حساس یگانه و افخمی (۱۳۹۷) به موضوع الگوسازی رفتاری تصمیمات سرمایه‌گذاری فرشتگان کسب‌وکار (سرمایه‌گذار)، پرداختند. آن‌ها براساس روش تحلیل عاملی، هفت عامل مؤثر بر رفتار فرشتگان را شناسایی و در نیز نهایت با استفاده از الگوی معادلات ساختاری، الگوی حاصل از روابط این عوامل با عامل تصمیم‌گیری استخراج گردید. یافته‌های این پژوهش نشان داد که به ترتیب عوامل امیدواری، گذشته‌نگری، فراعتمادی، ساده‌انگاری و ریسک رابطه مثبت و دو عامل حسابداری روانی و خوداسنادی رابطه منفی با تصمیمات سرمایه‌گذاری فرشتگان کسب‌وکار دارند.

#### ۴- روش‌شناسی پژوهش

روش پژوهش حاضر از نوع توصیفی-پیمایشی و از نظر هدف نیز کاربردی است. متغیر وابسته این پژوهش توسعه بازارهای مالی و متغیرهای مستقل نیز آمیخته‌های تصمیمات مالی دولت، شرکت‌ها و خانوارها، می‌باشند. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه مدیران و کارشناسان اقتصادی، کارشناسان مالی و کارشناسان

بانکداری، خبرگان و صاحب‌نظران دانشگاهی و پژوهشی رشته‌های حسابداری، مالی و مدیریت، اقتصاد و حقوق در ایران و همچنین برخی افراد مطلع دیگر در حوزه موضوعی این پژوهش برای استخراج ابعاد، شاخص‌های کلیدی و متغیرهای پژوهش بوده است. نمونه آماری این پژوهش هم بر اساس جدول کرجسی و مورگان (۱۹۷۰) تعداد (۳۸۴)، نفر تعیین شده است. روش‌های گردآوری اطلاعات این تحقیق شامل روش‌های کتابخانه‌ای و روش‌های میدانی است. به طوریکه در ابتدا، مبانی نظری و پیشینه‌ی مرتبط با این تحقیق، به صورت کتابخانه‌ای و با استفاده از کتب و مقالات موجود، اطلاعات منتشر شده توسط سازمان‌های اقتصادی و مالی کشور، سایت پژوهشگاه اطلاعات و مدارک علمی ایران<sup>۵۰</sup>، سایت مدیریت پژوهش و توسعه و مطالعات اسلامی<sup>۵۱</sup> و غیره گردآوری و تدوین شده است. سپس در قسمت دوم، داده‌های تجربی پژوهش و اطلاعات موردنیاز از طریق توزیع پرسشنامه در بین افراد، گردآوری و پس از پردازش اولیه در نرم افزار صفحه گسترده (EXCEL)، وارد نرم افزار آماری (SPSS) شده است. همچنین، برای تحلیل داده‌ها برای تخمین الگوهای تجربی پژوهش نیز از الگوسازی معادلات ساختاری (LISLER) استفاده شده است.

#### ۴-۱- سؤالات پژوهش

از آنجائی که پژوهش حاضر به دنبال ارائه الگو است از این حیث فاقد فرضیه است؛ بنابراین، به جای ارائه فرضیه، سؤالات پژوهش حاضر 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 توسعه بازار مالی ایران تأثیرگذار است؟
- ◀ **سؤال دوم:** آیا آمیخته تصمیمات مالی شرکت‌ها به تبعیت از شرایط حاکم بر اقتصاد کشور بر وضعیت توسعه بازار مالی ایران تأثیرگذار است؟
- ◀ **سؤال سوم:** آیا آمیخته تصمیمات مالی خانوارها به تبعیت از شرایط حاکم بر اقتصاد کشور بر وضعیت توسعه بازار مالی ایران تأثیرگذار است؟

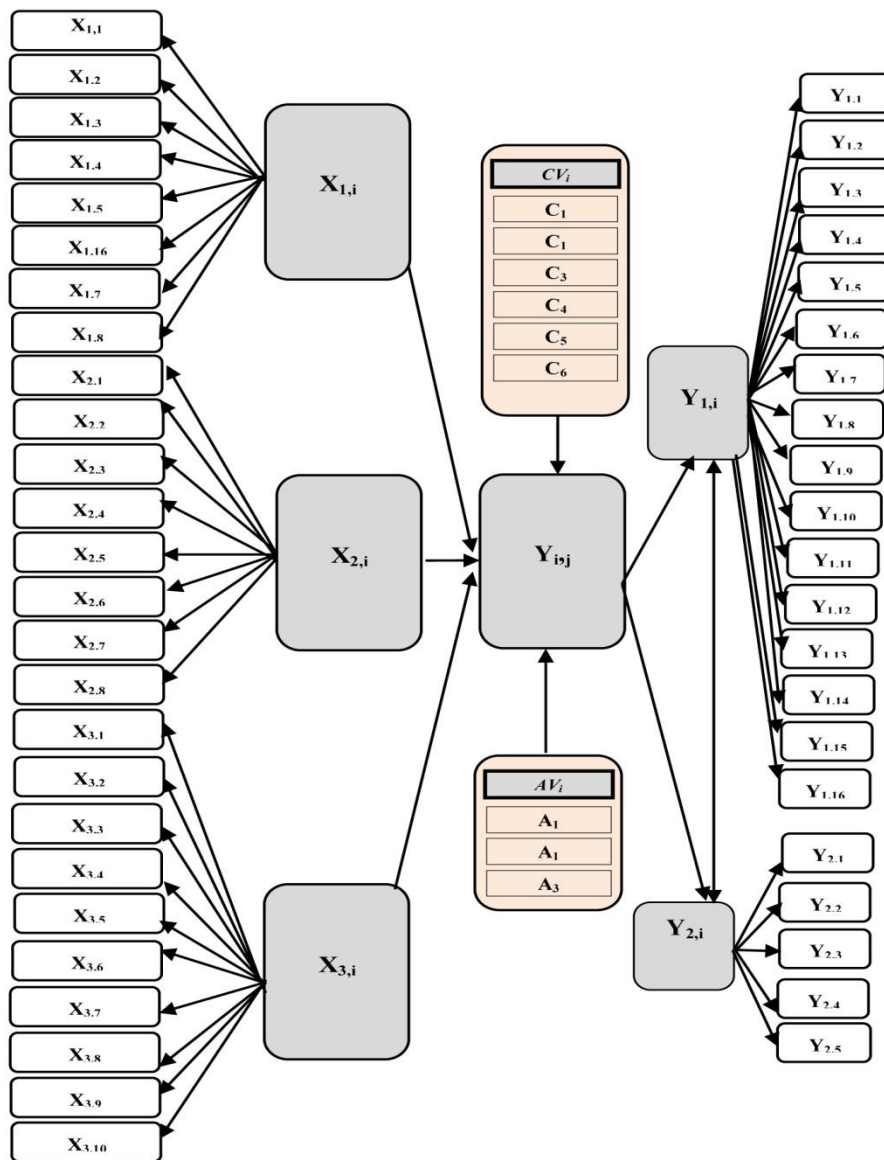
#### ۴-۲- ارائه الگوی مفهومی پژوهش

به طور 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 برای طراحی الگوی پیشنهادی پژوهش ارائه گردید. سپس در بخش دوم پژوهش نیز به منظور معتبر سازی الگوی پیشنهادی پژوهش از نتایج مطالعات پیشین (توسعه و تلفیق الگوهای تجربی پیشین) استفاده نمودیم.

در نهایت اینکه، در بخش سوم این پژوهش بر اساس آزمون‌های آمار توصیفی و استنباطی به تبیین تأثیرگذاری هر یک از متغیرهای مستقل الگوی پیشنهادی این پژوهش در غالب آمیخته‌های تصمیمات مالی (دولت، شرکت‌ها و خانوارها) بر وضعیت توسعه بازارهای مالی ایران پرداخته شد. شایان ذکر است که در پژوهش حاضر آمیخته‌های تصمیمات مالی (دولت، شرکت‌ها و خانوارها) به عنوان اولین متغیر و به عنوان

متغیرهای پیش بین (مستقل) و توسعه بازارهای مالی ایران به عنوان دومین متغیر و به عنوان متغیر ملاک (وابسته) در الگوی مفهومی پژوهش حاضر شناسایی و تعیین شده است. البته، انتخاب آمیخته‌های تصمیمات مالی (دولت، شرکت‌ها و خانوارها) به عنوان اولین متغیر (متغیرهای مستقل) بر پایه مطالعات و پژوهش‌های مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸)، در خصوص تصمیمات تأمین مالی براساس شرایط بازار سرمایه، فاما (۱۹۷۸)، مایرز (۱۹۸۴)، مایرز و مجلف (۱۹۸۴)، استیگر (۱۹۶۹) و (۱۹۷۴)، در خصوص اهمیت تصمیمات تأمین مالی در دنیای واقعی بر اساس مفروضات اولیه بازار سرمایه کامل، هیکس (۱۹۶۹)، هوبارد (۱۹۹۷)، گورلی و شوا (۱۹۹۵)، رایبسون (۱۹۵۲)، لوکاس (۱۹۹۸)، وید و هان و همکاران (۲۰۰۱)، آلمیدا و کامپلو (۲۰۰۷)، فوکالت و وگریگ (۲۰۰۸)، باتلر و همکاران (۲۰۱۱)، اودیهمبو (۲۰۱۰-۲۰۰۵)، موشابیشا (۲۰۱۱)، میشلز و مولی (۲۰۱۷)، ریا و لین (۲۰۱۹)، و بر اساس چارچوب‌های تصمیم‌گیری مالی در نظام تأمین مالی بازارهای مالی می‌باشد.

