

## ارتباط بین ویژگی‌های شرکت و توسعه مالی با تأکید بر عدم اطمینان سیاست اقتصادی

ساینا اصغریان و بجویه

کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی علم و فن آوری شمس، تبریز، ایران. (نویسنده مسئول).

Saina.asghariyan76@gmail.com

دکتر محمدرضا عباسی استمال

استادیار گروه حسابداری، واحد ورزقان، دانشگاه آزاد اسلامی، ورزقان، ایران.

Reza\_Abbasi28@yahoo.com

### چکیده

هدف پژوهش حاضر، تعیین ارتباط بین ویژگی‌های شرکت و توسعه مالی با تأکید بر عدم اطمینان سیاست اقتصادی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش توسعه مالی با استفاده از مدل گاپتا و همکاران (۲۰۱۱) اندازه‌گیری شده است. ویژگی‌های شرکت شامل اندازه شرکت، سن شرکت، رشد شرکت، اهرم مالی و سودآوری شرکت می‌باشد. عدم اطمینان سیاست اقتصادی نیز با استفاده از مدل جارامیلو و سانکاک (۲۰۰۷) مورد سنجش قرار گرفت. پژوهش حاضر از لحاظ هدف کاربردی و از بعد روش‌شناسی از نوع علی پس از وقوع می‌باشد. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند که با روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک ۱۳۰ شرکت در نمونه آماری این پژوهش قرار گرفته‌اند. دوره زمانی پژوهش سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۹ است. برای آزمون فرضیه‌های صورت‌بندی شده از تجزیه و تحلیل رگرسیون استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد، ویژگی‌های اندازه، سن، رشد و سودآوری با توسعه مالی ارتباط مثبت (مستقیم) و ریسک مالی ارتباط منفی (معکوس) دارد. در حالی که عدم قطعیت سیاست اقتصادی تأثیر معناداری بر ارتباط بین ویژگی‌های شرکت و توسعه مالی ندارد.

**واژگان کلیدی:** ویژگی‌های شرکت، توسعه مالی، عدم اطمینان سیاست اقتصادی.

### مقدمه

ویژگی‌های شرکت نشان دهنده ساختار عملکرد شرکت هستند. ادبیات حسابداری و مالی از متغیرهای مختلفی برای ویژگی‌های شرکت استفاده کرده‌اند از جمله آن‌ها می‌توان به میزان دارایی‌های شرکت، میزان فروش شرکت، تعداد کارکنان شرکت و ارزش بازار شرکت اشاره کرد. میزان دارایی‌های شرکت به عنوان شاخص اندازه‌ی شرکت مورد استفاده قرار می‌گیرد، بر اساس استانداردهای پذیرفته شده حسابداری ارزش‌گذاری دارایی‌ها به روش‌های گوناگون امکان‌پذیر است، مانند روش ارزش جایگزینی، ارزش متعارف، بهای تمام شده‌ی تاریخی و ... بدیهی است که استفاده از هر روش دارای محاسن و معایب خاص می‌باشد. لذا باید به دنبال روشی باشیم که دارای بیشترین امتیاز و کمترین مشکل باشد، استا و مارتین در تحقیقات خود ارزش دفتری مجموع دارایی‌های شرکت را به‌عنوان شاخص اندازه شرکت بکار برده‌اند. به لحاظ این که رقم فروش مربوط به هر دوره از درجه‌ی مربوط بودن بالایی در همان دوره برخوردار است و درجه عینیت آن بالا است، لذا استفاده از شاخص میزان فروش شرکت می‌تواند مؤثر واقع شود. از طرفی با توجه به اینکه متغیرهای ساختاری (رسمیت، تمرکز و پیچیدگی) ابزاری برای سنجش کنترل و هماهنگی افراد بشمار می‌آیند، تعداد کارکنان هر

سازمان می‌تواند به عنوان شاخص مهم‌تر از سایر شاخص‌ها با تعیین اندازه مرتبط شود. ارزش بازار سهام شرکت از ضرب تعداد سهام شرکت به قیمت بازار هر سهم آن شرکت محاسبه می‌گردد. فاما و فرنچ، (۱۹۹۲)، جانسون، جنسن و مرسر (۱۹۹۷)، ارزش کل بازار شرکت را به‌عنوان شاخص اندازه بکار گرفتند.

اهرم مالی یکی دیگر از معیارهای مرتبط با ویژگی‌های شرکت می‌باشد که نشان می‌دهد چه مقدار از دارایی‌ها را بدهی تشکیل داده است. اهرم مالی نشان دهنده ریسک مالی شرکت‌ها نیز می‌باشد. همچنین سودآوری و عملکرد شرکت‌ها بستگی به میزان ریسک مالی دارد. از این‌رو هرچه شرکت‌ها سودآور باشند به میزان توجه اشخاص و گروه‌های سرمایه‌گذاری به این گروه افزوده می‌شود.

از طرفی، امروزه یکی از گسترده‌ترین بخش‌های در حال رشد، در اقتصادهای توسعه یافته و در حال توسعه بخش مالی است، آن‌چنان که توسعه انواع مختلف فعالیت‌های اقتصادی نیازمند دسترسی به خدمات مالی هستند؛ لذا اهمیت توسعه بازارهای مالی در رشد اقتصادی از مباحث کلیدی می‌باشد. در بخش مالی، وجوه، اعتبارها و سرمایه در چارچوب قوانین و مقررات، از طرف صاحبان پول و سرمایه به طرف متقاضیان، جریان می‌یابد. به عبارتی توسعه مالی از طریق ایجاد و گسترش ابزارها شامل سهام، اوراق قرضه و سپرده‌های دیداری و بازارهای مالی شامل بانک‌ها، بازار سرمایه و بازار بیمه به فرایند سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی کمک می‌کند. در واقع بازارها و نهادهای مالی به منظور کاستن از هزینه‌های اطلاعاتی و معاملاتی به وجود آمده‌اند. به‌طور کلی اقتصاددانان معتقدند با نادیده گرفتن رابطه بخش مالی و رشد اقتصادی، درک فرایند رشد و توسعه اقتصادی ناقص است (دژپسند و بخارایی، ۱۳۹۵). تاریخچه توسعه مالی به زمانی بر می‌گردد که شومپتر (۱۹۱۱) بر اهمیت نقش پول و اعتبار در فرایند توسعه اقتصادی اشاره کرد و توسعه مالی را برای رشد اقتصادی ضروری دانست. پس از آن تاکنون توسعه مالی بخش مهمی از مباحث اقتصادی را به خود اختصاص داده است (پیرائی و بلیخ، ۱۳۹۴).

یکی از ویژگی‌های بارز در هر محیط اقتصادی، عدم اطمینان محیطی می‌باشد و تصمیمات درست و عقلایی بر مبنای اطلاعاتی گرفته می‌شود که ریسک و شرایط اطمینان را تشریح کند و یا حداقل به شناخت آن کمک نماید و در واقع آنچه که در محیط واقعی امروزی ما وجود دارد این است که ما شاید فقط در خلاء یک محیط با اطمینان کامل داشته باشیم و محیط پیرامون ما یک محیط همراه با عدم اطمینان است؛ بنابراین نا اطمینانی فضایی است که تصمیم فعالان اقتصادی اعم از خانوارها، بنگاه‌ها و بخش دولتی در زمینه‌های مختلف با عدم اطمینان همراه است. در دسترس نبودن اطلاعات، معمول‌ترین عامل برای عدم اطمینان است. همچنین یک خبر ممکن است پیچیده بوده و گزارش‌ها و تحلیل‌های سرمایه‌گذاری برای کشف ماجرا نیازمند زمان باشد. چنین اخباری، نوعی عدم اطمینان در سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه ایجاد می‌کند (جیو و چویی، ۲۰۰۱). در بیان مفهوم نا اطمینانی می‌توان گفت وضعیتی که وقایع آینده و یا احتمال رخ دادن آن‌ها پیش بینی شده نباشد. عدم اطمینان وجود دارد که یا اتفاقات آینده مشخص و معلوم نباشد و یا با وجود مشخص بودن اتفاقات آینده احتمال آن‌ها قابل پیش‌بینی نیست. به بیان دیگر علت اصلی نا اطمینانی فقدان دانش پیش‌بینی است (پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۸۷). در حقیقت عدم اطمینان به حالتی گفته می‌شود که در آن دانش افراد محدود است و توضیح کامل حالت و یا نتیجه‌ای که به دست آمده و یا می‌آید ممکن نیست. بر این اساس نا اطمینانی در اقتصاد کلان را می‌توان به عدم توانایی کارگزاران در پیش‌بینی دقیق نتایج تصمیمات خود تعبیر کرد (جعفری صمیمی و اعظمی، ۱۳۹۱). عدم اطمینان در اقتصاد کلان معمولاً در مواردی نظیر نرخ تورم، بهره، ارز، رشد اقتصادی، رابطه مبادله و ارزش سهام قابل بررسی است (جعفری و همکاران، ۱۳۹۴).

با توجه به شرایط محیط اقتصادی و اطلاعاتی ایران طی سال‌های اخیر با چالش‌های فراوانی از جمله تحریم و تورم شدید همراه بوده است که اقتصاد همراه با بحران و محدود شده‌ای را طی می‌کند، لذا با توجه به وجود عدم اطمینان سیاست اقتصادی و ویژگی‌های خاص شرکت‌ها، بحث توسعه اقتصادی و مالی در شرکت‌ها با اما و اگرهایی همراه است. لذا در ادامه‌ی تحقیقات قبلی و کمک به شرکت‌ها در جهت همراستا کردن اهداف با بحث کلان اقتصادی با پاسخ به سئوالات زیر بتواند به ذینفعان شرکت‌ها در جهت اتخاذ تصمیمات اقتصادی یاری رساند. لذا سئوالات اصلی پژوهش عبارتند از:

چه ارتباطی بین ویژگی‌های شرکت و توسعه مالی وجود دارد؟  
تأثیر عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر رابطه‌ی بین ویژگی‌های شرکت و توسعه مالی چگونه است؟

### پیشینه تجربی پژوهش

سودشنا قوش (۲۰۲۱)، در بررسی تاثیر عدم اطمینان اقتصادی و استرس مالی بر اعتماد مصرف کننده در ژاپن به این نتیجه رسیدند که افزایش عدم اطمینان سیاست اقتصادی بیشتر از کاهش عدم تقارن اقتصادی بر اعتماد مصرف کننده می باشد.

