



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال ششم / شماره بیست‌وسوم / پائیز ۱۳۹۶

بررسی اثرات غیرخطی سیاست پولی در چارچوب دو کانال ارزش خالص و جریان نقدی شرکت‌ها (کاربرد از روش پنل کوانتایل)^۱

تاناز صلاحش

دانشجوی دکتری اقتصاد دانشگاه تبریز، تبریز، ایران (نویسنده مسئول)
tanazsalاهش@gmail.com

علیرضا کازرونی

استاد دانشکده اقتصاد، مدیریت، بازرگانی دانشگاه تبریز، تبریز، ایران

حسین اصغر پور

دانشیار دانشکده اقتصاد، مدیریت، بازرگانی دانشگاه تبریز، تبریز، ایران

تاریخ دریافت: ۹۵/۱۲/۲۲ تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۲/۲۵

چکیده

فرآیند اثرگذاری سیاست پولی بر متغیرهای حقیقی اقتصاد همواره برای سیاست‌گذاران پولی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار بوده است. به این جهت تاکنون کانال‌های مختلفی تحت عنوان مکانیزم انتقال پولی مطرح گشته‌اند. کانال ارزش خالص و جریان نقدی از زیرمجموعه‌های کانال ترازنامه بوده و جدیدترین کانال‌های مطرح شده در ادبیات مکانیزم انتقال پولی می‌باشند؛ بنابراین بررسی نقش شرکت‌ها در مکانیزم انتقال پولی برای اولین بار در ایران ضرورت انجام این مطالعه می‌باشد. از طرفی هدف این مطالعه بررسی اثرات غیرمستقیم و غیرخطی سیاست پولی از طریق ارزش خالص و جریان نقدی شرکت‌ها بر میزان تسهیلات دریافتی در دهک‌های مختلف می‌باشد. به این منظور صورت‌های مالی پنجاه شرکت غیرمالی در ایران برای دوره زمانی ۱۳۸۶-۱۳۹۳ با استفاده از روش پنل کوانتایل مورد مطالعه قرار گرفته است. به طور خلاصه نتایج بیانگر اثرات قوی‌تر سیاست پولی از طریق ارزش خالص در دهک نود و پنجم تسهیلات و همچنین اثرات قوی‌تر سیاست پولی از طریق جریان نقدی در دهک‌های میانی تسهیلات می‌باشد.

واژه‌های کلیدی: کانال ترازنامه، ارزش خالص، جریان نقدی، تسهیلات، پنل کوانتایل.

۱- مقدمه

مطالعات بسیاری تاکنون در ایران به بررسی کانال‌های مختلف مکانیزم انتقال پولی پرداخته‌اند. در سال‌های اخیر محققان بسیاری در ایران به بررسی کانال وام‌دهی پرداخته‌اند. حال آنکه پس از بحران مالی آمریکا به علت عدم توانایی کانال وام‌دهی در تحلیل اتفاقات روز، کانال‌های ترازنامه‌ای مطرح گشتند. کانال ارزش خالص و جریان نقدی دو زیرمجموعه از کانال ترازنامه می‌باشند. کانال ترازنامه نقش شرکت‌ها در انتقال اثرات سیاست پولی را پررنگ می‌نماید. ضرورت انجام این مطالعه توجه به نقش شرکت‌ها در انتقال اثرات سیاست‌های پولی برای اولین بار در ایران و در چارچوب کانال ترازنامه می‌باشد. به علاوه این مطالعه به بررسی اثرات غیرمستقیم و غیرخطی سیاست پولی از طریق ارزش خالص و جریان نقدی شرکت‌ها بر میزان تسهیلات دریافتی در دهک‌های مختلف می‌پردازد؛ بنابراین سیاست‌گذاران می‌توانند با استفاده از نتایج این مطالعه شدت اثرات غیرمستقیم سیاست پولی در دهک‌های مختلف تسهیلات را در نظر بگیرند. به بیان دیگر یافته‌های این مطالعه کمک می‌نماید تا اهمیت هر یک از کانال‌های ارزش خالص و جریان نقدی با توجه به دهک‌های مختلف تسهیلات ارزیابی گردد.