از این رو، بر پایه نتایج مطالعات و پژوهش‌های پیشین، آمیخته‌های تصمیمات مالی (دولت، شرکت‌ها و خانوارها) به عنوان اولین متغیر و به عنوان متغیر ملاک (وابسته) تعیین شده است. همچنین، توسعه بازارهای مالی ایران نیز به عنوان دومین متغیر یا متغیر ملاک (وابسته) پژوهش حاضر شناسایی و تعیین شده است. البته، انتخاب توسعه بازارهای مالی ایران به عنوان دومین متغیر (متغیرهای وابسته) بر پایه مطالعات و پژوهش‌های گلداسمیت (۱۹۶۹) مک کینون و شوا (۱۹۷۳)، مک کینون (۱۹۷۳)، اریک کوشکا و همکاران (۱۹۹۲)، کاسادیو و پارادیسو (۲۰۱۰)، جانو تتوم و اوت مکاوت (۲۰۰۶)، دیدا (۲۰۰۶)، بال تاجی و همکاران (۲۰۰۸)، بایر اختر (۲۰۱۴)، جانیس و همکارانش (۲۰۱۶)، ریا و لین (۲۰۱۹)، می‌باشد. لازم به ذکر می‌باشد که با توجه به مطالعه‌های انجام‌شده در بازارهای مالی، برخی از عوامل مهمی که در چرخه‌های تجاری گوناگون بر عملکرد بازارهای مالی کشور تأثیرگذار هستند به عنوان متغیرهای تعدیل‌کننده در الگوی مفهومی پژوهش حاضر در نظر گرفته شده‌اند که شامل: حجم نوآوری مالی، نوسانات نرخ ارز و نوسانات قیمت نفت می‌باشند. علاوه بر این، برای درک بهتر روابط بین متغیرهای اصلی و فرعی (مکنون و غیرمکنون) الگوی مفهومی پژوهش آنها را در غالب نمادهای مشخص بیان کردیم. به طوریکه کلیه نمادهای تعیین شده در الگوی مفهومی پژوهش تعریف آنها در جدول شماره (۴) ارائه شده است. همچنین، خلاصه الگوی پیشنهادی پژوهش حاضر و متغیرهای آن در نمودار شماره (۱) نیز ارائه شدند.



نمودار (۱): ارائه الگوی مفهومی پژوهش  
(منبع: یافته‌های پژوهشگران، ۱۳۹۷)

### ۵- تحلیل داده‌ها و یافته‌های پژوهش

در این قسمت به آزمون فرضیات پژوهش می‌پردازیم. البته قبل از انجام آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از آزمون کلموگروف-اسمیرنف فرض نرمال بودن داده‌ها، و برای بدست آوردن روایی پرسشنامه پژوهش نیز از نظرات برخی صاحب‌نظران حوزه موضوعی پژوهش پرسیده شد. همچنین، از طریق آزمون آماری آلفای کرونباخ ضریب پایایی عامل‌های اصلی الگوی تجربی تحقیق حاضر ارائه شده است. علاوه بر این، با استفاده از روش‌های آمار استنباطی از قبیل آزمون کای مربع و الگویابی معادلات ساختاری (SME) تخمین الگوی نهایی پژوهش انجام شده است.

### ۵-۱- آزمون فرض نرمال بودن داده‌ها (کلموگروف-اسمیرنف)

این آزمون برای بررسی توزیع نرمال داده‌های مربوط پرسشنامه با فرض‌های آماری زیر انجام شده است.

جدول شماره (۱). آزمون کلموگروف-اسمیرنف

متغیر	مقیاس	تعداد نمونه	سطح آزمون <sup>۵۲</sup> (Z)	سطح معنی‌داری <sup>۵۳</sup>	نتیجه فرضیه
مستقل	آمیخته‌های تصمیمات مالی دولت	384	17.222	۰,۲۳۸	قبول فرض (H <sub>0</sub> )
مستقل	آمیخته‌های تصمیمات مالی شرکتها	384	24.118	۰,۳۳۴	قبول فرض (H <sub>0</sub> )
مستقل	آمیخته‌های تصمیمات مالی خانوارها	384	25.279	۰,۱۰۴	قبول فرض (H <sub>0</sub> )
وابسته	آمیخته‌های توسعه بازار مالی ایران	384	1.767	۰,۱۸۹	قبول فرض (H <sub>0</sub> )

منبع: یافته‌های پژوهش (محاسبات محقق).

برای بررسی آزمون فرضیه‌ی نرمال بودن توزیع داده‌های مربوط پرسشنامه از آزمون کلموگروف-اسمیرنف استفاده شد. از اینرو، نتایج به دست آمده آزمون بیان شده که در جدول شماره (۱) ارائه شده است نشان داد که مقدار آماره‌ی آزمون (Sig) در بین همه متغیرها بیشتر از مقدار ۵ درصد ( $Sig > 0,05$ ) است. بنابراین، با توجه به مقایسه انجام شده با مقدار بحرانی یعنی در سطح خطای (۵٪) مشاهده می‌شود که آماره‌ی آزمون در ناحیه‌ی قبول (H<sub>0</sub>)، قرار گرفته است. در نتیجه، می‌توان استدلال کرد که داده‌ها از توزیع نرمال برخوردار هستند.

## ۵-۲- تعیین روایی و پایایی پرسشنامه - روایی ابزار اندازه‌گیری

در این پژوهش برای بدست آوردن روایی محتوایی قابل قبول پرسشنامه از نظرات برخی خبرگان و صاحب‌نظران دانشگاهی و پژوهشی رشته‌های حسابداری، مالی، مدیریت، اقتصاد و حقوقی در ایران در مورد پرسشنامه پژوهش پرسیده شد و ابهامات آن نیز برطرف گردید. همچنین، برای سنجش ضریب پایایی پرسشنامه‌ها آزمون آلفای کرونباخ انجام گرفته است. بدین صورت که ابتدا تعداد ۳۰ پرسش‌نامه در جامعه‌ی مورد نظر توزیع و جمع‌آوری گردید و پس از وارد کردن داده‌ها، با استفاده از نرم افزار (SPSS)، ضریب پایایی آلفای کرونباخ محاسبه گردید؛ که ضریب مورد نظر برای سوالات پرسش‌نامه پژوهش حاضر به شرح جدول شماره (۲) تعیین گردید.

جدول شماره (۲): آزمون آماری محاسبات آلفای کرونباخ

مقیاس	آلفا کرونباخ	همبستگی اصلاح شده	آلفا در صورت حذف مقیاس از پرسشنامه	نتیجه فرضیه
آمیخته های تصمیمات مالی دولت	۰/۸۱۸	۰/۰۲	۰/۷۲	قبول فرض (H <sub>0</sub> )
آمیخته های تصمیمات مالی شرکتها	۰/۸۷۸	۰/۶۸	۰/۵۵	قبول فرض (H <sub>0</sub> )
آمیخته های تصمیمات مالی خانوارها	۰/۹۲۳	۰/۷۳	۰/۵۴	قبول فرض (H <sub>0</sub> )
آمیخته های توسعه ی بازارمالی	۰/۸۱۸	۰/۰۲	۰/۷۲	قبول فرض (H <sub>0</sub> )
کل پرسشنامه	۰/۸۴۱	۰/۶۸	۰/۷۶	قبول فرض (H <sub>0</sub> )

منبع: یافته های پژوهش (محاسبات محقق).

بنابراین با توجه به نتایج بدست آمده برای ضریب کرونباخ جهت تعیین روایی و پایایی پرسشنامه که در جداول شماره (۲) آمده است. بنابراین، می‌توان گفت چون که ضرایب آزمون فوق برای هر کدام از متغیرهای الگوی پژوهش ارایه شده بیشتر از رقم  $(\alpha > 0.7)$  است، پس، بر پایه این نتایج می‌توان گفت که سوالات پرسشنامه دارای روایی و پایایی لازم جهت سنجش داده‌های مربوط به مسئله پژوهش برخوردار می‌باشد.

## ۵-۳- تحلیل عاملی تاییدی متغیرهای پژوهش (وابسته، مستقل، کنترلی و تعدیل کننده)

ابتدا بر اساس تحلیل عاملی تاییدی متغیرهای مکنون وابسته، مستقل، کنترلی، تعدیل کننده، یعنی به ترتیب:  $(Y_{1,i})$ ،  $(Y_{2,i})$ ،  $(X_{1,i})$ ،  $(X_{2,i})$ ،  $(X_{3,i})$ ،  $(XC_i)$ ،  $(XA_i)$ ، بررسی های اولیه در خصوص تأیید ابعاد و مؤلفه های الگوی مفهومی اولیه شده انجام گرفت. سپس بعد از تأیید ساختار روابط و مؤلفه های الگوی پژوهش، تجزیه و تحلیل آماری نهایی انجام گردید. البته، هدف عمده انجام تحلیل عاملی تاییدی بیشتر برای ایجاد اعتبار سازه عوامل، اعتبار هم گرا<sup>۴۴</sup> و ایجاد اعتبار ممیز<sup>۴۵</sup>، به عنوان یک گام پیشین برای الگوسازی معادلات ساختاری<sup>۴۶</sup> (SEM) بوده است. از اینرو، بر مبنای یافته‌های بخش کیفی پژوهش و الگوی مفهومی مفروض ایجاد شده، تحلیل عاملی تاییدی مرتبه اول با استفاده از نرم‌افزار لیزرل، برآورد پارمترها با استفاده از روش برآورد



حداقل مربعات وزنی قطری<sup>ΔY</sup> (DWLS) و پارامتر تتا در طول تحلیل عاملی تأییدی و تحلیل معادلات ساختاری انجام شد. به طوریکه هدف استفاده از این روش ها و خروجی های آنها که نتایج آنها هم در جدول های زیر ارائه می شوند، نخست پی بردن به شرایط به مناسب و قابل قبول بودن هر یک از مقیاس ها و سپس ایجاد یک سنگ محک برای بررسی اعتبار نتایج تحلیل های عاملی بوده است. البته، لازم به ذکر است که برخی محققان ملاک های سخت گیرانه تری برای این ملاک ها در نظر می گیرند که از آن جمله می توان به بیشتر بودن برخی از آنان از ۰/۹۵ اشاره نمود. با این حال در این بخش از ملاک های ارائه شده در جدول فوق استفاده شده است. به طویکه در ادامه این بخش از پژوهش حاضر به تفکیک برای هر یک از مولفه ها جدول نتایج تحلیل عاملی تأییدی مرتبه اول و برخی از مهمترین معیارهای برازش تحلیل عاملی تأییدی طی جدول (۳) تا (۸) ارائه می گردد.