سو یون چوی (۲۰۱۹)، در تحقیق خود با عنوان عدم اطمینان اقتصادی و پیش‌بینی سودهای مدیریتی به بررسی موارد فوق پرداختند و به این نتیجه دست یافت که در صورت عدم اطمینان اقتصادی، پیش‌بینی سود امکان‌پذیر نمی شود. کاپولوپو (۲۰۱۸)، در تحقیقی به بررسی تأثیر توسعه مالی بر سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی در کشور ایتالیا طی دوره زمانی ۱۹۶۵ تا ۲۰۰۹ با استفاده از روش تخمین  $SLS_2$  پرداخته است. نتیجه تحقیق وی نشان داد که توسعه مالی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر سرمایه‌گذاری در این کشور دارد.

لرس کولواوات (۲۰۱۸)، در تحقیقی به تخمین اثر محدودیت مالی و توسعه مالی بر سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها در کشور تایلند پرداخته است. وی برای تخمین مدل سرمایه‌گذاری از داده‌های فصلی دوره زمانی ۱۹۹۹ تا ۲۰۱۵ و روش گشتاورهای تعمیم‌یافته استفاده نموده است. نتایج تحقیق نشان داد که محدودیت مالی بنگاه‌ها اثر معنی‌داری بر سرمایه‌گذاری‌شان داشته و توسعه مالی اثر محدودیت مالی بر سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها را تضعیف نموده است.

خان و همکاران (۲۰۱۸)، در مطالعه‌ای به بررسی نقش توسعه مالی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌های چینی در طی دوره زمانی ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۵ پرداخته‌اند. ایشان برای این منظور از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته سیستمی استفاده نموده و به این نتیجه دست یافتند که توسعه مالی توانسته با برطرف نمودن محدودیت مالی شرکت‌ها و مشکل نمایندگی، بر سرمایه‌گذاری این شرکت‌ها تأثیر مثبتی بگذارد. همچنین ایشان به این نتیجه رسیدند که توسعه مالی بر جریان محدود مالی و ساز و کارهای کنترلی ضعیف غلبه نموده و باعث گردیده که شرکت‌ها به سمت سرمایه‌گذاری بهینه حرکت نمایند.

مویا میری و او دهیامبو (۲۰۱۸)، در تحقیقی به بررسی اثر توسعه مالی بر سرمایه‌گذاری در آفریقای جنوبی طی دوره ۱۹۷۶ تا ۲۰۱۴ پرداخته و به این نتیجه دست یافتند که سرمایه‌گذاری تأثیر مثبتی از توسعه مالی می‌پذیرد.

رو و همکاران (۲۰۱۷)، با استفاده از داده‌های بنگاه‌های کره‌ای طی دوره زمانی ۱۹۹۴ تا ۲۰۱۱ و تخمین مدل سرمایه‌گذاری به بررسی تأثیر توسعه مالی بر سرمایه‌گذاری در کشور کره پرداخت. نتایج تحقیق ایشان نشان داد که توسعه مالی با کاهش محدودیت مالی بنگاه‌ها، تأثیر مثبتی بر سرمایه‌گذاری آن‌ها داشته و این تأثیر از اندازه بنگاه و نوع

صنعتی که بنگاه در آن فعالیت می‌کند متأثر می‌گردد. همچنین بحران مالی اثر مثبت توسعه مالی بر سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها را کاهش می‌دهد.

یل و همکاران (۲۰۱۷)، در پژوهشی به بررسی تاثیر عدم اطمینان اقتصادی بر بازده سهام پرداختند. نتایج پژوهش آنها حاکی از این بود که عدم اطمینان اقتصادی تاثیر مثبت و معناداری بر عدم قطعیت سود و تاثیر منفی و معناداری بر بازده سهام دارد (سالم دزفولی و همکاران، ۱۳۹۸).

(چوی ۲۰۱۰)، با بررسی ۷۶۳۴۱ مورد اعلام سود شرکت‌ها در بین سال‌های ۱۹۷۰ تا ۲۰۰۷ نشان داد که نوسان عدم اطمینان بازار، باعث تغییر در واکنش قیمت سهام به سود غیرمنتظره شرکت می‌شود. نتایج تحقیق حاکی از این است که در زمانی که سرمایه‌گذاران در خصوص وقوع رونق اقتصادی با عدم اطمینان روبرو هستند؛ اخبار بد پیش‌بینی سود تأثیرات شدیدتری در کاهش قیمت سهام دارد. این امر از آنجا ناشی می‌شود که اخبار بد، عدم اطمینان سرمایه‌گذاران در خصوص تغییر وضعیت اقتصادی آتی را افزایش می‌دهد. همچنین، زمانی که سرمایه‌گذاران در طول دوره‌های رکود تجاری با عدم اطمینان مواجه هستند؛ اخبار خوب، باعث افزایش کمتر قیمت سهام می‌شود.

پیغمبری و همکاران (۱۴۰۰)، در پژوهشی با عنوان توسعه مالی، محدودیت‌های مالی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به این نتیجه رسیدند که توسعه مالی بر نسبت سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تاثیر معنادار و مستقیمی دارد و همچنین محدودیت‌های مالی بر نسبت سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تاثیر معنادار و معکوسی دارد.

حمیدیان و همکاران (۱۳۹۹)، در بررسی واکنش سرمایه‌گذاران به سود غیرمنتظره در شرایط عدم اطمینان بازار به این نتیجه دست یافتند زمانی که عدم اطمینان بالایی در بازار وجود دارد (نسبت به عدم اطمینان پایین)، واکنش سرمایه‌گذاران به اعلام سود سالانه شرکت‌ها بیشتر است. در شرایط عدم اطمینان بالا، سرمایه‌گذاران نسبت به اخبار بد سود (زیان غیرمنتظره) واکنش بیشتری از خود نشان می‌دهند که این واکنش با رویکرد محافظه‌کاری همخوانی دارد.

متین فرد و همکاران (۱۳۹۹)، در بررسی تاثیر عدم اطمینان اقتصادی بر اجتناب مالیاتی به این نتیجه دست یافتند که عدم اطمینان اقتصادی بر مبنای شاخص‌های اندازه‌گیری تورم، شاخص بازده بازار سهام و نرخ تولید ناخالص داخلی، بر اجتناب مالیاتی تاثیر مثبت و معناداری دارد.

رضایی و همکاران (۱۳۹۸)، در بررسی نااطمینانی اقتصادی و تصمیمات وام‌دهی بانک‌ها به این نتیجه رسیدند که متغیر نااطمینانی اقتصادی تاثیر مثبت و معناداری بر ریسک اعتباری بانک‌ها داشته است. همچنین نااطمینانی اقتصادی تاثیر مثبت بر عملکرد بانک‌ها دارد و در نهایت هیچگونه ارتباط معناداری بین نااطمینانی اقتصادی با میزان وام‌دهی بانک‌ها یافت نشد.

صالحی و همکاران (۱۳۹۸)، در بررسی تاثیر عدم اطمینان اقتصادی بر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و مدیریت سود واقعی به این نتیجه دست یافتند که معیارهای عدم اطمینان اقتصادی (رشد تولید ناخالص ملی، نرخ تورم، نرخ ارز و نرخ بهره) تاثیر مثبت و معناداری بر مدیریت سود واقعی (هزینه اختیاری غیرعادی، هزینه تولید غیر عادی و جریان‌های نقدی عملیاتی غیرعادی) دارد.

عبدی و همکاران (۱۳۹۷)، در پژوهشی نشان دادند که شرکت‌های مورد بررسی در زمینه سرمایه‌گذاری مواجه با محدودیت مالی بوده و توسعه مالی با کاهش محدودیت مالی شرکت‌ها بر سرمایه‌گذاری آنها تاثیر مثبت دارد. علاوه بر این، نتایج تحقیق نشان داد که تاثیر مثبت توسعه مالی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌های بزرگ، بیشتر از شرکت‌های کوچک بوده و در دوره رونق، محدودیت مالی شرکت‌ها کاهش می‌یابد و توسعه مالی اثر مثبت دوره رونق اقتصادی بر کاهش محدودیت مالی شرکت‌ها را افزایش می‌دهد.

نظری (۱۳۹۵)، در مطالعه‌ای به بررسی نقش توسعه مالی بر سرمایه گذاری بخش خصوصی در ایران پرداخته است، با استفاده از داده‌های دوره زمانی ۱۳۵۷ تا ۱۳۹۱ و مدل خود رگرسیونی با وقفه های توزیعی به این نتیجه دست یافت که توسعه مالی تأثیر مثبت و معناداری بر سرمایه گذاری خصوصی در ایران گذاشته است.

شاه بیکی و همکاران (۱۳۹۵)، در پژوهشی به بررسی تاثیر ویژگی های شرکت بر کیفیت حاکمیت شرکتی پرداختند و به این نتیجه دست یافتند که بین ویژگی های شرکت (اندازه شرکت، اهرم مالی و سودآوری آتی) و حاکمیت شرکتی رابطه معناداری را مشاهده کردند. اما بین فرصت های سرمایه گذاری و حاکمیت شرکتی رابطه معناداری یافت نشد.