این مقاله شامل شش بخش می‌باشد. در بخش اول مقدمه مطرح می‌گردد. بخش دوم به بررسی مبانی نظری و پیشینه مطالعات تجربی پرداخته می‌شود. بخش سوم روش‌شناسی تحقیق ارائه می‌گردد. بخش چهارم سؤالات تحقیق مطرح شده و یافته‌های مطالعه در بخش پنجم آورده شده است. در نهایت نتیجه‌گیری در بخش ششم بیان می‌گردد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

۲-۱- مبانی نظری

سیاست پولی امروزه در مرکز توجه اقتصاددانان جهت دستیابی به رشد پایدار و تورم پایین در اقتصاد است. این در حالی است که اهمیت سیاست مالی به عنوان ابزاری برای ایجاد ثبات در اقتصاد کاهش یافته است. کسری بودجه دولت در کشورها را می‌توان یکی از علل عدم موفقیت سیاست‌های مالی در ایجاد ثبات در اقتصاد دانست. ارزیابی دقیق و زمانی اثرات سیاست پولی در اقتصاد نیازمند درک درست از مکانیزم‌هایی است که سیاست پولی از آن طریق بر اقتصاد اثر می‌گذارد. ادبیات مکانیزم انتقال پولی به منظور بررسی چگونگی اثرگذاری سیاست پولی بر متغیرهای حقیقی اقتصاد مطرح گشته است. تاکنون کانال‌های بسیاری همچون نرخ بهره، نرخ ارز، دارایی‌ها و غیره مطرح شده‌اند. در یک طبقه‌بندی کلی می‌توان کانال‌های مطرح شده را به کانال اعتباری و غیر اعتباری تقسیم نمود. کانال اعتباری مبتنی بر فرض نقص و ناکارآمدی بازارها به علت وجود اطلاعات نامتقارن می‌باشند. در سال‌های اخیر کانال اعتباری توجه ویژه‌ای به خود جلب کرده است.

۲-۱-۱- کانال اعتباری

کانال اعتباری شامل کانال‌هایی همچون کانال وام‌دهی و ترازنامه می‌باشد. کانال ترازنامه نیز خود شامل کانال ارزش خالص^۲ و کانال جریان نقدی^۳ می‌باشد. مطالعات انجام گرفته نشان می‌دهد که اثرات اجرا سیاست پولی و عملکرد کانال‌های انتقال پولی در کشورها متفاوت می‌باشد. به عنوان مثال در کشورهای نوظهور و در حال توسعه با بخش مالی غیر بانکی کم‌تر توسعه یافته، سیستم بانکی نقش برجسته‌تری در تأمین مالی اقتصاد بر عهده دارد. در این کشورها بازار انواع دارایی‌های مالی به طور ناقص عمل می‌نماید و لذا کانال‌های انتقال پولی مرتبط با دارایی‌ها نظیر سهام و ارز نقش چندان مؤثری در انتقال شوک‌های پولی بر تولید و تورم ندارند. یکی از دلایل این امر را می‌توان تسلط زیاد دولت بر اعتبار دهی سیستم بانکی و البته نقش فعال سیستم بانکی به علت فقدان بازار سرمایه فعال در این کشورها دانست؛ به عبارت دیگر می‌توان اینگونه عنوان نمود که با افزایش مداخله دولت در فرآیند ارائه تسهیلات توسط بانک‌ها، کانال‌های مبتنی بر بازار نظیر کانال نرخ بهره اثرگذاری کم‌تری نسبت به کانال‌های اعتباری خواهند داشت (واشقانی ۱۳۸۹).

پایه‌های نظری کانال‌های اعتباری سال‌ها قبل در مقالات مربوط به جیره بندی اعتباری مطرح شده‌اند. به عنوان مثال استیگلز و وایس^۴ (۱۹۸۱) با استفاده از بحث مخاطره اخلاقی استدلال می‌کنند که افزایش نرخ بهره، بانک‌ها را به سمت سرمایه‌گذاری در پروژه‌های پر مخاطره همراه با ریسک بیشتر هدایت می‌کند. در نتیجه بانک‌ها ترجیح خواهند داد که ارائه تسهیلات را کاهش دهند. برنانک و گرتلر (۱۹۸۹) معتقدند که در این حالت هزینه نمایندگی میان اعتباردهندگان و اعتبار گیرندگان مطرح می‌شود (بهامیک و دیگران^۵ ۲۰۱۱).