### ۵-۳-۱- تحلیل عاملی تأییدی مرتبه اول متغیرهای پژوهش

در جدول شماره (۳)، شاخص های برازش تحلیل عاملی تأییدی مرتبه اول برای عامل های پژوهش مربوط به متغیرهای مکنون وابسته، کنترلی و تعدیل کننده ارائه شده است.

جدول شماره (۳): شاخص های برازش تحلیل عاملی تأییدی مرتبه اول برای عامل های پژوهش

(متغیرهای مکنون وابسته، کنترلی، تعدیل کننده)

شاخص ها	ملاک	متغیرهای تعدیل کننده	متغیرهای کنترلی	$Y_{1,i}$	$Y_{2,i}$
P-value	P-value > 0.05	0.000	0.049	0.000	0.12
$(\chi^2/df)$	$(\chi^2/df < 3)$	0.000	1.89	2.64	1.84
RMSEA	RMSEA < 0.08	0.00	0.048	0.065	0.047
SRMR	SRMR < 0.08	0.01	0.036	0.061	0.016
CFI	CFI > 0.90	0.99	0.97	0.90	1.00
GFI	GFI > 0.90	0.99	0.99	0.91	0.99
AGFI	AGFI > 0.90	0.99	0.97	0.89	0.97
NFI	PGFI > 0.50	0.99	0.95	0.88	0.99
NNFI	NFI > 0.90	0.99	0.96	0.83	0.99
IFI	NNFI > 0.90	1	0.97	0.90	1.00
RFI	PNFI > 0.50	1	0.91	0.80	0.97

منبع: یافته های پژوهش (محاسبات محقق).

بارهای عاملی، آماره t و ضرایب تعیین

در جدول شماره (۴)، برآورد پارامترهای استاندارد شده بارهای عاملی و ضرایب تعیین و مقدار آماره آزمون-t (test) ارائه شده است. پارامترهای الگو همگی معنادار بودند ( $p < 0.05$ ) و مقدار قابل توجهی از واریانس را برآورد می‌کنند.

جدول شماره (۴): بارهای عاملی استاندارد شده، ضریب تعیین و آماره t برای عامل های پژوهش (متغیرهای مکنون وابسته، کنترلی، تعدیل کننده)

نوع متغیر	نام متغیرهای الگوی پژوهش	نماد متغیرهای الگوی پژوهش	بار عاملی	آماره t	R <sup>2</sup>
تعدیل کننده	نوآوری مالی	A <sub>1</sub>	0.77	14.50	0.59
	نرخ ارز	A <sub>2</sub>	0.64	12.16	0.40
	قیمت نفت	A <sub>3</sub>	0.78	14.76	0.61
کنترلی	سال های مورد بررسی	C <sub>1</sub>	0.59	9.66	0.34
	اندازه بازار	C <sub>2</sub>	0.58	9.60	0.34
	حجم بازار	C <sub>3</sub>	0.51	8.47	0.26
	نوع بازار مالی	C <sub>4</sub>	0.36	5.82	0.23
	درجه اهرم بازار مالی	C <sub>5</sub>	0.52	8.52	0.27
	شکاف بازارهای مالی	C <sub>6</sub>	0.20	3.25	0.19
وابسته (توسعه بخش مالی)	درجه ی باز بودن بازارهای مالی	Y <sub>1,1</sub>	0.36	6.59	0.23
	حجم خدمات مالی	Y <sub>1,2</sub>	0.33	5.95	0.21
	شاخص آزاد سازی مالی	Y <sub>1,3</sub>	0.19	3.41	0.37
	توسعه بخش غیر بانکی	Y <sub>1,4</sub>	0.36	6.53	0.13
	شاخص تشکیل سرمایه ناخالص داخلی	Y <sub>1,5</sub>	0.36	6.59	0.13
	شاخص تشکیل سرمایه ناخالص خارجی	Y <sub>1,6</sub>	0.16	2.86	0.12
	نرخ رشد شاخص اشتغال	Y <sub>1,7</sub>	0.27	4.85	0.27
	شاخص قیمت کل بورس اوراق بهادار	Y <sub>1,8</sub>	0.42	7.66	0.18
	شاخص حجم معاملات بورس اوراق بهادار	Y <sub>1,9</sub>	0.68	13.44	0.46
	نرخ رشد سهم سرمایه گذاری در ایران	Y <sub>1,10</sub>	0.34	6.23	0.12
	ضریب نسبت سپرده های بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی	Y <sub>1,11</sub>	0.44	8.06	0.19
	نسبت ارزش سهام مبادله شده به کل ارزش جاری بازار (عمق مالی)	Y <sub>1,12</sub>	0.28	4.92	0.17
	نرخ تورم (میانگین سطح عمومی قیمت ها)	Y <sub>1,13</sub>	0.50	9.20	0.25
	حجم نقدینگی بخش خصوصی	Y <sub>1,14</sub>	0.46	8.60	0.21
	نسبت مخارج دولت به تولید ناخالص داخلی (GDP)	Y <sub>1,15</sub>	0.59	11.12	0.34

نوع متغیر	نام متغیرهای الگوی پژوهش	نماد متغیرهای الگوی پژوهش	بار عاملی	آماره t	R <sup>2</sup>
وابسته (توسعه بخش پولی)	درصد سرمایه به تولید ناخالص داخلی (GDP)	Y <sub>1,16</sub>	0.45	8.42	0.21
	خلق نقدینگی به تولید ناخالص داخلی (GDP)	Y <sub>1,17</sub>	0.46	8.52	0.21
	نرخ مطالبات سیستم بانکی از بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی (GDP) (نرخ واسطه‌گری مالی)	Y <sub>2,1</sub>	0.43	8.05	0.19
	شاخص حجم اعتبارات بانکیها به بنگاهها	Y <sub>2,2</sub>	0.55	10.49	0.30
	نرخ رشد سهم مطالبات سیستم بانکی از بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی (GDP) (نرخ رشد واسطه‌گری مالی)	Y <sub>2,3</sub>	0.56	10.74	0.31
	نرخ رشد ارزش جاری سهام معامله شده بانکیها در بورس اوراق بهادار	Y <sub>2,4</sub>	0.83	17.22	0.70
	نرخ رشد سهم بازار پول در ایران	Y <sub>2,5</sub>	0.77	15.77	0.60

منبع: یافته‌های پژوهش (محاسبات محقق).

همان‌طور که در جدول شماره (۴)، گزارش شده است ملاحظه می‌شود که کمترین ضریب تعیین (R<sup>2</sup>) در بین متغیرهای تعدیل کننده برای نرخ ارز مقدار آن برابر ۰/۴۰، در بین متغیرهای کنترلی کننده برای شکاف بازارهای مالی مقدار آن برابر ۰/۱۹، در بین متغیرهای وابسته (توسعه بخش مالی) برای شکاف بازارهای مالی برای شاخص تشکیل سرمایه ناخالص خارجی و نرخ رشد سهم سرمایه گذاری در ایران مقدار آن به طوریکسان برابر ۰/۱۲، در بین متغیرهای وابسته (توسعه بخش پولی) برای نرخ واسطه‌گری مالی مقدار آن برابر ۰/۱۹، ثبت شده است. از طرفی با توجه به مقدار آماره آزمون (t-test) آنان همه سوالات معنی‌دار بوده و نیاز به حذف هیچ یک از سوالات نبوده است.

### ۵-۳-۲- تحلیل عاملی تأییدی مرتبه اول متغیرهای مستقل پژوهش (مکنون مستقل)

جدول شماره (۵): شاخص‌های برازش تحلیل عاملی تأییدی مرتبه اول برای عامل (X<sub>i</sub>)

X <sub>3,i</sub>	X <sub>2,i</sub>	X <sub>1,i</sub>	شاخص‌ها
0.000	0.000	0.000	P-value
3.02	2.98	2.88	نسبت خی دو به درجه آزادی (χ <sup>2</sup> /df)
0.073	0.072	0.070	RMSEA
0.067	0.046	0.054	SRMR
0.95	0.95	0.96	CFI
0.96	0.96	0.97	GFI
0.92	0.93	0.93	AGFI
0.93	0.92	0.94	NFI
0.93	0.92	0.94	NNFI

$X_{3,i}$	$X_{2,i}$	$X_{1,i}$	شاخص‌ها
0.95	0.95	0.96	IFI
0.89	0.89	0.91	RFI

منبع: یافته‌های پژوهش (محاسبات محقق).

### بارهای عاملی، آماره آزمون (t-test) و ضرایب تعیین

در جدول شماره (۶)، برآورد پارامترهای استاندارد شده بارهای عاملی و ضرایب تعیین و مقدار آماره آزمون-t (test) ارائه شده است. پارامترهای الگوی پژوهش همگی معنادار بودند ( $p < 0.05$ ) و مقدار قابل توجهی از واریانس را برآورد می‌کنند.

همان‌طور که در جدول شماره (۶)، ملاحظه می‌شود در بین متغیرهای مستقل آمیخته تصمیمات مالی دولت برای تامین مالی دولت و میزان استقراض دولت (داخلی و خارجی) به طور یکسان مقدار آن برابر  $0.14$ ، در بین متغیرهای مستقل آمیخته تصمیمات مالی شرکتها برای تامین مالی شرکتها نیز مقدار آن برابر  $0.14$ ، و در بین متغیرهای مستقل آمیخته تصمیمات مالی خانوارها برای پس انداز (سپرده گذاری) مقدار آن برابر  $0.15$ ، کمترین ضریب تعیین شده است. از طرفی با توجه به مقدار آماره آزمون (t-test) آنان همه سوالات معنی‌دار بوده و نیاز به حذف هیچ یک از سوالات نبوده است.