بشارت (۱۳۹۳)، در مطالعه‌ای به بررسی رابطه علی بین توسعه مالی و سرمایه گذاری در بخش کشاورزی ایران طی دوره زمانی ۱۳۵۰ تا ۱۳۹۰ پرداخته است. وی با استفاده از آزمون علیت گرنجر و روش خود رگرسیونی با وقفه های توزیعی محدود به این نتیجه دست یافت که یک رابطه علی دو طرفه بین توسعه مالی و سرمایه گذاری در بخش کشاورزی ایران وجود داشته و توسعه مالی در کوتاه مدت و بلندمدت بر سرمایه گذاری در این بخش تاثیر گذار است.

احمدپور و همکاران (۱۳۹۳)، در بررسی تاثیر ویژگی های شرکت بر ریسک سقوط قیمت سهام به این نتیجه دست یافتند که متغیرهای بازده دارایی، اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و نسبت کیو تو بین رابطه منفی و معناداری با ریسک سقوط قیمت سهام دارد. اما اهرم مالی و بازده حقوق صاحبان سهام و اهرم مالی رابطه معناداری با ریسک سقوط قیمت سهام ندارند.

فرزین وش و عزیزمحمدلو (۱۳۹۱)، در مطالعه‌ای به بررسی ارتباط بین توسعه مالی و سرمایه گذاری خصوصی در اقتصاد ایران با استفاده از مدل خود رگرسیون برداری و داده های دوره زمانی ۱۳۵۰ تا ۱۳۸۵ پرداخته اند. نتایج تحقیق نشان می دهد که ارتباط معنی دار آماری بین توسعه مالی و سرمایه گذاری بخش خصوصی در بلند مدت وجود داشته ولی در کوتاه مدت این ارتباط وجود ندارد.

### روش شناسی پژوهش

این پژوهش به دنبال یافتن ارتباط بین ویژگی های شرکت و توسعه مالی با تأکید بر عدم اطمینان سیاست اقتصادی در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی می باشد. بنابراین، این پژوهش بدنبال اینکه نتایج آن می تواند در تدوین قوانین و مقررات بورس و استانداردهای حسابداری و استانداردهای حسابرسی، مورد استفاده سرمایه گذاران و ... قرار گیرد، لذا از نوع تحقیقات کاربردی می باشد و از طرفی به دنبال یافتن ارتباط چند متغیر می باشد که از نوع علی و روش شناسی آن از نوع پس رویدادی می باشد، بدین معنی که پژوهش بر اساس اطلاعات گذشته انجام شده است. اطلاعات و داده های مورد نیاز این پژوهش از دو روش جمع آوری شده اند؛ ابتدا برخی اطلاعات مربوط به مباحث تئوریک پژوهش بوده که به روش کتابخانه ای از طریق منابع و مآخذ در قالب کتب، مجلات و نشریات تخصصی و پایان نامه ها، گردآوری شده است. سپس اطلاعات و داده های مورد نیاز جهت تحلیل رابطه بین داده ها عمدتاً از نرم افزار اطلاعاتی ره آورد نوین و منابع سازمان بورس اوراق بهادار استخراج شده و پس از تهیه جداول و طبقه بندی (پردازش اولیه) در نرم افزار اکسل به وسیله ی نرم افزار Stata مورد تجزیه و تحلیل آماری قرار گرفته است. برای آزمون فرضیه ها از مدل رگرسیون لجستیک استفاده شده است.

### فرضیه‌های پژوهش

فرضیه‌های این پژوهش با توجه به مبانی نظری عبارت‌اند از:

**فرضیه اصلی اول:** بین ویژگی‌های شرکت و توسعه مالی رابطه وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱-۱: بین اندازه شرکت و توسعه مالی رابطه وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱-۲: بین سن شرکت و توسعه مالی رابطه وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱-۳: بین رشد شرکت و توسعه مالی رابطه وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱-۴: بین اهرم مالی و توسعه مالی رابطه وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱-۵: بین سودآوری شرکت و توسعه مالی رابطه وجود دارد.

**فرضیه اصلی دوم:** عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر رابطه‌ی بین ویژگی‌های شرکت و توسعه مالی تأثیر دارد.

فرضیه فرعی ۲-۱: عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر رابطه‌ی بین اندازه شرکت و توسعه مالی تأثیر دارد.

فرضیه فرعی ۲-۲: عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر رابطه‌ی بین سن شرکت و توسعه مالی تأثیر دارد.

فرضیه فرعی ۲-۳: عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر رابطه‌ی بین رشد شرکت و توسعه مالی تأثیر دارد.

فرضیه فرعی ۲-۴: عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر رابطه‌ی بین اهرم مالی و توسعه مالی تأثیر دارد.

فرضیه فرعی ۲-۵: عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر رابطه‌ی بین سودآوری شرکت و توسعه مالی تأثیر دارد.

### جامعه آماری و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی ابتدای سال ۱۳۹۱ تا پایان سال ۱۳۹۹ می باشد.

در این پژوهش؛ به منظور نمونه گیری از روش نمونه گیری هدفمند (حذف سیستماتیک) استفاده شده است. بدین منظور کلیه شرکتهای جامعه آماری که دارای شرایط زیر بودند به عنوان نمونه انتخاب و بقیه حذف می گردند:

- پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه باشد.

- جزو شرکت ها و موسسات مالی نباشد.

- طی دوره بررسی از بورس حذف نشده باشند.

- دسترسی به اطلاعات مورد بررسی وجود داشته باشد.

در نهایت تعداد شرکتهای نمونه آماری ۱۳۰ شرکت می باشد که این شرکت ها به شرح جدول پیوست آخر پژوهش حاضر می باشند. محدودیت های انتخاب نمونه به شرح زیر اعمال شده اند:

#### جدول (۱): اعمال محدودیتها برای انتخاب نمونه

۳۱۶	جامعه آماری در پایان سال ۱۳۹۹ (شرکت های فعال در بازار اول و دوم بورس)
(۴۸)	کسر می شود: شرکت های سرمایه گذاری، بانک ها و بیمه ها
(۲۰)	کسر می شود: شرکت های دارای تغییر سال مالی
(۳۵)	کسر می شود: شرکت های لغو پذیرش شده طی سال های مورد بررسی
(۸۳)	کسر می شود: عدم دسترسی به داده ها
(۱۸۶)	شرکت های حذف شده از جامعه آماری پژوهش
۱۳۰	نمونه نهایی پژوهش

### تعریف عملیاتی متغیرها

- متغیرها بر اساس نقشی که در این پژوهش برعهده دارند به متغیرهای اصلی چهارگانه زیر تقسیم می شوند:
- متغیر وابسته (متغیر ملاک).
  - متغیر مستقل (متغیر پیش بینی کننده).
  - متغیر تعدیل کننده یا تعدیل گر.
  - متغیرهای کنترلی.

### متغیر وابسته (توسعه مالی)

جهت اندازه گیری این متغیر با توجه به تحقیق گاپتا و همکاران (۲۰۱۱) از رابطه زیر استفاده می شود (چراغی، ۱۳۹۸).

$$\text{تولید ناخالص داخلی به قیمت پایه نفتی} = \frac{\text{کل وام های بانکی سالانه} - \text{ارزش کل بازار سهام هر شرکت در پایان سال}}{\text{توسعه مالی}}$$

"کل وام های بانکی سالانه برابر است با خالص افزایش در میزان تسهیلات مالی دریافتی".  
اطلاعات تولید ناخالص داخلی از طریق سامانه بانک مرکزی و از نماگرهای اقتصادی استخراج شده است.

### متغیر مستقل (ویژگی های شرکت)

- در پژوهش حاضر به تبعیت از فلسفی و همکاران (۱۳۹۴)، از معیارهای زیر به عنوان ویژگی های شرکت استفاده می گردد:
- ۱- اندازه شرکت: در این تحقیق از لگاریتم طبیعی کل دارایی های شرکت برای سنجش اندازه شرکت استفاده می شود.
  - ۲- سن شرکت: برای اندازه گیری سن شرکت به این صورت عمل می گردد:  
$$\text{Ln AGE} = (\text{سال تاسیس شرکت} - \text{سال مورد نظر})$$
  - ۳- رشد شرکت: در این تحقیق از نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به عنوان نماینده ای برای رشد شرکت استفاده می شود.
  - ۴- اهرم مالی (ریسک مالی): در این تحقیق برای سنجش اهرم مالی شرکت از جمع کل بدهی ها به جمع کل دارایی ها استفاده می شود.
  - ۵- سودآوری شرکت: در این پژوهش برای سودآوری شرکت از تقسیم سود خالص بر کل دارایی ها استفاده می شود.

### متغیر تعدیل گر یا تعدیل کننده (عدم اطمینان سیاست اقتصادی)

متغیر تعدیل گر این پژوهش عدم اطمینان سیاست اقتصادی می باشد. نا اطمینانی در اقتصاد به وضعیتی اشاره دارد که در آن احتمال وقوع حوادث آتی را نتوان تعیین کرد و در صورتیکه این پیشامدها مشخص و معلوم باشند، احتمال های مربوط به وقوع این پیشامدها در دسترس نباشد. زمانی که هریک و یا هر دو این موارد پیش می آید، تصمیم گیری نسبت به آینده پیچیده و مشکل خواهد بود و از این رو فضای نا اطمینانی بر تصمیمات حاکم می شود. اگر تغییرات آتی در متغیرهای اقتصادی از مجموع تغییرات پیش بینی شده و پیش بینی نشده متغیر بدست آید، آنگاه نا اطمینانی متغیر اقتصادی، شامل تغییرات پیش بینی نشده از متغیرها خواهد شد.