۲-۱-۲- کانال ترازنامه (کانال ارزش خالص و جریان نقدی)

کانال ترازنامه و کانال وام‌دهی دو کانال از کانال‌های اعتباری معرفی شده می‌باشند. کانال وام‌دهی به چگونگی انتقال اثرات سیاست پولی از طریق بانک‌ها می‌پردازد. حال آنکه کانال ترازنامه نقش شرکت‌ها در انتقال اثرات سیاست پولی را مطرح می‌کند. کانال ترازنامه که کانال "تسریع‌کننده مالی"^۶ و یا کانال اعتباری وسیع^۷ نیز نامیده می‌شود، خود شامل دو کانال ارزش خالص و جریان نقدی می‌باشد. در کانال ترازنامه تمرکز بر اثرات تغییرات در سیاست پولی بر ترازنامه و حساب‌های درآمدی قرض‌گیرنده‌ها می‌باشد. از جمله این متغیرها می‌توان به ارزش خالص و جریان نقدی شرکت‌ها اشاره نمود (برنانک و دیگران، ۱۹۹۵). در این دیدگاه وضعیت مالی شرکت‌ها نقش مهمی در انتقال اثرات سیاست پولی ایفا می‌کند. تغییرات نرخ بهره بر ارزش خالص شرکت‌ها اثر می‌گذارد. این امر موجب تغییر وضعیت مالی و اعتباری شرکت می‌شود؛ بنابراین توانایی شرکت‌ها در دریافت تسهیلات و در نتیجه سرمایه‌گذاری تغییر می‌کند.

توانایی شرکت‌ها در دریافت تسهیلات مستقیماً با "نرخ تأمین مالی خارجی"^۸ مرتبط است. با کاهش ارزش خالص شرکت دو مسئله "مخاطره اخلاقی"^۹ و "گزینش نامناسب"^{۱۰} پدید می‌آید. به این صورت که سیاست پولی (افزایش نرخ بهره) موجب کاهش ارزش خالص (ارزش اعتباری^{۱۱}) شرکت و افزایش نرخ تأمین مالی خارجی می‌شود؛ بنابراین شرکت مجبور به کاهش سرمایه‌گذاری می‌شود. این مسئله گزینش نامناسب نامیده می‌شود. از

طرفی کاهش ارزش شرکت موجب تشویق آن برای انجام سرمایه‌گذاری با ریسک بالاتر می‌گردد. این مسئله مخاطره اخلاقی نامیده می‌شود. دو مسئله گزینش نامناسب و مخاطره اخلاقی مطرح شده در کانال اعتباری و شرایط اطلاعات نامتقارن باعث افزایش نرخ تأمین مالی خارجی و کاهش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها خواهد شد (برنانک، ۱۹۹۵).

به طور خلاصه مکانیزم دو کانال ارزش خالص و جریان نقدی را می‌توان اینگونه بیان نمود:

کانال ارزش خالص:

$r \downarrow \rightarrow \text{firm's net worth} \uparrow \rightarrow \text{adverse selection} \downarrow \rightarrow \text{moral hazard} \downarrow \rightarrow \text{lending} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

سیاست پولی انبساطی موجب افزایش ارزش خالص می‌شود. این افزایش گزینش نامناسب و مخاطره اخلاقی را کاهش داده و به دنبال افزایش تسهیلات، سرمایه‌گذاری و تولید افزایش می‌یابد.

کانال جریان نقدی:

$i \downarrow \rightarrow \text{firm's cash flow} \uparrow \rightarrow \text{adverse selection} \downarrow \rightarrow \text{moral hazard} \downarrow \rightarrow \text{lending} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

در این کانال فرض بر آن است که سیاست پولی انبساطی با کاهش نرخ بهره اسمی، با افزایش جریان نقدی شرکت‌ها وضعیت ترازنامه آن‌ها را بهبود می‌بخشد. افزایش جریان نقدی شرکت‌ها موجب افزایش نقدینگی آن‌ها می‌شود. در نتیجه ارائه‌کنندگان تسهیلات راحت‌تر می‌توانند توانایی شرکت‌ها را جهت بازپرداخت بدهی ارزیابی نمایند؛ بنابراین مسئله گزینش نامناسب و مخاطره اخلاقی اهمیت کم‌تری می‌یابد و ارائه تسهیلات و به طبع آن سرمایه‌گذاری و تولید افزایش می‌یابد (میشکین، ۲۰۱۳).