جدول شماره (۶): بارهای عاملی استاندارد شده، ضریب تعیین و آماره t برای عامل (Xi)

$R^2$	آماره t	بار عاملی	نام متغیرهای الگوی پژوهش	نماد متغیرهای الگوی پژوهش	نوع متغیر
0.32	3.08	0.18	دریافت مالیات	$X_{1,1}$	مستقل (آمیخته تصمیمات مالی دولت)
0.35	11.03	0.59	پرداخت یارانه	$X_{1,2}$	
0.54	14.36	0.74	مخارج دولتی	$X_{1,3}$	
0.36	11.21	0.60	سرمایه گذاری داخلی	$X_{1,4}$	
0.41	12.21	0.64	سرمایه گذاری خارجی	$X_{1,5}$	
0.14	6.56	0.37	تامین مالی دولت	$X_{1,6}$	
0.15	6.79	0.38	پس انداز (سپرده گذاری)	$X_{1,7}$	
0.14	6.58	0.37	میزان استقراض دولت (داخلی و خارجی)	$X_{1,8}$	
0.14	6.77	0.38	تامین مالی شرکتها	$X_{2,1}$	مستقل (آمیخته تصمیمات مالی شرکتها)
0.24	3.55	0.20	تولید و سرمایه‌گذاری داخلی	$X_{2,2}$	
0.16	7.31	0.41	تولید و سرمایه‌گذاری خارجی	$X_{2,3}$	
0.48	13.51	0.69	پرداخت مالیات	$X_{2,4}$	
0.19	7.99	0.44	پرداخت سود سهام	$X_{2,5}$	
0.42	12.49	0.65	ریسک	$X_{2,6}$	

نوع متغیر	نماد متغیرهای الگوی پژوهش	نام متغیرهای الگوی پژوهش	بار عاملی	آماره t	R <sup>2</sup>
مستقل (آمیخته تصمیمات مالی خانوارها)	X <sub>2,7</sub>	بازده	0.70	13.66	0.49
	X <sub>2,8</sub>	عملکرد مالی شرکت	0.49	9.05	0.24
	X <sub>3,1</sub>	تامین مالی خانوارها	0.61	10.96	0.38
	X <sub>3,2</sub>	سرمایه گذاری داخلی	0.61	11.03	0.38
	X <sub>3,3</sub>	سرمایه گذاری خارجی	0.40	6.68	0.16
	X <sub>3,4</sub>	پرداخت مالیات	0.51	8.94	0.26
	X <sub>3,5</sub>	دریافت یارانه	0.49	8.50	0.24
	X <sub>3,6</sub>	دریافت سود سهام از شرکت	0.56	10.07	0.32
	X <sub>3,7</sub>	پس انداز (سپرده گذاری)	0.33	5.66	0.15
	X <sub>3,8</sub>	شاخص تشکیل ثروت خانوارها	0.32	5.46	0.20
X <sub>3,9</sub>	شاخص اعتماد مصرف کننده در بازارهای مالی (CCI)	0.40	6.89	0.16	
X <sub>3,10</sub>	استقراض خانوارها	0.33	5.61	0.17	

منبع: یافته های پژوهش (محاسبات محقق).

### ۵-۳-۳- تحلیل عامل تأییدی مرتبه دوم عامل (Y<sub>i</sub> و X<sub>i</sub>)

به منظور تأیید اینکه آیا مولفه‌های (Y<sub>1,i</sub>) و (Y<sub>2,i</sub>) بیانگر عامل (Y<sub>i</sub>) هستند یا نه، از تحلیل عامل تأییدی مرتبه دوم بهره برده شد. بر اساس این آزمون می‌توان تعیین نمود سهم هر مولفه در تبیین میزان واریانس عامل (Y<sub>i</sub>)، به چه میزان است و آن را بر اساس ضرایب استاندارد شده فرموله کرد. در ادامه در جدول شماره (۷) شاخص‌های برازندگی و شکل بارهای عاملی آن ارائه شده است.

جدول شماره (۷): شاخص‌های برازش تحلیل عامل تأییدی مرتبه دوم عامل (Y<sub>i</sub>)

شاخص‌ها	مقدار Y <sub>i</sub>	مقدار X <sub>i</sub>
P-value	0.00	0.00
نسبت خی دو به درجه آزادی (χ <sup>2</sup> /df)	2.95	2.15
RMSEA	0.071	0.055
SRMR	0.061	0.062
CFI	0.90	0.93
GFI	0.91	0.89
AGFI	0.89	0.87
NFI	0.88	0.87
NNFI	0.83	0.92

مقدار $X_i$	مقدار $Y_i$	شاخص‌ها
0.93	0.90	IFI
0.85	0.80	RFI

منبع: یافته‌های پژوهش (محاسبات محقق).

همانطور که جدول شماره (۷) ملاحظه می‌شود شاخص‌های گزارش شده در تحلیل عاملی مرتبه دوم نشان دهندهٔ برآزش کاملاً مطلوب داده‌های گراوری شده با الگوی مفهومی پژوهش حاضر است (تایید ۵ شاخص).

جدول شماره (۸): ضریب بتا در تحلیل عاملی مرتبه دوم عامل ( $Y_i$ ) و ( $X_i$ )

ردیف	مولفه	ضریب بتا	آماره t
۱	$Y_{1,i}$	0.89	5.49
۲	$Y_{2,i}$	0.38	4.86
۱	$X_{1,i}$	0.66	3.21
۲	$X_{2,i}$	0.69	5.71
۳	$X_{3,i}$	0.65	7.30

منبع: یافته‌های پژوهش (محاسبات محقق).

همانطور که جدول شماره (۸) ملاحظه می‌شود مولفهٔ  $Y_{1,i}$  (۰/۸۹) بار عاملی بیشتری نسبت به مولفهٔ  $Y_{2,i}$  (۰/۳۸) دارد. همچنین، ملاحظه می‌شود ضریب متغیر  $Y_{2,i}$  (۰/۶۹) بار عاملی بیشتری نسبت به مولفه دیگر داشته و در مقابل ضریب متغیر  $Y_{2,i}$  (۰/۶۵) کمترین بار عاملی را دارد.

### ۵-۳-۴- الگوسازی معادلات ساختاری (SEM)

همانطور که اشاره شد بر اساس یافته‌های مرحله پژوهش کیفی و الگوی پارادایمی پژوهش به دست آمده، الگوی فرضی تدوین شده که شامل ۳ عامل کنترلی ( $C_i$ )، و ۳ عامل تعدیل کننده ( $A_i$ )، ۲۶ عامل مستقل ( $X_i$ ) و ۲۲ عامل وابسته ( $Y_i$ ) بود. به طوری که هر مولفه اصلی شامل تعدادی مولفه فرعی است که در بخش قبل به آن اشاره شده است. بر مبنای الگوی پارادایمی مستخرج از تحلیل داده‌های کیفی و عوامل حاصل از تحلیل عاملی مرتبه دوم، الگوی پژوهش طراحی شد و روابط مستقیم و غیر مستقیم بین متغیرها مشخص شد. الگوی پژوهش مفروض با استفاده از تحلیل الگوسازی معادلات ساختاری آزمون شد. برآوردها، اثرات مستقیم و غیر مستقیم هریک از عوامل برهم در الگوی پژوهش در شکل زیر منعکس شده‌اند. بر اساس الگوی پژوهش نیاز به حذف هیچ کدام از مولفه‌ها و زیر مولفه‌ها احساس نشد. همانند بخش قبل شاخص‌های الگوی پژوهش حاکی از تایید کلی الگوی پژوهش بوده است به نحوی که از بین همه شاخص‌ها تعداد ۷ شاخص تاییدکننده الگوی پژوهش هستند. همانطور که می‌دانید برای تایید الگوی پژوهش حداقل نیاز به تایید ۵ شاخص است. البته، تجزیه و تحلیل‌های

انجام شده در این بخش دو دو حالت الگوی پژوهش پایه پژوهش درحالت استاندارد و الگوی پایه پژوهش درحالت اعداد معنی داری می باشد. به طوری که با استفاده از حالت الگوی پایه پژوهش درحالت استاندارد: می توان به میزان شدت ارتباط بین دو متغیر مکنون در الگوی پژوهش پی برد و از روی آن در مورد تاثیر متغیرها بر همدیگر اظهار نظر نمود. با استفاده از حالت الگوی پایه پژوهش درحالت اعداد معنی داری می توان به معنی دار بودن ارتباط بین دو متغیر مکنون در الگوی پژوهش پی برد و از روی آن در مورد رد یا پذیرش سؤال های پژوهش اظهار نظر نمود. در رابطه با معنی داری اعداد، باید گفت از آنجایی که در این پژوهش در سطح اطمینان ۰/۹۵ یا خطای ۰/۰۵ به دنبال آزمون فرضیات هستیم برای آزمون میزان آماره (t-test)، ویلیام گاست اعدادی معنی دار خواهند بود که خارج از بازه (۱/۹۶ - ۱/۹۶-) باشند. به این معنی که اگر در آزمون میزان آماره آزمون (t-test)، ویلیام گاست عددی بین ۱/۹۶+ و ۱/۹۶- باشد بی معنا خواهد بود. شاخص های مورد نظر مربوطه به الگوی پژوهش در جدول شماره (۹) ارائه شده اند.