در مطالعه حاضر با استفاده از روش جارامیلو و ساناکاک (۲۰۰۷)، شاخص بی‌ثباتی اقتصاد کلان بصورت مجموع وزنی درصد تغییر در سطح عمومی قیمت‌ها (CPI)، درصد تغییر در نرخ ارز غیررسمی (EX) و درصد تغییر در حجم نقدینگی (M2) تعریف شده است. وزن هر متغیر معکوس انحراف معیار است. مقدار بیشتر این شاخص به معنای بی‌ثباتی بیشتر است (صامتی و کارنامه حقیقی، ۱۳۹۲؛ اسماعیلی ملکی، ۱۳۹۹).

$$MIH_t = \frac{\left(\frac{CPI_t - CPI_{t-1}}{CPI_{t-1}}\right)}{\delta_{CPI}} + \frac{\left(\frac{EX_t - EX_{t-1}}{EX_{t-1}}\right)}{\delta_{EX}} + \frac{\left(\frac{M2_t - M2_{t-1}}{M2_{t-1}}\right)}{\delta_{M2}}$$

## متغیرهای کنترلی

### مالکیت نهادی

سهامداران نهادی بخاطر توانایی‌های فنی و مالی، منابع قابل ملاحظه‌ای را برای کنترل شرکت تخصیص می‌دهند و از نظرات کارشناسان خبره مالی برای اداره شرکت استفاده می‌کنند. بوش<sup>۱</sup> (۱۹۹۸) نشان می‌دهد که مالکیت نهادی یکی از سازوکارهای کنترل بیرونی مؤثر بر حاکمیت شرکتی است. سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ... هستند که از طریق جمع‌آوری اطلاعات و ارزیابی تصمیمات مدیریت بطور ضمنی و از طریق اداره نحوه عمل شرکت به طور صریح بر شرکت نظارت می‌کنند. مگ<sup>۲</sup> (۱۹۹۸) نشان داد که نظارت بر شرکت توسط سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند مدیران را وادار به تأکید بیشتر بر عملکرد شرکت و کاهش رفتار فرصت‌طلبانه یا خویشتن‌طلبانه کند و در صورت عدم فعالیت این گروه در شرکت نمایندگان آن‌ها یعنی کمیته حسابرسی مستقل و متخصص می‌تواند فرآیند نظارت را کامل‌تر کند.

بر اساس ماده یک از بند ۲۱ قانون بازار اوراق بهادار ایران سرمایه‌گذاران نهادی شامل موسسات مالی (بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت تامین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس اوراق بهادار) می‌باشد. مالکیت نهادی بوسیله درصد سهام نگهداری شده بوسیله سهامداران نهادی تعریف می‌شود.

### مالکیت مدیریتی

درصد سهام نگهداری شده از کل سرمایه شرکت توسط اعضای هیأت مدیره به عنوان مالکیت مدیریتی تعریف می‌شود (عبدی و همکاران، ۱۳۹۶).

### مالکیت دولتی

دولت به واسطه یک سازمان دولتی یا یک شرکت دولتی مالک بیش از ۵۰ درصد سهام شرکت باشد (طالب نیا و صدیقی کمال، ۱۳۹۴). برای سنجش مالکیت دولتی از نسبت سهام تحت تملک دولت به کل سرمایه شرکت استفاده می‌شود.

<sup>1</sup> Bushee

<sup>2</sup> Maug



## نتایج و یافته‌های پژوهش

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	تعداد	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
توسعه مالی	۱۱۷۰	۲/۵۵۶۸	۴/۶۱۶۸	۰۰/۰۴۰۷	۱۸/۴۴۱۹
اندازه شرکت	۱۱۷۰	۱۴/۵۹۰۵	۱/۵۸۰۰	۱۰/۴۹۱۶	۲۰/۷۶۸۶
سن شرکت	۱۱۷۰	۳/۶۰۷۸	۰/۳۷۲۶	۲/۳۰۲۵	۴/۲۳۴۱
رشد شرکت	۱۱۷۰	۸/۰۹۱۲	۱۲/۱۷۸۷	-۸/۶۷۴۱۸	۷۸/۵۰۲۶
ریسک شرکت	۱۱۷۰	۰/۵۶۰۵	۰/۲۰۹۱	۰/۰۹۶۳	۱/۱۳۶۲
سودآوری شرکت	۱۱۷۰	۰/۱۴۱۳	۰/۱۵۳۱	-۰/۲۲۸۶	۰/۵۶۶۸
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	۱۱۷۰	۲/۵۹۶۸	۱/۱۴۵۸	۱/۴۱۵۲	۵/۱۵۱۲
مالکیت نهادی	۱۱۷۰	۰/۷۱۲۲	۰/۱۸۷۹	۰/۱۰۵	۰/۹۶۳۲
مالکیت مدیریتی	۱۱۷۰	۰/۷۶۷۰	۰/۱۶۷۷	۰/۰۹۹۴	۰/۹۷۴
مالکیت دولتی	۱۱۷۰	۰/۰۵۰۲	۰/۱۱۴۱	۰/۰۰۰۰	۰/۵۱

طی ۱۱۷۰ سال - شرکت مشاهده کمترین میزان توسعه مالی ۴ درصد و بیشترین مقدار آن برابر با ۱۸/۴۴ می باشد. میانگین ۲/۵۵ نشان می دهد شرکت ها با توجه به شرایط جامعه تقریباً ۲۵۵ درصد از لحاظ مالی توسعه یافته اند. میانگین ۱۴/۵۹ اندازه شرکت از حجم و گستردگی نسبی فعالیت های شرکت ها حکایت دارد. میانگین سن شرکت نشان می دهد، بورس تهران روند نوپا و جوانی را ا منظر سنی سپری می کند. کمترین میزان رشد شرکت نشان می دهد هر ۱۰۰ ریال سرمایه گذاری در بورس تهران می تواند منجر به تضعیف ارزش سرمایه گذاری تا ۸/۶ برابر گردد و بیشترین مقدار نیز نشان می دهد ۷۸۰۰ ریال می تواند ارزش را در بیشترین حالت ایجاد نماید.

میانگین اهرم مالی یا ریسک مالی شرکت ها نشان می دهد، بطور میانگین ۵۶ درصد دارایی های شرکت های بوری را بدهی تشکیل می دهد و نشان از ریسک نسبی بالا دارد. سودآوری یا نرخ بازده دارایی ها نشان می دهد، دارایی های شرکت های بوری بطور میانگین ۱۴ درصد سود ایجاد می کند. با توجه به ریسک و تورم موجود در کشور این رقم خیلی ناچیز می باشد. عدم قطعیت سیاست اقتصادی نشان می دهد در کمترین حالت برابر با ۱/۴۱ و در بیشترین حالت برابر با ۵/۱۵ می باشد که میانگین ۲/۵۹ حکایت از این دارد بورس تهران از منظر اقتصادی با ریسک بالایی همراه است. میانگین ۷۱ درصدی مالکیت نهادی نشان می دهد، ۷۱ درصد سرمایه شرکت های بوری از طریق سهامداران نهادی تامین می گردد در حالیکه نقش مالکیت مدیریتی ۷۶ درصد می باشد و سرمایه گذاران اغلب در شرکت ها به عنوان مدیر نیز فعالیت می کنند.

کمترین میزان مالکیت دولتی نشان می دهد در شرکت هایی همچون بهنوش و الکترونیک خودرو شرق سهم دولت در مالکیت برابر با صفر می باشد و در اغلب شرکت هایی که دولت نقش دارد میزان مالکیت نهایتاً به ۵۱ درصد می رسد. در نهایت بطور متوسط میزان مالکیت دولت در شرکت های بوری به ۵ درصد می رسد.

## آزمون تشخیص توزیع نرمال

پس از انجام هر نوع اندازه‌گیری همواره تعدادی داده (عدد) در اختیار داریم که می‌خواهیم ارتباط بین آن‌ها را کشف کنیم یا آن‌ها را دسته‌بندی نماییم تا بتوانیم آن‌ها را تجزیه و تحلیل کنیم. برای انجام این کار ابتدا می‌بایست نحوه توزیع داده‌ها را بدانیم. به عبارت ساده‌تر توزیع داده‌ها به ما می‌گوید که پراکندگی و گستردگی داده‌هایی که جمع‌آوری کرده‌ایم چگونه است. به منظور بررسی نرمال بودن متغیرهای پژوهش از آزمون شاپیرو-فرانسیا استفاده شده است. در این آزمون هرگاه سطح معنی‌داری کمتر از ۵٪ باشد نشان‌دهنده‌ی توزیع نرمال نمی‌باشد:

جدول (۳): نتایج آزمون توزیع نرمال

نام متغیر	ضریب	سطح معناداری	نتیجه
توسعه مالی	۱۳/۵۰۰	۰/۰۰۰۰۱	توزیع نرمال ندارد
اندازه شرکت	۸/۶۹۹	۰/۰۰۰۰۱	توزیع نرمال ندارد
سن شرکت	۸/۴۹۵	۰/۰۰۰۰۱	توزیع نرمال ندارد
رشد شرکت	۱۳/۳۰۴	۰/۰۰۰۰۱	توزیع نرمال ندارد
ریسک شرکت	۲/۲۸۲	۰/۰۱۱۲۴	توزیع نرمال ندارد
سودآوری شرکت	۷/۴۴۲	۰/۰۰۰۰۱	توزیع نرمال ندارد
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	۱۰/۳۳۹	۰/۰۰۰۰۱	توزیع نرمال ندارد
مالکیت نهادی	۹/۶۸۳	۰/۰۰۰۰۱	توزیع نرمال ندارد
مالکیت مدیریتی	۱۰/۴۷۷	۰/۰۰۰۰۱	توزیع نرمال ندارد
مالکیت دولتی	۱۲/۲۹۶	۰/۰۰۰۰۱	توزیع نرمال ندارد

طبق نتایج آزمون جدول ۳ مشاهده می‌شود که سطح معناداری همه متغیرها کمتر از ۵ درصد می‌باشد لذا دارای توزیع نرمال نیستند. طبق قضیه حد مرکزی چنانچه تعداد مشاهدات بیش از ۳۰ مشاهده باشد، نیازی به برقراری فرض نرمال نیست. ضمن اینکه با توجه به نرمال نبودن متغیرها از ماتریس همبستگی اسپیرمن برای بررسی همبستگی و ارتباط متغیرها استفاده می‌شود.