۳-۱-۲- اطلاعات نامتقارن (گزینش نامناسب و مخاطره اخلاقی)

همانطور که قبلاً اشاره شد، کانال‌های اعتباری مبتنی بر فرض اطلاعات نامتقارن می‌باشد. ناآگاهی و نابرابری در اطلاعات را اطلاعات نامتقارن می‌نامند. اطلاعات نامتقارن دو مسئله گزینش نامناسب و مخاطره اخلاقی را پدید می‌آورد. در دو کانال ارزش خالص و جریان نقدی اشاره شد که دو مسئله گزینش نامناسب و مخاطره اخلاقی موجب کاهش ارائه تسهیلات خواهد شد. مواردی که می‌توانند شفافیت بیشتر اطلاعات را بوجود آورند و عواقب گزینش نامناسب و مخاطره اخلاقی را کاهش دهند عبارتند از:

(۱) وجود مؤسسات خصوصی که اطلاعات مالی را جمع‌آوری و عرضه نمایند؛

(۲) وضع قوانین و مقررات دولتی جهت شفافیت اطلاعات در بازارهای مالی؛

(۳) دریافت وثیقه از دریافت‌کنندگان تسهیلات و افزایش ارزش خالص شرکت‌های دریافت‌کننده تسهیلات.

بنابراین تصور بر این است که دریافت وثیقه و افزایش ارزش خالص شرکت راه حلی به جهت کاهش مشکل گزینش نامناسب باشد. وثیقه در صورت عدم توانایی دریافت‌کننده تسهیلات به بازپرداخت بدهی، می‌تواند ضررهای ناشی از گزینش نامناسب را برای ارائه‌دهندگان تسهیلات کاهش دهد؛ در این حالت ارائه‌کننده

تسهیلات می‌تواند از طریق وصول وثیقه نقدینگی کسب نموده و زیان‌های ناشی از عدم بازپرداخت بدهی را کاهش دهد. این امر خود می‌تواند باعث تمایل بیشتر ارائه‌کنندگان تسهیلات به ارائه منابع مالی با شرط وثیقه شود. از طرف دیگر دریافت‌کنندگان تسهیلات نیز به جهت دریافت تسهیلات با نرخ کم‌تر، خود مایل به سپردن دارایی‌های خود به صورت وثیقه نزد ارائه‌دهندگان تسهیلات می‌باشند. به علاوه تصور بر آن است که هر چه ارزش خالص شرکت بیشتر باشد، عدم توانایی بازپرداخت بدهی کمتر بوده و شرکت از دارایی کافی جهت بازپرداخت بدهی‌ها برخوردار است؛ بنابراین در مورد شرکت با ارزش خالص بیشتر، مسئله گزینش نامناسب اهمیت کمتری می‌یابد و تمایل به ارائه تسهیلات به چنین شرکت‌هایی بیشتر است.