جدول شماره (۹): شاخص های برازش تحلیل عامل تأییدی مرتبه دوم الگوهای پژوهش

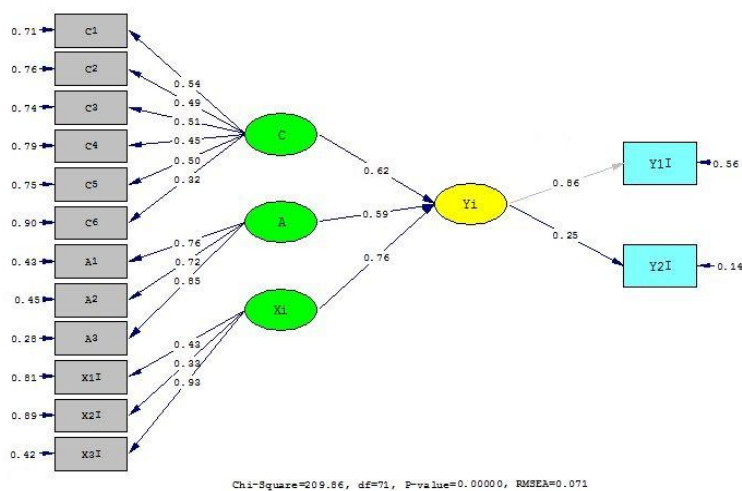
شاخص ها	ملاک			
	الگوی شماره ۱	الگوی شماره ۲	الگوی شماره ۳	الگوی اصلی
P-value	0.00	0.00	0.00	0.00
( $\chi^2/df$ )	2.26	1.89	3.09	2.96
RMSEA	0.057	0.048	0.074	0.071
SRMR	0.054	0.050	0.071	0.059
CFI	0.90	0.92	0.90	0.94
GFI	0.92	0.85	0.90	0.93
AGFI	0.89	0.91	0.91	0.89
PGFI	0.70	0.71	0.68	0.63
NFI	0.84	0.85	0.83	0.91
NNFI	0.89	0.91	0.91	0.92
PNFI	0.72	0.73	0.71	0.71
IFI	0.90	0.92	0.90	0.94
RFI	0.81	0.82	0.80	0.89

منبع: یافته های پژوهش (محاسبات محقق).

بنابراین، با توجه به آزمون های انجام شده تحلیل عامل تأییدی مرتبه اول و دوم الگوهای پژوهش در مرحله قبل که طی جدول (۳) تا (۸) ارائه گردید، در ادامه نمودار مسیر آزمون آماری الگوی پژوهش در شکل شماره (۲) تا شکل شماره (۳) ارائه شده اند.

### آزمون آماری الگوی مفهومی پژوهش

در این قسمت از پژوهش حاضر آزمون آماری مربوط به الگوی مفهومی پژوهش حاضر ارائه می شود.



نمودار شماره (۲): الگوی پایه پژوهش در حالت استاندارد (ضرایب استاندارد الگوی پژوهش)

منبع: یافته‌های پژوهشگران (محاسبه با استفاده از نرم افزار آماری Lisrel)

همانطور که ملاحظه می‌شود در نمودار شماره (۲) نمایش الگوی پایه پژوهش در حالت استاندارد (ضرایب استاندارد الگوی پژوهش) ارائه شده است.

جدول شماره (۱۰): ضرایب و معناداری اثرات الگوی پژوهش

آماره t	استاندارد شده $\beta$	متغیر ملاک (مولفه)	متغیر پیش‌بین (زیرمولفه)
8.89	0.43	$X_{i,j}$	$X_{1,i}$
6.62	0.33		$X_{2,i}$
22.47	0.93		$X_{3,i}$
17.09	0.76	$A_i$	$A_1$
27.34	0.72		$A_2$
20.08	0.85		$A_3$
9.49	0.54	$C_i$	$C_1$
8.63	0.49		$C_2$
8.92	0.51		$C_3$
7.87	0.45		$C_4$
8.72	0.50		$C_5$
5.49	0.32		$C_6$
-	0.86	$Y_i$	$Y_{1,i}$
3.69	0.25		$Y_{2,i}$

منبع: یافته‌های پژوهش (محاسبات محقق).

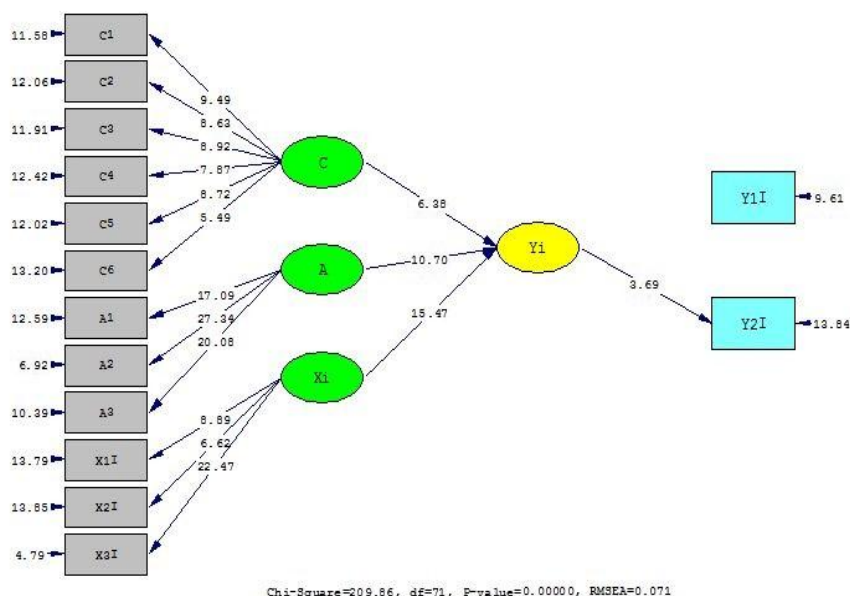


جدول شماره (۱۱): ضرایب و معناداری اثرات الگوی پژوهش

ردیف	روابط علی	$\beta$ استاندارد شده	آماره t
۱	اثر $(X_i)$ بر $(Y_i)$	0.76	15.47
۲	اثر $(C_i)$ بر $(Y_i)$	0.62	6.38
۳	اثر $(A_i)$ بر $(Y_i)$	0.59	10.70

منبع: یافته‌های پژوهش (محاسبات محقق).

همانطور که ملاحظه می‌شود طی جدول شماره (۱۰) تا جدول شماره (۱۱) ضرایب و معناداری اثرات الگوی پژوهش ارزیابی شده است.



نمودار شماره (۳): الگوی پایه پژوهش در حالت معنی داری (ضرایب معناداری الگوی پژوهش)

منبع: یافته‌های پژوهشگران (محاسبه با استفاده از نرم افزار آماری Lisrel)

همانطور که ملاحظه می‌شود در نمودار شماره (۳) نمایش الگوی پایه پژوهش در حالت معنی داری (ضرایب معناداری الگوی پژوهش) ارزیابی شده است.

براین اساس، الگوی پایه تخمینی مربوط به سؤال‌های پژوهش حاضر در حالت اعداد معنی داری، میزان آماره  $t$  آن بر اساس روابط علی تعریف شده بین متغیرها که در الگوی مفهومی پژوهش حاضر به آنها اشاره شده است به ترتیب شامل: (اثر  $X_i$  بر  $Y_i$ )، (اثر  $C_i$  بر  $Y_i$ )، و (اثر  $A_i$  بر  $Y_i$ )، و برابر  $(5,07)$ ،  $(5,68)$ ، و  $(3,08)$  می‌باشد. از

این رو، با توجه که این مقدار در خارج از بازه [۱/۹۶-۱/۹۶] قرار دارد، بنابراین، می‌توان گفت که سؤالهای پژوهش تایید می‌شود. همچنین، با توجه به ضریب استاندارد هم می‌توان گفت که هرکدام از آمیخته‌های تصمیمات مالی دولت، شرکتها و خانوارها به تبعیت از شرایط حاکم بر اقتصاد کشور به طور قابل توجهی بر وضعیت توسعه بازارهای مالی ایران تأثیرگذار می‌باشد و آن مورد تأیید واقع می‌شود. البته این روند تأیید نتایج براساس الگوی پایه پژوهش درحالت استاندارد و الگوی پایه پژوهش درحالت اعداد معنی داری، می‌باشد. به طوری که با استفاده استفاده از این حالت می‌توان به معنی دار بودن ارتباط بین دو متغیر مکنون در الگوی پی برد و از روی آن در مورد رد یا پذیرش سؤال اصلی پژوهش اظهار نظر نمود. بنابراین، براساس نتایج آماری الگویابی معادله ساختاری (SEM) دو بخش (درحالت استاندارد و درحالت اعداد معنی داری)، برای سؤالات پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که فرض (H<sub>1</sub>) مورد تأیید واقع می‌شود. در واقع، می‌توان بیان کرد که هرکدام از آمیخته‌های تصمیمات مالی دولت شرکتها و خانوارها به تبعیت از شرایط حاکم بر وضعیت اقتصاد کشور به طور قابل توجهی بر جریان توسعه بازارهای مالی ایران تأثیرگذار می‌باشد. البته، این نتایج، بیانگر آن است که رسیدن به توسعه مالی نیازمند به توسعه همه جانبه تصمیمات و رفتار کلیه مشارکت کنندگان نظام مالی است. در حقیقت، کارگزاران و سیاست‌گذاران نظام مالی و نظام اقتصادی می‌بایست بسترهای لازم را برای توسعه سهم مشارکت مشخص هر بخش در اقتصاد نظیر دولت، شرکتها و خانوارها و سایر بخش‌های مرتبط را فراهم آورند. به طوریکه سهم هر بخش در ایجاد ارزش افزوده اقدامات و فعالیت‌های نظام مالی مشخص گردد. البته این جریان به نوبه خود می‌تواند مبنای مشخصی برای ایجاد شاخص‌های مطلوب تر و دقیق تر نظام مالی فراهم کند. در جاییکه با بررسی و مقایسه میزان نهاده‌ها (ورودی‌های فعالیت‌های مالی) با ستانده‌ها (خروجی‌های فعالیت‌های مالی) خانوارها و شرکتها به عنوان مشارکت کنندگان خرد نظام مالی و دولت هم به عنوان مشارکت کننده کلان نظام مالی میزان انحراف عملکرد مالی هر بخش نیز شناسایی و به کمک ابزارهای سیاستی معین مالی نیز شکاف عملکرد کاهش و حذف گردد و بسترهای لازم نیز برای توسعه بین بخشی در بازارهای مالی در راستای توسعه مالی بازارهای مالی ایران فراهم شود.