### آزمون اف لیمر (چاو)

جدول (۴): نتایج آزمون اف لیمر

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون
فرضیه ۱-۱	۹/۵۵	۰/۰۰۰۰	پذیرش الگوی داده‌های تابلویی
فرضیه ۲-۱	۲۹/۳۱	۰/۰۰۰۰	پذیرش الگوی داده‌های تابلویی
فرضیه ۳-۱	۲۷/۹۶	۰/۰۰۰۰	پذیرش الگوی داده‌های تابلویی
فرضیه ۴-۱	۲۲/۰۰	۰/۰۰۰۰	پذیرش الگوی داده‌های تابلویی
فرضیه ۵-۱	۲۱/۶۳	۰/۰۰۰۰	پذیرش الگوی داده‌های تابلویی
فرضیه ۱-۲	۱۰/۵۰	۰/۰۰۰۰	پذیرش الگوی داده‌های تابلویی
فرضیه ۲-۲	۲۹/۱۵	۰/۰۰۰۰	پذیرش الگوی داده‌های تابلویی
فرضیه ۳-۲	۲۶/۵۸	۰/۰۰۰۰	پذیرش الگوی داده‌های تابلویی
فرضیه ۴-۲	۲۴/۱۱	۰/۰۰۰۰	پذیرش الگوی داده‌های تابلویی
فرضیه ۵-۲	۲۳/۷۳	۰/۰۰۰۰	پذیرش الگوی داده‌های تابلویی

نتایج آزمون چاو در جدول ۴، بیانگر این است که یکسان بودن عرض از مبدأ برای تمامی شرکت‌های مورد مطالعه در سطح معنی‌دار ۵ درصد رد نمی‌شود و می‌توان برای برآورد مدل از روش داده‌های تابلویی استفاده نمود.

## آزمون هاسمن

جدول (۵): نتایج آزمون هاسمن

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
فرضیه ۱-۱	۶/۸۴	۰/۱۴۴۶	پذیرش اثرات تصادفی عرض از مبدا
فرضیه ۲-۱	۱۵۵/۲۰	۰/۰۰۰۰	پذیرش اثرات ثابت عرض از مبدا
فرضیه ۳-۱	۶/۰۱	۰/۱۹۸۵	پذیرش اثرات تصادفی عرض از مبدا
فرضیه ۴-۱	۲۲/۰۷	۰/۰۰۰۲	پذیرش اثرات ثابت عرض از مبدا
فرضیه ۵-۱	۲۱/۲۸	۰/۰۰۰۳	پذیرش اثرات ثابت عرض از مبدا
فرضیه ۱-۲	۴۶/۷۱	۰/۰۰۰۰	پذیرش اثرات ثابت عرض از مبدا
فرضیه ۲-۲	۸۲/۰۱	۰/۰۰۰۰	پذیرش اثرات ثابت عرض از مبدا
فرضیه ۳-۲	۱۷/۶۱	۰/۰۰۷۳	پذیرش اثرات ثابت عرض از مبدا
فرضیه ۴-۲	۲۰/۱۱	۰/۰۰۲۶	پذیرش اثرات ثابت عرض از مبدا
فرضیه ۵-۲	۲۱/۰۸	۰/۰۰۱۸	پذیرش اثرات ثابت عرض از مبدا

نتایج آزمون هاسمن در جدول ۴-۵، نشان می‌دهد که سطح معناداری مدل‌های پژوهش (به غیر از مدل ۱-۱ و ۳-۱) کمتر از ۵ درصد و بیانگر پذیرش اثرات ثابت می‌باشد.

## آزمون ناهمسانی واریانس

جدول (۶): نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
فرضیه ۱-۱	۲۳۹۶۵/۴۲	۰/۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس
فرضیه ۲-۱	۹۸۲۴۶/۷۰	۰/۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس
فرضیه ۳-۱	۱/۳۰۰۰۰۶	۰/۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس
فرضیه ۴-۱	۲/۷۰۰۰۰۵	۰/۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس
فرضیه ۵-۱	۸۶۴۹۶/۹۳	۰/۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس
فرضیه ۱-۲	۲۷۲۰۱/۹۷	۰/۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس
فرضیه ۲-۲	۴۲۳۱۴/۱۵	۰/۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس
فرضیه ۳-۲	۳۴۵۷۵/۰۲	۰/۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس
فرضیه ۴-۲	۳۸۵۵۰/۰۷	۰/۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس
فرضیه ۵-۲	۶۶۸۹۳/۶۸	۰/۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس

نتایج حاصل در جدول ۶ نشان می‌دهد که سطح معنی داری آزمون والد تعدیل شده در مدل‌های پژوهش کمتر از ۵ درصد می‌باشد و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلاقی می‌باشد که این مشکل در تخمین نهایی مدل‌ها با اجرای دستور `gls` رفع شده است.

## آزمون خودهمبستگی

جدول (۷): نتایج آزمون خودهمبستگی

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
فرضیه ۱-۱	۵۳/۸۶۶	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی

فرضیه ۱-۲	۴۴/۶۷۲	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی
فرضیه ۱-۳	۳۹/۷۸۴	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی
فرضیه ۱-۴	۴۸/۸۳۵	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی
فرضیه ۱-۵	۴۶/۹۸۰	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی
فرضیه ۲-۱	۵۶/۴۶۲	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی
فرضیه ۲-۲	۴۳/۱۷۰	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی
فرضیه ۲-۳	۴۴/۰۰۷	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی
فرضیه ۲-۴	۵۱/۰۹۰	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی
فرضیه ۲-۵	۴۸/۴۷۲	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی

با توجه به نتایج جدول ۷، مشاهده می‌شود که سطح معناداری آزمون والد ریچ برای مدل‌های پژوهش کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر وجود خودهمبستگی سریالی در مدل‌ها می‌باشد. که این مشکل در تخمین نهایی مدل با اجرای دستور Corr(psar1) رفع شده است.

### نتیجه آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول پژوهش شامل ۵ فرضیه فرعی به شرح زیر می‌باشد:

#### نتیجه آزمون فرضیه ۱-۱

فرضیه ۱-۱ بیان می‌دارد: بین اندازه شرکت و توسعه مالی ارتباط وجود دارد.  
مدل رگرسیونی به شرح زیر است:

$$\text{Financial\_devl}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Size}_{i,t} + \beta_2 \text{inst}_{i,t} + \beta_3 \text{Manage}_{i,t} + \beta_4 \text{Pol}_{i,t} + \alpha_{i,t}$$

جدول (۸): نتیجه آزمون تخمین فرضیه ۱-۱

متغیر وابسته: توسعه مالی					
متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری
اندازه شرکت	Size	۱/۳۹۶۱	۰/۱۷۴۸	۷/۹۹	۰/۰۰۰
مالکیت نهادی	Inst_own	-۱/۱۷۲۲	۰/۸۴۸۸	-۱/۳۸	۰/۱۶۷
مالکیت مدیریتی	Manage_own	۱/۹۹۰۸	۰/۸۳۱۵	۲/۳۹	۰/۰۱۷
مالکیت دولتی	Pol_own	۰/۹۳۱۲	۰/۵۷۰۱	۱/۶۳	۰/۱۰۲
عرض از مبدا		-۱۸/۹۴۶۴	۲/۵۴۸۴	-۷/۴۳	۰/۰۰۰
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
	آماره والد			۷۳/۲۰	
	سطح معنی داری آماره والد			۰/۰۰۰۰	
	ضریب تعیین			۰/۲۱۱۸	

نتایج جدول ۸، نشان می‌دهد که متغیر اندازه شرکت دارای سطح معنی داری کمتر از ۵ درصد و ضریب آن (۱/۳۹۶۱) است، بنابراین اندازه شرکت با توسعه مالی ارتباط مستقیم دارد و فرضیه ۱-۱ در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می‌گیرد. از متغیرهای کنترلی مدل نیز تنها مالکیت مدیریتی با سطح معناداری (۰/۰۱۷) کمتر از ۵ درصد و ضریب (۱/۹۹) ارتباط مثبت با توسعه مالی دارد. ضریب تعیین برابر با ۲۱ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و

کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۲۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۷۳/۲۰ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

### نتیجه آزمون فرضیه ۲-۱

فرضیه ۲-۱ بیان می‌دارد: بین سن شرکت و توسعه مالی ارتباط وجود دارد. از این رو فرضیه را می‌توان به صورت زیر نوشت:

مدل رگرسیونی به شرح زیر است:

$$\text{Financial\_devl}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Age}_{i,t} + \beta_2 \text{inst}_{i,t} + \beta_3 \text{Manage}_{i,t} + \beta_4 \text{Pol}_{i,t} + \alpha_{i,t}$$

جدول (۹) نتیجه آزمون تخمین فرضیه ۲-۱

متغیر وابسته: توسعه مالی					
متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری
سن شرکت	Age	۱/۴۷۰۳	۰/۶۲۱۵	۲/۳۷	۰/۰۱۸
مالکیت نهادی	Inst_own	-۱/۵۴۸۷	۱/۰۲۴۴	-۱/۵۱	۰/۱۳۱
مالکیت مدیریتی	Manage_own	۲/۱۷۴۹	۰/۹۴۲۲	۲/۳۱	۰/۰۲۱
مالکیت دولتی	Pol_own	۱/۱۰۵۶	۰/۵۶۷۶	۱/۹۵	۰/۰۵۱
عرض از مبدا		-۳/۹۵۴۴	۲/۲۳۰۷	-۱/۷۷	۰/۰۷۶
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
آماره والد			۱۶/۰۵		
سطح معنی داری آماره والد			۰/۰۰۲۹		
ضریب تعیین			۰/۰۳۳۴		

نتایج جدول ۹، نشان می‌دهد که متغیر سن شرکت دارای سطح معنی داری کمتر از ۵ درصد و ضریب آن (۱/۴۷) است، بنابراین سن شرکت با توسعه مالی ارتباط مستقیم دارد و فرضیه ۲-۱ در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می‌گیرد. از متغیرهای کنترلی مدل نیز تنها مالکیت مدیریتی با سطح معناداری (۰/۰۱۷) کمتر از ۵ درصد و ضریب (۱/۹۹) ارتباط مثبت با توسعه مالی دارد. ضریب تعیین برابر با ۳ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۷۳/۲۰ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