مخاطره اخلاقی یکی دیگر از جنبه‌های اطلاعات نامتقارن بوده و مربوط به زمان بعد از انجام عملیات مالی می‌باشد. مسئله نمایندگی زمانی اهمیت بیشتری می‌یابد که مدیران یک شرکت مالکیت کم‌تری داشته باشند و به عنوان نماینده سهامداران و مالکین شرکت عمل نمایند. تفاوت مالکیت و مدیریت شرکت موجب بروز مسئله مخاطره اخلاقی می‌شود. علت آن است که مدیریت در کنترل امور و انجام وظایف خود می‌تواند لزوماً منافع سهامداران و مالکان شرکت را نسبت به منافع شخصی خود ارجحیت ندهد؛ بنابراین به جهت رفع مسئله مخاطره اخلاقی نیز پیشنهاد می‌گردد: ۱. شرکت‌ها دارای ارزش خالص بالاتری باشند. هنگامی که منافع سهامداران در شرکت زیاد بوده و ارزش خالص شرکت (تفاوت بین دارایی‌ها و بدهی‌ها) بیشتر باشد، ریسک مسئله مخاطره اخلاقی کاهش می‌یابد. علت آن است که دریافت‌کننده تسهیلات خود ذینفع بوده و در صورت عدم موفقیت متحمل زیان‌های سنگینی خواهد شد. ۲. تنظیم مفاد قرارداد ارائه تسهیلات به گونه‌ای که رفتارهای شرکت دریافت‌کننده تسهیلات قابل کنترل باشد. در تنظیم قرارداد باید به هم‌راستا بودن منافع دریافت‌کنندگان و ارائه‌کنندگان تسهیلات دقت ویژه‌ای شود. تصور بر آن است که مقدار بالای ارزش خالص شرکت متقاضی تسهیلات، موجب تلاش بیشتر آن شرکت جهت دستیابی به منافع مشترک و مورد انتظار باشد؛ بنابراین هنگامی که ارزش خالص شرکت متقاضی تسهیلات کم باشد، مسئله مخاطره اخلاقی اهمیت بیشتری یافته و توانایی شرکت جهت دریافت تسهیلات به دلایل مطرح شده کاهش می‌یابد. موارد ذکر شده در بالا برای جریان نقدی شرکت‌ها نیز به همین صورت قابل توضیح است.

۲-۲ پیشینه پژوهش

در این بخش مروری بر مطالعات مرتبط با کانال ترازنامه در مکانیزم انتقال پولی ارائه می‌گردد. روسلن و دیگران^{۱۲} (۲۰۱۵) داده‌های خرد شرکت‌ها را برای دوره ۲۰۰۳-۲۰۱۱ برای کشور چکوسلواکی و با استفاده از روش پنل دیتا مورد مطالعه قرار داده‌اند. نتایج حاکی از وجود رابطه میان افزایش نرخ بهره و افزایش تسهیلات کوتاه‌مدت بانکی برای شرکت‌ها می‌باشد.

ژیچین و دیگران (۲۰۱۲)^{۱۳} در مطالعه‌ای برای داده‌های فصلی ترازنامه ۶۳۶ شرکت برای دوره زمانی ۲۰۰۵-۲۰۱۰ و برای کشور چین با استفاده از پنل دیتا، به یافته‌هایی به این شرح دست می‌یابند. نتایج مطالعه آنها

نشان می‌دهد که کیفیت ترازنامه شرکت‌ها در زمان سیاست‌های انقباضی نسبت به زمان سیاست‌های انبساطی بدتر است و همچنین اثرات تغییرات سیاست پولی بر کیفیت ترازنامه شرکت‌ها در طول زمان نامتقارن است. شبیر^{۱۴} (۲۰۱۲) داده‌های خرد شرکت‌های غیرمالی پاکستان را برای سال‌های ۲۰۰۰-۲۰۱۰ بررسی می‌کند. نتایج بیانگر آن است که سیاست‌های پولی انقباضی باعث کاهش ارزش خالص و همچنین کاهش جریان نقدی شرکت‌ها شده و این اثر بر ترازنامه شرکت‌ها تا ۳ سال باقی خواهد ماند.

مطالعه دیگری توسط شبیر (۲۰۱۲) جهت بررسی داده‌های شرکت‌های غیرمالی در پاکستان برای سال‌های ۱۹۹۹-۲۰۱۰ انجام شده است. در این مطالعه شرکت‌ها به دو گروه شرکت‌های کوچک و متوسط (SME) ها و شرکت‌های بزرگ تقسیم می‌شوند. نتایج، وجود کانال ارزش خالص را تأیید می‌نماید. همچنین جریان نقدی، تسهیلات دریافتی کوتاه‌مدت و سود شرکت‌های کوچک و متوسط را بیشتر متأثر می‌نماید. اولوک و دیگران^{۱۵} (۲۰۱۱) داده‌های خرد تسهیلات برای آمریکا و برای دوره زمانی ۱۹۹۵:۱-۲۰۰۹:۴ را مطالعه می‌کنند. در این مطالعه نرخ‌های بهره واقعی و اسمی فدرال به عنوان سیاست پولی انتخاب شده‌اند و اثرگذاری کانال‌های وام‌دهی و ترازنامه مکانیزم انتقال پولی مقایسه می‌شوند. نتایج بیان می‌کند که مهم‌ترین کانالی که از آن طریق شوک‌های سیاست‌های پولی به اقتصاد منتقل می‌شوند کانال ترازنامه بوده و وام‌دهی بانک‌ها نقش معناداری را ندارد. رابطه مثبت میان توانایی مالی دریافت‌کننده تسهیلات و عرضه تسهیلات وجود دارد.