#### ۶- نتیجه‌گیری و بحث

توجه و بررسی یکپارچه و هماهنگ ساختار و ویژگی‌های اساسی یک نظام مالی در چرخه‌های اقتصادی، به همراه مشارکت‌کنندگان آن در دوره‌های زمانی مختلف، باعث می‌شود که مفهوم ثبات مالی و بالطبع آن ثبات اقتصادی تبلور بیشتری پیدا نماید. یکی از مهم‌ترین ابعاد و ویژگی‌های یک نظام مالی مقوله تصمیم‌گیری مناسب و به موقع عاملان و سیاستگذاران در بازارهای مالی است. البته، انجام این امر به نوبه خود نیز تابع آمیخته‌های مناسب تصمیم‌گیری در فرایند اخذ تصمیمات مالی است. در واقع، گستردگی آمیخته‌های تصمیمات مالی نقش بسزایی بر فرایند تصمیم‌گیری در حوزه مالی و اجرای آن در دو سطح مالی خرد و مالی کلان دارد. به طوری که بر پایه آمیخته‌های مالی متنوع می‌توان سهم بیشتری را برای مشارکت همه بخش‌های وسیع جامعه نظیر دولت، شرکتها و خانوارها برای توسعه بازارهای مالی انتظار داشت. به بیان دیگر، می‌توان گفت که آمیخته

تصمیمات مالی مناسب مکمل خوبی برای توسعه 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 توسعه بازارهای مالی ایران بوده است. در این راستا، بعد از مطالعه و مرور مبانی نظری و پیشینه‌ی مرتبط با پژوهش حاضر، الگوی مفهومی پژوهش متناسب با شرایط بازارهای مالی ایران ارائه گردید. سپس برای تبیین و اعتباربخشی الگوی مفهومی اولیه طراحی شده و همچنین سؤال‌های پژوهشی تدوین شده از آزمون‌های آماری استفاده شد. بنابراین، نتایج حاصل از آزمون الگوهای تجربی پژوهش استخراج شده به شرح زیر قابل ذکر است.

نتایج آزمون الگوی تجربی اول پژوهش حاضر نشان داد که آمیخته تصمیمات مالی دولت، به تبعیت از شرایط حاکم بر اقتصاد کشور بر وضعیت توسعه بازار مالی ایران تأثیرگذار است. بر این اساس، روابط به‌دست‌آمده در این بخش از پژوهش حاضر در راستای مبانی نظری موجود و مشابه نتایج پژوهش‌های گذشته است. از اینرو، می‌توان بیان نمودند که هریک از تصمیمات مالی دولت بر وضعیت توسعه بازارهای مالی ایران تأثیرگذار است. در این راستا نتایج حاصل از این بخش پژوهش حاضر با نتایج مطالعات و پژوهش‌های پژوهشگران مختلف نظیر پژوهش‌های میشل (۲۰۰۵)، مصلحی افشاری و جعفری (۱۳۸۸)، سولو (۱۹۵۶)، رومر (۱۹۸۶)، لوکاس (۱۹۸۸)، بارو (۱۹۹۰)، کاپورالیت و همکاران (۲۰۰۸)، سوری و همکاران (۱۳۹۰)، کاسترو (۲۰۰۶)، دمیرجات کانت و هایزینگا (۲۰۰۱)، جانو تتوم و اوت مکاوت (۲۰۰۶)، آرداگنا (۲۰۰۹)، لاپودیس (۲۰۰۹)، آرین و همکاران (۲۰۰۹)، تاها و همکاران (۲۰۰۹)، بایراختر (۲۰۱۴)، صادقی و همکاران (۱۳۹۴)، صندوق بین‌المللی پول (۲۰۰۹)، بانک جهانی (۲۰۱۶)، قابل مقایسه است. زیرا، آنها طی مطالعات و پژوهش‌های مختلف نشان دادند که متغیرهایی همچون مخارج سرمایه‌ای دولت، درآمدهای مالیاتی دولت، درآمد نفتی و استقراض دولت بر توسعه بازار مالی تأثیرگذار می‌باشد. در واقع، در کنار بخش خصوصی، دولت نیز می‌تواند در ایجاد تعادل اقتصادی و دستیابی به رشد سریع بازارهای مالی مطلوب و پایدار نقش به‌سزایی داشته باشد. البته، تحقق این موضوع مستلزم توجه همه جانبه به آمیخته تصمیمات مالی دولت است. در جایی که مخارج سرمایه‌ای دولت می‌تواند بر مقوله تصمیم‌گیری فعالان بازارهای مالی، اعم از سرمایه‌گذاران دولتی، نهادی، سرمایه‌گذاران بالقوه و همچنین، سهامداران انفرادی نقش غیر قابل انکاری داشته باشد. از سوی دیگر، پایداری درآمدهای مالیاتی دولت نیز به نوبه خود موجب گسترش و تنوع فعالیت‌های دولت در جهت نیل به اهداف اقتصادی و بازارهای مالی می‌شود. از اینرو، دولت‌ها با استفاده از ابزار مالیات توانایی تأمین مالی بخشی از هزینه‌های خود را فراهم می‌کنند. همچنین، افزایش درآمد نفتی دولت امکان گسترش فعالیت‌های زیر بنایی اصلی و بهسازی صنایع را در کشور فراهم می‌کند. علاوه بر این، استقراض دولت تأثیر قابل توجهی روی اقتصاد و سرمایه‌گذاری در بخش‌های مختلف دارد. البته، در زمان تصمیم‌گیری در خصوص استقراض و بدهی، دولت به این موضوع توجه کند که استقراض و ایجاد بدهی ملی بیش از حد تولید ناخالص داخلی زیان‌آور است. زیرا، موجب کسری بودجه دولت خواهند شد. از اینرو، برای جلوگیری از چنین وضعیتی تصمیم‌گیری صحیح می‌تواند تا حد قابل ملاحظه‌ای

مفید واقع شود. بنابراین، در مجموع می‌توان بیان کرد که همه این تصمیمات دولت به سهم خود امکان توسعه بازار مالی ایران را فرام می‌کنند.

نتایج آزمون الگوی تجربی دوم پژوهش حاضر نشان داد که آمیخته تصمیمات مالی شرکت‌ها، به تبعیت از شرایط حاکم بر اقتصاد کشور بر وضعیت توسعه بازار مالی ایران تأثیرگذار است. براین اساس، این روابط به دست آمده در این بخش از پژوهش حاضر در راستای مبانی نظری موجود و مشابه نتایج پژوهش‌های گذشته است. از اینرو، می‌توان بیان نمودند که هر یک از تصمیمات مالی شرکت‌ها بر وضعیت توسعه بازارهای مالی ایران تأثیرگذار است. در این راستا نتایج حاصل از این بخش پژوهش حاضر با نتایج مطالعات و پژوهش‌های پژوهشگران مختلف نظیر پژوهش‌های بورژوازی (۱۹۸۰)، شاپیرو (۱۹۸۶)، استاکمن و همکاران (۱۹۸۷)، تیسسی (۱۹۹۱)، استیونس و لیپسی (۱۹۸۳)، گلدبرگ (۱۹۹۳)، اندرسون (۱۹۸۳)، پیترسون و بینش (۱۹۸۳)، کمپا و گلدبرگ (۱۹۹۵)، لیوینگستون و سالامون (۱۹۷۰)، سالترو فورد (۲۰۰۱)، شی (۲۰۰۱)، برنزیتن و همکاران (۲۰۰۸)، میلر و مودیکلیانی (۱۹۵۸، ۱۹۶۱، ۱۹۶۳ و ۱۹۷۷)، ایستون (۲۰۰۹)، گائو و همکاران (۲۰۱۳)، مارکویتس (۱۹۵۲ و ۱۹۵۹)، فاما و مک بٹ (۱۹۷۳)، بانز (۱۹۸۱)، چان و چن (۱۹۹۱)، فاما و مک بٹ (۱۹۷۴)، فاما و فرنچ (۱۹۹۳ و ۱۹۹۸)، کریستوفرنس و گونسالووس (۲۰۰۴)، روبرتز (۲۰۰۶)، مایکل آر. کینگ (۲۰۰۹) و (۲۰۱۰)، مایکل و صوفی (۲۰۰۹)، منیش آروال و استیش (۲۰۰۹)، وانگ و زینگ (۲۰۰۲)، استراوس دیجیاناکیس و همکاران (۲۰۱۳)، بریف و لاولسون (۱۹۹۲)، فلتهم و اولسون (۱۹۵۱)، فرانکل و لی (۱۹۹۸)، فلتهم و اولسون (۱۹۹۹)، دی چو و همکاران (۱۹۹۹)، ژانگ (۲۰۰۰)، آنگ و لیو (۲۰۰۱)، فرنچ و گابریل (۲۰۰۴)، پنمن (۲۰۰۵)، داموداران (۲۰۰۶)، جورگنسن (۲۰۱۱)، باخ و کریستنسن (۲۰۱۳)، جانسن، و مک لینگ (۱۹۷۶)، ماجومپور و چچبر (۲۰۰۱)، راماسوامی (۲۰۰۱)، رازاک و همکاران (۲۰۰۸)، سعیدی و محمودی (۲۰۱۱)، سان و هنگ (۲۰۰۱)، پراتهپ کانت و پان و انتیهیرن (۲۰۱۱)، سلیم و یادوا (۲۰۱۲)، خان (۲۰۱۲)، اسلامی بیدگلی و همکاران (۱۳۸۴)، خانی و همکاران (۱۳۹۳)، قابل مقایسه است. زیرا، آنها طی مطالعات و پژوهش‌های مختلف نشان دادند که متغیرهایی همچون سرمایه‌گذاری، نرخ بازده داخلی، پرداخت مالیات، سیاست‌های پرداخت سود سهام، ریسک و بازده، ارزش‌گذاری سهام، عملکرد مالی شرکتها بر توسعه بازار مالی تأثیرگذار می‌باشد. در این خصوص می‌توان بیان کرد که شرکتها با افزایش سرمایه‌گذاری امکان توسعه فعالیت‌های اقتصادی و تولیدی کسب و کار خود را فراهم می‌کنند، به طوریکه در صورت وجود مدیریت صحیح منابع مالی و مصارف مالی نرخ بازده داخلی و عملکرد مالی شرکت نیز مطلوب خواهند شد. در چنین وضعیتی، نیز به نوبه خود پرداخت مالیات و پرداخت سود سهام به موقع انجام خواهند شد. طبیعی است که در این حالت سرمایه‌گذاران نیز با دیدگاه مثبت وارد بازارهای مالی خواهند شد. چرا که ریسک و بازده فعالیت‌های سرمایه‌گذاری آنها متوازن خواهند شد. بنابراین، در مجموع می‌توان بیان کرد که همه این تصمیمات شرکتها به سهم خود امکان توسعه بازار مالی ایران را فرام می‌کنند.