### نتیجه آزمون فرضیه ۳-۱

فرضیه ۳-۱ بیان می‌دارد: بین رشد شرکت و توسعه مالی ارتباط وجود دارد. از این رو فرضیه را می‌توان به صورت زیر نوشت:

مدل رگرسیونی به شرح زیر است:

$$\text{Financial\_devl}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Growth}_{i,t} + \beta_2 \text{inst}_{i,t} + \beta_3 \text{Manage}_{i,t} + \beta_4 \text{Pol}_{i,t} + \alpha_{i,t}$$

جدول (۱۰): نتیجه آزمون تخمین فرضیه ۳-۱

متغیر وابسته: توسعه مالی					
متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری
رشد شرکت	Growth	۰/۰۶۴۵	۰/۰۰۵۳	۱۲/۱۳	۰/۰۰۰

مالکیت نهادی	Inst_own	-۱/۵۰۷۶	۰/۹۹۶۴	-۱/۵۱	۰/۱۳۰
مالکیت مدیریتی	Manage_own	۲/۳۴۹۹	۰/۹۲۷۹	۲/۵۳	۰/۰۱۱
مالکیت دولتی	Pol_own	۱/۱۲۰۰	۰/۵۱۴۶	۲/۱۸	۰/۰۳۰
عرض از مبدا		۱/۰۲۸۲	۰/۳۶۵۶	۲/۸۱	۰/۰۰۵
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
آماره والد			۱۵۸/۵۰		
سطح معنی داری آماره والد			۰/۰۰۰۰		
ضریب تعیین			۰/۱۷۱۸		

نتایج جدول ۱۰، نشان می‌دهد که متغیر رشد شرکت دارای سطح معنی داری کمتر از ۵ درصد و ضریب آن (۰/۰۶) است، بنابراین رشد شرکت با توسعه مالی ارتباط مستقیم دارد و فرضیه ۱-۳ در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می‌گیرد. از متغیرهای کنترلی مدل، مالکیت مدیریتی با سطح معناداری (۲/۳۴) کمتر از ۵ درصد و ضریب (۱/۹۹) و مالکیت دولتی با ضریب (۱/۱۲) ارتباط مثبت با توسعه مالی دارد. ضریب تعیین برابر با ۱۷ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۱۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۱۵۸/۵۰ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

#### نتیجه آزمون فرضیه ۱-۴

فرضیه ۱-۴ بیان می‌دارد: بین ریسک شرکت و توسعه مالی ارتباط وجود دارد. از این رو فرضیه را می‌توان به صورت زیر نوشت:

مدل رگرسیونی به شرح زیر است:

$$\text{Financial\_devl}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Firm\_risk}_{i,t} + \beta_2 \text{inst}_{i,t} + \beta_3 \text{Manage}_{i,t} + \beta_4 \text{Pol}_{i,t} + \alpha_{i,t}$$

جدول (۱۱): نتیجه آزمون تخمین فرضیه ۱-۴

متغیر وابسته: توسعه مالی					
متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری
ریسک شرکت	Lev	-۱/۱۸۶۴	۰/۵۵۰۷	-۲/۱۵	۰/۰۳۱
مالکیت نهادی	Inst_own	-۱/۲۹۳۵	۱/۰۲۵۹	-۱/۲۶	۰/۲۰۷
مالکیت مدیریتی	Manage_own	۱/۹۹۸۲	۰/۹۴۶۹	۲/۱۱	۰/۰۳۵
مالکیت دولتی	Pol_own	۱/۱۱۵۲	۰/۵۸۲۸	۱/۹۱	۰/۰۵۶
عرض از مبدا		۱/۸۸۲۷	۰/۴۴۳۶	۴/۲۴	۰/۰۰۰
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
آماره والد			۱۵/۲۷		
سطح معنی داری آماره والد			۰/۰۰۴۲		
ضریب تعیین			۰/۰۱۷۰		

نتایج جدول ۱۱، نشان می‌دهد که متغیر ریسک شرکت دارای سطح معنی داری کمتر از ۵ درصد و ضریب آن (۱/۱۸۶۴) است، بنابراین ریسک شرکت با توسعه مالی ارتباط منفی دارد و فرضیه ۱-۴ در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می‌گیرد. از متغیرهای کنترلی مدل نیز تنها مالکیت مدیریتی با سطح معناداری (۰/۰۳۵) کمتر از ۵ درصد و ضریب (۱/۹۹) ارتباط مثبت با توسعه مالی دارد. ضریب تعیین برابر با ۲۱ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و

کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۲۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۷۳/۲۰ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

### نتیجه آزمون فرضیه ۱-۵

فرضیه ۱-۵ بیان می‌دارد: بین سودآوری شرکت و توسعه مالی ارتباط وجود دارد.  
مدل رگرسیونی به شرح زیر است:

$$\text{Financial\_devl}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Profit}_{i,t} + \beta_2 \text{inst}_{i,t} + \beta_3 \text{Manage}_{i,t} + \beta_4 \text{Pol}_{i,t} + \alpha_{i,t}$$

#### جدول (۱۲): نتیجه آزمون تخمین فرضیه ۱-۵

متغیر وابسته: توسعه مالی					
متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری
سودآوری شرکت	Profit	۳/۰۸۲۰	۰/۶۰۶۳	۵/۰۸	۰/۰۰۰
مالکیت نهادی	Inst_own	-۱/۴۲۴۰	۱/۰۱۲۶	-۱/۴۱	۰/۱۶۰
مالکیت مدیریتی	Manage_own	۲/۰۶۹۰	۰/۹۳۷۷	۲/۲۱	۰/۰۲۷
مالکیت دولتی	Pol_own	۱/۲۶۷۹	۰/۵۸۸۰	۲/۱۶	۰/۰۳۱
عرض از مبدا		۰/۶۲۹۹	۰/۳۱۴۸	۲/۰۰	۰/۰۴۵
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
آماره والد			۳۷/۳۲		
سطح معنی داری آماره والد			۰/۰۰۰۰		
ضریب تعیین			۰/۰۲۴۵		

نتایج جدول ۱۲، نشان می‌دهد که متغیر سودآوری شرکت دارای سطح معنی داری کمتر از ۵ درصد و ضریب آن (۰/۰۶) است، بنابراین سودآوری شرکت با توسعه مالی ارتباط مستقیم دارد و فرضیه ۱-۵ در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می‌گیرد. از متغیرهای کنترلی مدل، مالکیت مدیریتی با سطح معناداری (۲/۳۴) کمتر از ۵ درصد و ضریب (۱/۹۹) و مالکیت دولتی با ضریب (۱/۱۲) ارتباط مثبت با توسعه مالی دارد. ضریب تعیین برابر با ۲ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۳۷/۳۲ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

### نتیجه آزمون فرضیه دوم پژوهش

فرضیه دوم پژوهش نیز با توجه به نقش متغیرها شامل ۵ فرضیه فرعی به شرح زیر می‌باشد:

#### نتیجه آزمون فرضیه ۱-۲

فرضیه ۱-۲ بیان می‌دارد: عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ارتباط بین اندازه شرکت و توسعه مالی تاثیر دارد.  
مدل رگرسیونی به شرح زیر است:

$$\text{Fianancial\_devl}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Size}_{i,t} + \beta_2 \text{uncertainty}_{i,t} + \beta_3 \text{Size}_{i,t} * \text{uncertainty}_{i,t} + \beta_4 \text{inst}_{i,t} + \beta_5 \text{manage}_{i,t} + \beta_6 \text{pol}_{i,t} + \alpha_{i,t}$$

جدول (۱۳): نتیجه آزمون تخمین فرضیه ۱-۲

متغیر وابسته: توسعه مالی					
متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری
اندازه شرکت	Size	۱/۱۸۷۲	۰/۲۲۱۸	۵/۳۵	۰/۰۰۰
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	Eco_Un	-۱/۲۳۴۲	۰/۷۷۴۳	-۱/۵۹	۰/۱۱۱
اندازه شرکت* عدم قطعیت سیاست اقتصادی	Size* Eco_Un	-۰/۰۹۸۴	۰/۰۵۴۸	۱/۷۹	۰/۰۷۳
مالکیت نهادی	Inst_own	-۱/۲۰۳۸	۰/۸۲۰۷	-۱/۴۷	۰/۱۴۲
مالکیت مدیریتی	Manage_own	۲/۱۰۸۸	۰/۸۰۸۰	۲/۶۱	۰/۰۰۹
مالکیت دولتی	Pol_own	۰/۹۵۹۸	۰/۵۷۰۳	۱/۶۸	۰/۰۹۲
عرض از مبدا		-۱۶/۵۰۷۸	۳/۱۶۰۳	-۵/۲۲	۰/۰۰۰
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
آماره والد			۱۲۰/۲۷		
سطح معنی داری آماره والد			۰/۰۰۰۰		
ضریب تعیین			۰/۲۶۵۶		

نتایج جدول ۱۳، نشان می‌دهد که سطح معناداری تعامل متغیرهای مستقل و تعدیل گر (اندازه شرکت\* عدم قطعیت سیاست اقتصادی) بیشتر از ۵ درصد می‌باشد و فرضیه ۱-۲ در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار نمی‌گیرد. ضریب تعیین برابر با ۲۶ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۲۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۱۲۰/۲۷ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

## نتیجه آزمون فرضیه ۲-۲

فرضیه ۲-۲ بیان می‌دارد: عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ارتباط بین سن شرکت و توسعه مالی تاثیر دارد. مدل رگرسیونی به شرح زیر است:

$$\text{Fianancial\_devl}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Age}_{i,t} + \beta_2 \text{uncertainty}_{i,t} + \beta_3 \text{Age}_{i,t} * \text{uncertainty}_{i,t} + \beta_4 \text{inst}_{i,t} + \beta_5 \text{manage}_{i,t} + \beta_6 \text{pol}_{i,t} + \alpha_{i,t}$$