چاتلین و دیگران (۲۰۰۳)^{۱۶} داده‌های خرد شرکت‌ها و بانک‌ها را برای دوره زمانی ۱۹۸۰ - ۱۹۹۰ و با استفاده از روش GMM بررسی نموده‌اند. نتایج مطالعه آنها برای کشورهای منطقه یورو بیانگر آن است که نرخ بهره به عنوان سیاست پولی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌های منطقه یورو مؤثر است. نتایج مطالعه آنها در خصوص سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و وام‌دهی بانک‌ها وجود کانال اعتبار در منطقه یورو را تأیید می‌کند.

نمازی و دیگران (۱۳۹۵) در مطالعه " بررسی رابطه بین دارایی‌های نامشهود و عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، ۱۳۴ شرکت را برای دوره زمانی ۱۳۸۰-۱۳۹۱ مورد مطالعه قرار داده‌اند. نتایج حاصل از آزمون ضریب همبستگی جزئی و رگرسیون سلسله مراتبی بیانگر وجود رابطه معنادار میان دارایی‌های نامشهود و عملکرد مالی شرکت‌ها را بیان می‌کند.

هزارخوانی و دیگران (۱۳۹۳) در مطالعه با عنوان "تحلیل حساسیت تأثیر جریان نقدی بر محدودیت مالی بر اساس مدل بائو" حساسیت جریان نقدی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی می‌کنند. در این مطالعه اطلاعات 124 شرکت طی سال‌های 1386 تا 1391 در نظر گرفته می‌شود. نتایج تحقیق با استفاده از روش spss نشان داد که الگوی حساسیت جریان نقدی در شرکت‌های با جریان نقدی منفی به نسبت سایر شرکت‌ها متفاوت است. بنابراین اهمیت حساسیت جریان نقدی در شرکت‌های با محدودیت مالی بالاتر کمتر از شرکت‌های با محدودیت مالی پایین است.

حاجیها و دیگران (۱۳۹۳) در مطالعه‌ای با عنوان "بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعات و ارزش شرکت بر سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی رابطه میان ارزش شرکت و سرمایه‌گذاری در صورت وجود

عدم تقارن اطلاعات با استفاده از تجزیه و تحلیل پانل ورگرسیون حداقل مربعات معمولی برای ۹۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و برای دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۰ می‌پردازد. در این تحقیق ابتدا رابطه مستقیم بین ارزش شرکت و سرمایه‌گذاری و سپس اثر متقابل عدم تقارن اطلاعات و ارزش شرکت بر سرمایه‌گذاری بررسی شده است. نتایج نشان می‌دهد که عدم تقارن اطلاعات، موجب کاهش تأثیر ارزش شرکت بر سرمایه‌گذاری شده است.

جمع‌بندی مطالعات نشان می‌دهد که مطالعاتی همچون اولوک و دیگران (۲۰۱۱) اهمیت کانال ترازنامه را مطرح نموده و کانال وام‌دهی را بی‌اثر می‌دانند. برخی مطالعات اثرات سیاست پولی را بر تسهیلات دریافتی شرکت‌ها بررسی و تأیید می‌نمایند (روسلن و دیگران، ۲۰۱۵). برخی اثرات سیاست پولی بر جریان نقدی و ارزش خالص را مورد مطالعه قرار داده‌اند (شیر، ۲۰۱۲). مطالعات دیگری همچون چاتلین و دیگران (۲۰۰۳) اثرات سیاست پولی را بر سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار داده‌اند. در سایر مطالعات اثرات نامتقارن سیاست پولی به تفکیک اندازه شرکت‌ها (شیر، ۲۰۱۲) و یا نوع سیاست پولی (انقباضی یا انبساطی) پرداخته شده است (ژچین و دیگران، ۲۰۱۲). در این مطالعه با در نظر گرفتن مطالعات تجربی انجام شده و مبانی نظری، هدف بررسی اثرات غیرخطی سیاست پولی بر تسهیلات دریافتی شرکت‌ها در چارچوب دو کانال ارزش خالص و جریان نقدی می‌باشد.