نتایج آزمون الگوی تجربی سوم پژوهش حاضر نشان داد که آمیخته تصمیمات مالی خانوارها، به تبعیت از شرایط حاکم بر اقتصاد کشور بر وضعیت توسعه بازار مالی ایران تأثیرگذار است. براین اساس، این روابط

به‌دست‌آمده در این بخش از پژوهش حاضر در راستای مبانی نظری موجود بوده و مشابه نتایج پژوهش‌های گذشته است. از اینرو، می‌توان بیان نمودند که هریک از تصمیمات مالی خانوارها بر وضعیت توسعه بازارهای مالی ایران تأثیرگذار است. در این راستا نتایج حاصل از این بخش پژوهش حاضر با نتایج مطالعات و پژوهش‌های پژوهشگران مختلف نظیر پژوهش‌های هرمس ولنسینک (۲۰۰۳)، بلوم استرون و پیرسون (۱۹۸۳)، آتیکن و هریسون (۱۹۹۹)، احمد و مالک (۲۰۰۹)، بریلی و مییرز (۱۹۹۶)، هاربرگر (۱۹۹۶)، فاما و جنسن (۱۹۸۳)، ابرو و بوکیپین (۲۰۱۰)، بیرمن و هاوس (۱۹۸۳)، و ود و رندال (۱۹۸۹)، بلک (۱۹۷۴ و ۱۹۷۶)، فارینها (۲۰۰۳)، ایستربروک (۱۹۸۴)، گرین و همکاران (۱۹۹۳)، هیگینز (۱۹۷۲ و ۱۹۸۱)، ریرا و همکاران (۲۰۰۸)، بیکتی و ژاکمن (۲۰۱۴)، گرایلی و همکاران (۲۰۱۴)، چارلز (۲۰۱۵)، ادوارد باربری (۲۰۱۷)، گولالتی و تیمان (۱۹۹۷)، لانی (۲۰۰۱)، مری و ریوس (۲۰۰۳)، موهان (۲۰۰۶)، آقولی (۲۰۰۹)، پائولو کاسادیو و آنتونیو پارادیسو (۲۰۱۰)، موتنی و آریانی (۱۳۹۲)، رهنمای رود پشته و همکاران (۱۳۹۵)، قابل مقایسه است. زیرا، آنها طی مطالعات و پژوهش‌های مختلف نشان دادند که متغیرهایی همچون تأمین مالی خانوارها از طریق ابزارهای مالی، سرمایه‌گذاری خانوارها، پرداخت مالیات خانوارها، پرداخت‌های انتقالی، دریافت سود سهام توسط خانوارهای دارای سهام عادی، شاخص تشکیل ثروت خانوارها، حجم پس‌انداز خانوارها و شاخص اعتماد مصرف‌کننده بر توسعه بازار مالی تأثیرگذار می‌باشد. در این خصوص می‌توان بیان کرد که خانوارها با پرداخت به موقع مالیات و افزایش مشارکت شان در بازارهای مالی از طریق پس‌انداز و فعالیت‌های اقتصادی مختلف، نقش بسزایی بر عملکرد بازارهای مالی خواهند داشت. البته، لازم است که بازارهای مالی بتوانند اعتماد مصرف‌کننده را نسبت به عملکرد خود فراهم کنند؛ تا خانوارها بتوانند سطح ثروت و سطح مشارکت خود در بازارهای مالی را افزایش بدهند. بنابراین، در مجموع می‌توان بیان کرد که همه این تصمیمات خانوارها به سهم خود امکان توسعه بازار مالی ایران را فرام می‌کنند.

### پیشنهادات پژوهش

با توجه به این‌که نتایج الگوی اول پژوهش حاضر که نشان داد آمیخته تصمیمات مالی دولت، به تبعیت از شرایط حاکم بر اقتصاد کشور بر وضعیت توسعه بازار مالی ایران تأثیرگذار است. بنابراین، در این راستا پیشنهاد می‌شود که دولت با اخذ تصمیمات مالی خود بر اساس آمیخته تصمیمات مالی که در این پژوهش به آن‌ها اشاره شده است، بتواند تأثیر مثبتی بر وضعیت توسعه بازار مالی 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 باعث جهت‌یابی‌های مالی انبساطی و انقباضی دولت تا حد قابل‌ملاحظه گردد؛ که منجر به تثبیت سیاست‌های خرد و کلان در بازارهای مالی گردد.

با توجه به این‌که نتایج الگوی دوم پژوهش حاضر که نشان داد آمیخته تصمیمات مالی شرکت‌ها، به تبعیت از شرایط حاکم بر اقتصاد کشور بر وضعیت توسعه بازار مالی ایران تأثیرگذار است. بنابراین، در این راستا پیشنهاد

می‌شود که با توجه به نقش تعیین‌کننده شرکت‌ها در وضعیت اقتصاد مالی ایران، سیاست‌گذاران و مدیران تصمیم‌گیرنده در بازارهای مالی بتوانند با در نظر گرفتن آمیخته تصمیمات مالی شرکت‌ها در تصمیمات مالی که در بخش مبانی نظری و پیشینه‌ی پژوهش به آنها پرداختیم، 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 قابل‌ملاحظه‌ای جلوگیری کند.

با توجه به این‌که نتایج الگوی سوم پژوهش حاضر که نشان داد آمیخته تصمیمات مالی خانوارها، به تبعیت از شرایط حاکم بر اقتصاد کشور بر وضعیت توسعه بازار مالی ایران تأثیرگذار است. بنابراین، در این راستا پیشنهاد می‌شود که به نقش خانوار به‌عنوان یک طبقه مهم مشارکت‌کننده در بازارهای مالی و همچنین سهم نسبتاً خوب آن‌ها اهمیت داده شود. زیرا همواره در مبانی نظری و پیشینه‌ی پژوهش حوزه اقتصاد مالی، نقش و سهم خانوارها به‌عنوان یک متغیر تأثیرگذار الگوی مالی سنتجی مهم بوده است. علاوه بر 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.

### محدودیت‌های پژوهش

به طور کلی در هر کار علمی وجود دارند که در روند اجرائی پیگیری‌های مربوط به پژوهش موانع و مشکلاتی را برای محقق ایجاد می‌کند. از این رو، مهم‌ترین محدودیت‌های پژوهش حاضر به شرح زیر قابل بیان می‌باشد که عبارتند از:

(۱) از آنجایی که پژوهش حاضر به‌عنوان یک پژوهش پیشرو در زمینه بازارهای مالی برای بررسی میدانی جامع برای طراحی الگوی تصمیمات مالی مشارکت‌کنندگان خرد و کلان نظام مالی در راستای توضیح دهنده‌ی رفتار توسعه بازارهای مالی ایران بوده است، از اینرو، به دلیل بزرگ بودن جامعه و نمونه آماری پژوهش برخی از محدودیت‌ها و موانع در بدست آوردن اطلاعات دولت، شرکتها و خانوارها ایجاد شده که با اتخاذ تمهیداتی این مانع به حداقل ممکن خود رسید.

(۲) عدم دسترسی محقق به پایگاه داده قوی برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات مربوط به متغیرهای پژوهش از دیگر موانع آن پژوهش به شمار می‌آید که با تمهیدات انجام شده این مانع نیز به حداقل ممکن خود رسید. بنابراین می‌توان گفت هر یک از موارد فوق از مهم‌ترین محدودیت‌های این پژوهش به شمار می‌روند.

فهرست منابع

- \* اُسکو نژاد، محمدمهدی، (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 رائی، رضا، (۱۳۹۰). کاربرد تئوری بازی‌ها در ارزیابی سرمایه‌گذاری در سهام. مجله دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره یازدهم، پاییز ۱۳۹۰، صص: ۹۵-۱۲۳.
- \* اشرفی یکتا، خداپرست مشهدی مهدی، سلیمی فر مصطفی، (۱۳۹۳). نقش دولت‌ها در توسعه مالی: مطالعه موردی کشورهای عضو اوپک. فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی. ۱۳۹۳، ۲۲ (۷۰): صص: ۲۰۵-۲۲۲.
- \* پتفت، آرین؛ 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 توسعه یافته و در حال توسعه. تحقیقات مدل‌سازی اقتصادی، تابستان ۱۳۹۰، دوره ۱، شماره ۴، صص: ۱۴۷-۱۶۹.
- \* حساس یگانه، یحیی؛ افخمی، عادل، (۱۳۹۷). مدل‌سازی رفتاری تصمیمات سرمایه‌گذاری فرشتگان کسب و کار (سرمایه‌گذار). دانش سرمایه‌گذاری، ۷(۲۸)، صص: ۳۱۳-۳۳۰.
- \* حیدری، حسن؛ علی نژاد، رقیه، (۱۳۹۴). بررسی تأثیر کارایی دولت و توسعه مالی بر رشد اقتصادی: مشاهداتی از هشت کشور بزرگ اسلامی. نشریه علمی پژوهشی پژوهش‌های اقتصاد و توسعه منطقه‌ای. سال ۲۲، شماره ۹، (۱۳۹۴)، صص: ۱۸۷-۱۶۱.
- \* دورنوش، رودریگر و استانلی، فیشر، (۱۳۷۱). اقتصاد کلان. 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.
- \* 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. فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران، مقاله ۲، دوره ۲۰، شماره ۶۵، زمستان ۱۳۹۴، صص: ۳۷-۶۱.