جدول (۱۴): نتیجه آزمون تخمین فرضیه ۲-۲

متغیر وابسته: توسعه مالی					
متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری
سن شرکت	Age	۱/۱۳۱۹	۰/۵۷۴۹	۱/۹۷	۰/۰۴۹
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	Eco_Un	۰/۱۹۹۲	۰/۵۵۶۶	۰/۳۶	۰/۷۲۰
سن شرکت* عدم قطعیت سیاست اقتصادی	Size* Eco_Un	-۰/۰۰۶۰	۰/۱۵۵۳	-۰/۰۴	۰/۹۶۹
مالکیت نهادی	Inst_own	-۱/۵۳۹۷	۱/۰۱۵۰	-۱/۵۲	۰/۱۲۹
مالکیت مدیریتی	Manage_own	۲/۴۶۰۰	۰/۹۶۲۴	۲/۵۶	۰/۰۱۱
مالکیت دولتی	Pol_own	۱/۰۸۹۵	۰/۵۷۹۳	۱/۸۸	۰/۰۶۰
عرض از مبدا		-۳/۶۹۹۰	۲/۰۵۰۰	-۱/۸۰	۰/۰۷۱



سایر آماره‌های اطلاعاتی	
۳۹/۶۸	آماره والد
۰/۰۰۰۰	سطح معنی داری آماره والد
۰/۰۳۴۳	ضریب تعیین

نتایج جدول ۱۴، نشان می‌دهد که سطح معناداری تعامل متغیرهای مستقل و تعدیل گر (سن شرکت\* عدم قطعیت سیاست اقتصادی) بیشتر از ۵ درصد می‌باشد و فرضیه ۲-۲ در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار نمی‌گیرد. ضریب تعیین برابر با ۳ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۳۹/۶۸ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

### نتیجه آزمون فرضیه ۲-۳

فرضیه ۳-۲ بیان می‌دارد: عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ارتباط بین رشد شرکت و توسعه مالی تاثیر دارد. مدل رگرسیونی به شرح زیر است:

$$\text{Fianancial\_devl}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Growth}_{i,t} + \beta_2 \text{uncertainty}_{i,t} + \beta_3 \text{Growth}_{i,t} * \text{uncertainty}_{i,t} + \beta_4 \text{inst}_{i,t} + \beta_5 \text{manage}_{i,t} + \beta_6 \text{pol}_{i,t} + \alpha_{i,t}$$

جدول (۱۵): نتیجه آزمون تخمین فرضیه ۲-۳

متغیر وابسته: توسعه مالی					
متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری
رشد شرکت	Growth	۰/۰۰۸۷	۰/۰۰۷۵	۱/۱۶	۰/۲۴۸
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	Eco_Un	۰/۱۲۲۰	۰/۰۷۱۱	۱/۷۱	۰/۰۸۷
رشد شرکت* عدم قطعیت سیاست اقتصادی	Size* Eco_Un	۰/۰۰۳۷	۰/۰۰۲۷	۱/۳۷	۰/۱۷۱
مالکیت نهادی	Inst_own	-۱/۳۹۰۹	۱/۰۱۱۹	-۱/۳۷	۰/۱۶۹
مالکیت مدیریتی	Manage_own	۲/۵۲۶۰	۰/۹۶۴۱	۲/۶۲	۰/۰۰۹
مالکیت دولتی	Pol_own	۰/۹۶۲۴	۰/۵۶۰۳	۱/۷۲	۰/۰۸۶
عرض از مبدا		۰/۴۴۰۶	۰/۳۰۹۰	۱/۴۳	۰/۱۵۴
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
		آماره والد		۱۰۲/۱۴	
		سطح معنی داری آماره والد		۰/۰۰۰۰	
		ضریب تعیین		۰/۰۹۹۸	

نتایج جدول ۱۵-۴، نشان می‌دهد که سطح معناداری تعامل متغیرهای مستقل و تعدیل گر (رشد شرکت\* عدم قطعیت سیاست اقتصادی) بیشتر از ۵ درصد می‌باشد و فرضیه ۳-۲ در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار نمی‌گیرد. ضریب تعیین برابر با ۹ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۱۰۲/۱۴ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

## نتیجه آزمون فرضیه ۲-۴

فرضیه ۲-۴ بیان می‌دارد: عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ارتباط بین ریسک شرکت و توسعه مالی تاثیر دارد. مدل رگرسیونی به شرح زیر است:

$$\text{Fianancial\_devl}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Firm\_risk}_{i,t} + \beta_2 \text{uncertainty}_{i,t} + \beta_3 \text{Firm\_risk}_{i,t} * \text{uncertainty}_{i,t} + \beta_4 \text{inst}_{i,t} + \beta_5 \text{manage}_{i,t} + \beta_6 \text{pol}_{i,t} + \alpha_{i,t}$$

جدول (۱۶): نتیجه آزمون تخمین فرضیه ۲-۴

متغیر وابسته: توسعه مالی					
متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری
ریسک شرکت	Lev	-۲/۷۹۲۶	۰/۹۴۱۵	-۲/۹۷	۰/۰۰۳
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	Eco_Un	-۰/۰۵۸۴	۰/۱۹۷۰	-۰/۳۰	۰/۷۶۷
ریسک شرکت * عدم قطعیت سیاست اقتصادی	Size* Eco_Un	۰/۴۹۰۳	۰/۳۶۶۰	۱/۳۴	۰/۱۸۰
مالکیت نهادی	Inst_own	-۱/۱۳۸۹	۰/۹۹۰۱	-۱/۱۵	۰/۲۵۰
مالکیت مدیریتی	Manage_own	۲/۲۳۴۳	۰/۹۴۶۹	۲/۳۶	۰/۰۱۸
مالکیت دولتی	Pol_own	۱/۱۸۴۵	۰/۵۹۰۱	۲/۰۱	۰/۰۴۵
عرض از مبدا		۱/۷۷۵۸	۰/۵۵۹۱	۳/۱۸	۰/۰۰۱
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
آماره والد			۴۹/۲۶		
سطح معنی داری آماره والد			۰/۰۰۰۰		
ضریب تعیین			۰/۰۳۳۹		

نتایج جدول ۱۶، نشان می‌دهد که سطح معناداری تعامل متغیرهای مستقل و تعدیل گر (ریسک شرکت \* عدم قطعیت سیاست اقتصادی) بیشتر از ۵ درصد می‌باشد و فرضیه ۲-۴ در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار نمی‌گیرد. ضریب تعیین برابر با ۳ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۴۹/۲۶ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

## نتیجه آزمون فرضیه ۲-۵

فرضیه ۲-۵ بیان می‌دارد: عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ارتباط بین سودآوری شرکت و توسعه مالی تاثیر دارد. مدل رگرسیونی به شرح زیر است:

$$\text{Fianancial\_devl}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{profit}_{i,t} + \beta_2 \text{uncertainty}_{i,t} + \beta_3 \text{profit}_{i,t} * \text{uncertainty}_{i,t} + \beta_4 \text{inst}_{i,t} + \beta_5 \text{manage}_{i,t} + \beta_6 \text{pol}_{i,t} + \alpha_{i,t}$$

جدول (۱۷): نتیجه آزمون تخمین فرضیه ۲-۵

متغیر وابسته: توسعه مالی					
متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری
سودآوری شرکت	Profit	۴/۳۵۰۵	۱/۳۶۹۲	۳/۱۸	۰/۰۰۱

۰/۰۰۴	۲/۹۱	۰/۰۹۹۶	۰/۲۸۹۶	Eco_Un	عدم قطعیت سیاست اقتصادی
۰/۵۶۴	-۰/۵۸	۰/۵۴۵۲	-۰/۳۱۴۱	Size* Eco_Un	سودآوری شرکت* عدم قطعیت سیاست اقتصادی
۰/۱۳۳	-۱/۵۰	۰/۹۹۶۱	-۱/۴۹۵۹	Inst_own	مالکیت نهادی
۰/۰۲۰	۲/۳۲	۰/۹۴۸۵	۲/۲۰۱۴	Manage_own	مالکیت مدیریتی
۰/۰۱۹	۲/۳۴	۰/۵۹۰۶	۱/۳۸۱۷	Pol_own	مالکیت دولتی
۰/۴۴۷	-۰/۷۶	۰/۳۴۶۹	-۰/۲۶۳۸		عرض از مبدا
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
۸۴/۸۷			آماره والد		
۰/۰۰۰۰			سطح معنی داری آماره والد		
۰/۰۵۸۴			ضریب تعیین		

نتایج جدول ۱۷، نشان می‌دهد که سطح معناداری تعامل متغیرهای مستقل و تعدیل گر (سودآوری شرکت\* عدم قطعیت سیاست اقتصادی) بیشتر از ۵ درصد می‌باشد و فرضیه ۲-۵ در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار نمی‌گیرد. ضریب تعیین برابر با ۵ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۸۴/۸۷ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

### خلاصه یافته‌ها

خلاصه یافته در جدول ۱۸ ارائه شده است:

#### جدول (۱۸): خلاصه یافته‌ها

نتیجه	نوع تاثیر	عنوان فرضیه
پذیرش	مستقیم	فرضیه ۱-۱: بین اندازه شرکت و توسعه مالی ارتباط وجود دارد.
پذیرش	مستقیم	فرضیه ۲-۱: بین سن شرکت و توسعه مالی ارتباط وجود دارد.
پذیرش	مستقیم	فرضیه ۳-۱: بین رشد شرکت و توسعه مالی ارتباط وجود دارد.
پذیرش	مستقیم	فرضیه ۴-۱: بین ریسک شرکت و توسعه مالی ارتباط وجود دارد.
پذیرش	مستقیم	فرضیه ۵-۱: بین سودآوری شرکت و توسعه مالی ارتباط وجود دارد.
--	عدم پذیرش	فرضیه ۱-۲: عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ارتباط بین اندازه شرکت و توسعه مالی تاثیر دارد.
--	عدم پذیرش	فرضیه ۲-۲: عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ارتباط بین سن شرکت و توسعه مالی تاثیر دارد.
--	عدم پذیرش	فرضیه ۳-۲: عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ارتباط بین رشد شرکت و توسعه مالی تاثیر دارد.
--	عدم پذیرش	فرضیه ۴-۲: عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ارتباط بین ریسک شرکت و توسعه مالی تاثیر دارد.
--	عدم پذیرش	فرضیه ۵-۲: عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ارتباط بین سودآوری شرکت و توسعه مالی تاثیر دارد.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادات

#### تحلیل و تفسیر نتایج آزمون فرضیه‌ها

#### تحلیل و تفسیر نتایج فرضیه اول

فرضیه اول پژوهش با توجه به سنجش متغیر مستقل، در قالب ۵ فرضیه فرعی مطرح گردید. نتایج نشان داد ویژگی‌های شرکت از قبیل اندازه، سن، رشد و سودآوری موجب افزایش توسعه مالی شرکت‌ها خواهد شد در حالی که اهرم مالی به

عنوان ریسک می تواند منجر به کاهش توسعه مالی آنها گردد. از اینرو هرچه ویژگی های مثبت شرکت ها بیشتر باشد، می تواند جامعه و اقتصاد سالم تری را رقم بزند. نتایج پژوهش تقریباً با مطالعات متین فرد و همکاران (۱۳۹۹) همراستا می باشد.

### تحلیل و تفسیر نتایج فرضیه دوم

مطابق با آزمون فرضیه اول، این فرضیه نیز دارای ۵ فرضیه فرعی می باشد و نتایج نشان داد عدم قطعیت سیاست اقتصادی از قبیل سطح عمومی قیمت ها، نرخ ارز و حجم نقدینگی تاثیر معناداری بر توسعه مالی شرکت ها ندارد و تنها عوامل درون سازمانی مطرح شده در فرضیه اول، بیشترین تاثیر را دارند. پژوهش مشابهی در داخل و خارج از کشور صورت نگرفته تا مقایسه لازم صورت گیرد.

### پیشنهادهای مبتنی بر نتایج پژوهش

#### سرمایه گذاران:

سرمایه گذاران خواهان اطلاعاتی هستند که به آنها در جهت انجام یک سرمایه گذاری موفق یاری رساند. به سرمایه گذاران پیشنهاد می گردد در موقع سرمایه گذاری بدون اینکه روی مسایل اقتصاد کلان اعم از نرخ ارز و ... متمرکز شوند، بلکه روی ویژگی های خاص شرکت ها از قبیل سن، اندازه، سودآوری و رشد شرکت ها به عنوان عوامل افزایش دهنده توسعه مالی شرکت ها توجه ویژه ای داشته باشند. همچنین ریسک مالی نیز به عنوان عاملی برای کاهش توسعه مالی مطرح می شود، از اینرو به این مهم نیز در سرمایه گذاری های خود دقت نمایند.

#### بورس اوراق بهادار تهران:

به قانون گذاران از جمله سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می شود تا با اتخاذ سیاست ها و راهکارهای عملی در راستای بهبود عملکرد شرکتها و سرمایه گذاری مطمئن در بازار سرمایه، نقش ویژگی های خاص شرکت ها را در توسعه مالی مورد توجه قرار دهند و در رتبه بندی شرکت ها نیز به این ویژگی ها توجه خاصی گردد.

#### مدیران:

به مدیران پیشنهاد می گردد در برنامه ریزی های خود در جهت رسیدن به اهداف شرکت، ویژگی های آنها را نیز مد نظر قرار دهند تا توسعه پایداری را تجربه نمایند.

### محدودیتها و موانع پژوهش

محدودیتها و مشکلاتی که در اجرای پژوهش حاضر وجود داشته و باید حین تفسیر یافته های پژوهش و تعمیم آنها باید مد نظر قرار گیرد به شرح زیر می باشند:

در محاسبه متغیرهای توسعه مالی و عدم قطعیت اقتصادی نیاز به شاخص های اقتصادی از قبیل نرخ غیر رسمی ارز، سطح عمومی قیمت ها و ... بود، لذا با توجه به عدم شفافیت و افشای کامل در آرشو اطلاعات ۲۰ سال اخیر، پژوهش همراه با محدودیت های اطلاعاتی بود.

در محاسبه ویژگی های شرکت ها چون اطلاعات کیفی شرکت ها مستند نمی گردد، لذا به ناچار و به تبعیت از مطالعات قبلی شاخص های ۵ گانه در نظر گرفته شد که تعمیم یافته ها به دقت صورت پذیرد.

## منابع

- ✓ احمدپور، احمد، زارع بهمنمیری، محمدجواد، حیدری رستمی، کرامت الله، (۱۳۹۳)، بررسی تاثیر ویژگی های شرکت بر ریسک سقوط قیمت سهام، فصلنامه بورس و اوراق بهادار، شماره ۲۸، صص ۲۹-۴۵.
- ✓ اسماعیلی ملکی، بابک، (۱۳۹۹)، ارتباط بین عدم اطمینان سیاست کلان اقتصادی و سطح نگهداری دارایی های نقدی با تأکید بر نقش کیفیت گزارشگری مالی، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد تبریز، به راهنمایی دکتر یونس بادآور نهندی.
- ✓ پیغمبری، سمیه، یعقوب نژاد، احمد، صمدی، فاطمه، (۱۴۰۰)، توسعه مالی، محدودیت های مالی و سرمایه گذاری شرکت ها، فصلنامه مهندسی مالی و اوراق بهادار، شماره ۴۷، صص ۲۹۳-۳۱۳.
- ✓ حمیدیان، نرگس، عرب صالحی، مهدی، امیری، هادی، (۱۳۹۹)، بررسی واکنش سرمایه گذاران به سود غیرمنتظره در شرایط عدم اطمینان بازار، فصلنامه مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال ۸، شماره ۱، صص ۴۱-۵۶.
- ✓ سالم دزفولی، بابک، صالحی، الله کرم، نصیری، سعید، جرجزاده، علیرضا، (۱۳۹۸)، بررسی تاثیر عدم اطمینان اقتصادی بر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و مدیریت سود واقعی، فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، دوره ۸، شماره ۳۰، صص ۹۵-۱۱۶.
- ✓ شاه بیکی، رضا، نخعی، حبیب الله، نخعی، کریم، (۱۳۹۵)، تاثیر ویژگی های شرکت بر کیفیت حاکمیت شرکتی، اولین کنفرانس ملی پژوهش های کاربردی در مدیریت، اقتصاد، حسابداری و علوم تربیتی.
- ✓ رضایی نادر، نوروزی، علیرضا، (۱۳۹۸)، بررسی ناطمینانی اقتصادی و تصمیمات وام دهی بانک ها، فصلنامه دانش سرمایه گذاری، دوره ۸، شماره ۳۲، صص ۳۱۵-۳۳۰.
- ✓ صامتی، مجید، کارنامه حقیقی، حسن، (۱۳۹۲)، اثر بی ثباتی اقتصاد کلان بر رفتار وام دهی بانک های تجاری (مطالعه موردی: ایران ۱۳۵۳-۱۳۸۸)، فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی (رویکرد اسلامی - ایرانی)، سال سیزدهم، شماره ۴۸، صص ۱۲۱-۱۴۵.
- ✓ فرزین وش، اسدالله، عزیزمحمدلو، حمید، (۱۳۹۱)، ارتباط بین توسعه مالی و سرمایه گذاری خصوصی در اقتصاد ایران، نشریه اقتصاد پولی، مالی، دوره ۱۹، شماره ۴، صص ۲۳-۵۹.
- ✓ عبدی، ابراهیم، خداداد کاشی، فرهاد، موسوی جهرمی، یگانه، (۱۳۹۷)، تأثیر توسعه مالی بر سرمایه گذاری شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات مدل سازی اقتصادی، شماره ۳۳، صص ۷-۴۲.
- ✓ متین فرد، مهران، چهارمحالی، علی اکبر، (۱۳۹۹)، بررسی تاثیر عدم اطمینان اقتصادی بر اجتناب مالیاتی، فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، دوره ۹، شماره ۳۶، صص ۲۸۵-۲۹۶.
- ✓ Capolupo, R. (2018). Finance, investment and growth: Evidence for italy. Economic Notes, 47(1), 145-186.
- ✓ Choi, H. (2015). A Tale of two uncertainties. Loyola University Chicago. Workin paper. Access date 2016.
- ✓ Ghosh, S. (2021), The impact of economic uncertainty and financial stress on consumer confidence: the case of Japan, Journal of Asian Business and Economic Studies, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/JABES-04-2021-0044> .
- ✓ Khan, M. K., Ying, H. E., Kaleem, A., Akram, U., & Hussain, Z. (2018). Remedial role of financial development in corporate investment amid financing constraints and agency costs. Journal of Business Economics and Management, 19(1), 176-191.
- ✓ Lerskullawat, A. (2018). Financial development, financial constraint, and firm investment: Evidence from Thailand. Kasetsart Journal of Social Sciences, 39(3), 1-12.

- ✓ Lopes, N., Cerqueira, A., & Brandao, E. (2017). The Determinants of Capital Structure: impact of institutional determinants and subprime crisis. Faculty of economic, University of U.Porto.
- ✓ Muyambiri, B., & Odhiambo, N. M. (2018). South Africa's Financial Development and its Role in Investment. *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 7(1), 101-120.
- ✓ Ro, Y. J., Kim, I. C., & Kim, J. W. (2017). Financial Development and Investment in Korea. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(3), 534-543.
- ✓ So Yeoun Choy (2019). *Economic Uncertainty and Management Earnings Forecasts*. College of Business Administration, The Graduate School, Seoul National University.