- \* 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: ۱۰۹-۱۲۲.
- \* عرب‌مازازی، 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 عربانی، 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.
- \* مانی، کامران، پژیوان، جمشید، محمدی، تیمور، (۱۳۹۰). بررسی تاثیر مالیات بر رابطه بازارهای مالی و رشد اقتصادی. فصلنامه پژوهش‌نامه اقتصادی، مقاله ۱، دوره ۱۱، شماره ۴۲ - شماره پیاپی ۳، پاییز ۱۳۹۰، صص: ۱۳-۳۷.
- \* 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.
- \* 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، تحقیقات، و فناوری، دانشگاه اصفهان، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، ۱۳۹۰، کارشناسی ارشد، ایران.
- \* نانفروش، مهدی، دیزجی، منیره، (۱۳۹۵). تاثیر اندازه دولت و بازبودن تجاری بر توسعه مالی کشورهای منتخب جهان. اقتصاد کاربردی، ۶ (پاییز و زمستان ۱۳۹۵)، صص: ۶۵-۷۶.



\* 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: ۵۵-۴۹.

- \* Abu-Bader, S. & A. S. Abu-Qarn ., (2008), "Financial Development and Economic Growth: The Egyptian Experience", Journal of Policy Modeling, Vol. 30, Issue 5, September–October, PP. 887–898, Access by [www.sciencedirect.com](http://www.sciencedirect.com).
- \* Almeida, H., and Campello, M., (2007), Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment, Review of Financial Studies, Vol. 20, PP:1429–1460.
- \* Antzoulatos, A.; Koufopoulos, K.; Lambrinouidakis, C.; Tsiritakis E. 2016. "Supply of Capital and Capital Structure: The Role of Financial Development", Journal of Corporate Finance 38, 166-195.
- \* 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.
- \* 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.
- \* Beck, Thorsten; Demirguc-Kunt, Ash; Levine, Ross. (2000). "A new database on the structure and development of the financial sector (English)". The World Bank economic review. Vol. 14, no. 3 (September 2000), pp. 597-605. <http://documents.worldbank.org/curated/en/418781468337873943/A-new-database-on-the-structure-and-development-of-the-financial-sector>.
- \* Bengs, C. and H. Loikkanen, (1991), The Finnish housing market: Structure, institutions and policy issues, in: B.
- \* Calderon, C. & L. Liu., (2003), "The Direction of Causality between Financial Development and Economic Growth", Journal of Development Economics, Vol. 72, PP. 321–34.
- \* 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.
- \* Deaton, A. and J. Mullbauer (1980), "An Almost Ideal Demand System", American Journal of Economic Review, No. 70, PP:312-326.
- \* Deidda, L., (2006), Interaction Between Economic and Financial Development. Journal of Monetary Economics, Volume 53, Issue 2, March 2006, PP: 233-248
- \* 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., (1978). The effects of a firm's investment and financing decisions on the welfare of its security holders. American Economic Review, 68, 272-284.
- \* Foucault, T., Gehrig T., (2008). Stock Price Informativeness, Cross-Listings, and Investment Decisions. Journal of Financial Economics, 88, 146-168.
- \* 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>.
- \* Girma, S. & A. Shortland, A., (2004), "The Political Economy of Financial Development", Working Paper, No.04/21.
- \* Girma, S., & Shortland, A. (2007). The political economy of financial development. Oxford Economic Papers, 60, 567–596. CrossRefGoogle Scholar.

- \* Goldsmith, R.W. (1969). *Financial Structure and Development*. New Haven, CT: Yale University Press.
- \* 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.
- \* Hubbard, R.G. (1997), *Money, the Financial System, and the Economy*, Second Edition, Addison Wesley Longman, Inc.
- \* Koskela, E. and M. Virén, (1991), Inflation, capital markets and household saving in Nordic countries, Paper presented at the International Conference on 'Saving behaviour: Theory, international evidence and policy implications', Helsinki, Aug.
- \* Koskela, Erkki., Loikkanen, Heikki A., Virén, Matti E. E., (1992). House prices, household saving and financial market liberalization in Finland. *European Economic Review*, Volume 36, Issues 2-3, April 1992, PP: 549-558.
- \* Krejcie, R.V., & Morgan, D.W. (1970). Determining sample size for research activities. *Educational and Psychological Measurement*, 30, PP: 607-610.
- \* Laretta, 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.
- \* Loikkanen, H., (1991), Tenure choice and housing demand: Evidence from Finland, in: J. Conijn, F. Dieleman, P.
- \* 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.
- \* McKinnon, R. I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington, DC.
- \* McKinnon, Ronald I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*, Washington, DC: The Brookings Institution.
- \* Michiels, Anneleen and Molly, Vincent., (2017). *Financing Decisions in Family Businesses: A Review and Suggestions for Developing the Field*. *Family Business Review*, 2017, Vol.30(4), PP: 369-399.
- \* 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 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.
- \* Myers, Stewart C. (1984). "The Capital Structure Puzzle." *Journal of Finance*. July, 39:3, pp. 575-92.
- \* Myers, Stewart C. and Nicholas S. Majluf. (1984). "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have." *Journal of Financial Economics*. 13:2, pp. 187-221.
- \* 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.
- \* 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.2018.08.016>
- \* Raia, D., Lin, C-W., (2019). The influence of implicit self-theories on consumer financial decision making. *Journal of Business Research*, Vol 95, February 2019, PP: 316-325. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.08.016>.
- \* Robinson, J., (1952), *In the Rate of Interest and, Other Essays*, London: Macmillan.
- \* Salo, S., (1990), *Theoretical 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)*.
- \* Schumpeter, J.a. (1911), *Theory Economic Development*, Translated by Redvers opie, Cambridge, Harvard University Press, 1934.
- \* Shaw, Edward (1973). *Financial Deepening in Economic Development* (New York: Oxford University Press).
- \* Shaw, R. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, New York.
- \* 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.
- \* Sun, J.; Ding, L.; Guo, J.; Li, Y. 2015. "Ownership, Capital Structure and Financing Decision: Evidence from the UK", *The British Accounting Review*. <http://dx.doi.org/10.1016/j.bar.2015.04.001>
- \* Suoniemi, I., (1991), *On the determination of housing production and house prices in the Finnish housing markets*, Labour Institute for Economic Research (in Finnish).
- \* Thoma, M. (2009), *Lin Roundtable: Small Banks Need Help*. Free Exchange, Economist.com blogs. Available: [http://www.economist.com/blogs/freeexchange/lin\\_roundtable](http://www.economist.com/blogs/freeexchange/lin_roundtable).
- \* 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.

- \* 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.
- Zhou, R., & Pham, M. T. (2004). Promotion and prevention across mental accounts: When financial products dictate consumers and investment goals. Journal of Consumer Research, 31, 125-135. <https://doi.org/10.1086/383429>

## یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> Acumen
- <sup>2</sup> Raia, D., Lin, C-W., (2019).
- <sup>3</sup> National Foundation for Credit Counseling (2018).
- <sup>4</sup> Kwon & Lee (2009)
- <sup>5</sup> Zhou & Pham (2004)
- <sup>6</sup> Stiglitz., (1994).
- <sup>7</sup> Modigliani and Miller (1958)
- <sup>8</sup> Fama, (1978)
- <sup>9</sup> Myers, (1984)
- <sup>10</sup> Myers & Majluf
- <sup>11</sup> Michiels,A., and Molly, V., (2017).
- <sup>12</sup> Hicks, J.,(1969).
- <sup>13</sup> Hubbard., (1997).
- <sup>14</sup> Gurley & Shaw., (1955).
- <sup>15</sup> Robinson, J.,(1952)
- <sup>16</sup> Lucas, R., (1998).
- <sup>17</sup> Vidhan & et.al., (2001).
- <sup>18</sup> Almeida and Campello., (2007).
- <sup>19</sup> Foucault & Gehrig., (2008).
- <sup>20</sup> Butler,A. and et al., (2011).
- <sup>21</sup> Odhiambo.,(2006).
- <sup>22</sup> Moshabesha., (2011).
- <sup>23</sup> Michiels, A and Molly, V., (2017).
- <sup>24</sup> The World Economic Forum (WEF)
- <sup>25</sup> International Monetary Fund (MIF)
- <sup>26</sup> Thoma., (2009).
- <sup>27</sup> Calderon, C. & L. Liu (2003),
- <sup>28</sup> Abu-Bader, S. & A. S. Abu-Qarn (2008),
- <sup>29</sup> Liang, Q. & J. Zh. Teng (2006),
- <sup>30</sup> Beck, Thorsten, Asl Demirguc-Kunt & Ross Levine (2000),
- <sup>31</sup> The Mixed Financial Decisions (MFD)
- <sup>32</sup> Mac Kinnon(1973)
- <sup>33</sup> Shaw(1973)
- <sup>34</sup> Girma, S. & A. Shortland (2004)
- <sup>35</sup> Sun, J.; Ding, L.; Guo, J.; Li, Y. (2015)
- <sup>36</sup> Antzoulatos, et al.(2016)
- <sup>37</sup> Suoniemi,L., (1991).
- <sup>38</sup> Loikkanen, H., (1991).
- <sup>39</sup> Schumpeter, J.a. (1911).
- <sup>40</sup> Goldsmith,R.W., (1969).
- <sup>41</sup> Mckinnon, Shaw., (1973).
- <sup>42</sup> Miniskian

- 
- <sup>43</sup> Ott, M. and Tatom, J., (2006).  
<sup>44</sup> Deidda., (2006).  
<sup>45</sup> Baltagi et al., (2008).  
<sup>46</sup> Nihal Bayraktar., (2014).  
<sup>47</sup> Ganić, and et al., (2016).  
<sup>48</sup> . The capital asset pricing model (CAPM)  
<sup>49</sup> . Interpretive Structural Modelling (ISM)  
<sup>50</sup> . WWW.irandoc.ac.ir  
<sup>51</sup> . WWW.rdis.ir  
<sup>52</sup> Kolmogorov-Smirnov Z  
<sup>53</sup> Asymp. Sig. (2-tailed)  
<sup>54</sup> . Convergent  
<sup>55</sup> . Discriminant validity  
<sup>56</sup> . Structural Equation Model (SEM)  
<sup>57</sup> . Diagonally Weighted Least Squares