۳- روش‌شناسی پژوهش

۳-۱- تعریف جامعه آماری

این پژوهش از نوع کاربردی است. در این مطالعه اطلاعات ترازنامه و حساب‌های سود و زیان پنجاه شرکت غیرمالی حاضر در بورس اوراق بهادار تهران برای سال‌های ۱۳۸۶-۱۳۹۳ در نظر گرفته شده‌اند. شایان ذکر است که جامعه آماری مورد مطالعه به شرکت‌هایی محدود می‌شود که در تمام بازه زمانی تحقیق به طور مداوم هر دو تسهیلات بلندمدت و کوتاه‌مدت را دریافت نموده‌اند. اطلاعات مربوط به نسبت‌های مالی شرکت‌ها از سازمان بورس اوراق بهادار تهران تهیه شده است. مقدار ذخایر قانونی و کل سپرده‌ها از وبسایت بانک مرکزی جمهوری اسلامی استخراج شده است. در این مطالعه جهت بررسی اثرات غیرخطی سیاست پولی برای دهک‌های مختلف تسهیلات، از روش پنل کوانتایل و نرم‌افزار Stata 14 استفاده شده است.

۳-۲ مدل اقتصادسنجی

در این بخش جهت بررسی اثرات سیاست پولی بر تسهیلات دریافتی شرکت‌ها در چارچوب دو کانال ارزش خالص و جریان نقدی شرکت‌ها مدل (۱) معرفی می‌گردد. این مدل بر اساس مدل‌های مطالعه شده توسط شیر (۲۰۱۲) و روسلن و دیگران (۲۰۱۵) معرفی شده است. بنا بر مبانی نظری متغیرهای ارزش خالص و جریان نقدی به عنوان متغیرهای مستقل در این مدل آورده شده‌اند. همچنین به منظور بررسی اثرات غیرمستقیم سیاست پولی بر تسهیلات دریافتی، متغیرهای تقاطعی سیاست پولی با متغیر ارزش خالص و جریان نقدی نیز در

مندل گنجانده شده‌اند. متغیر سیاست پولی نیز به جهت بررسی اثرات مستقیم سیاست پولی در مدل قرار گرفته است.

$$L_{it} = \alpha_i + \beta_1 MP_t + \beta_2 NW_{it} + \beta_3 CF_{it} + \beta_4 NW_{it} MP_t + \beta_5 CF_{it} MP_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$i=1,2,3,\dots,n$$

$$t=1386,\dots,1393$$

α_i : بیانگر اثر شرکت‌ها

L_{it} : میزان تسهیلات دریافتی شرکت i در سال t

MP_t : متغیر سیاست پولی در سال t

NW_{it} : نسبت ارزش خالص شرکت i ام در سال t

CF_{it} : نسبت جریان نقدی به دارایی‌های شرکت i ام در سال t

$NW_{it} MP_t$: متغیر تقاطعی نسبت ارزش خالص با سیاست پولی

$CF_{it} MP_t$: متغیر تقاطعی نسبت جریان نقدی با سیاست پولی

ε_{it} جزء خطا

۳-۳- تعریف عملیاتی متغیرها

L : متغیر تسهیلات دریافتی شرکت‌ها به صورت نسبت کل تسهیلات دریافتی شرکت‌ها بر کل دارایی‌ها تعریف می‌گردد.

MP : متغیر سیاست پولی بوده که در این مطالعه به صورت نسبت ذخایر قانونی به کل سپرده‌ها در نظر گرفته می‌شود.

NW : ارزش خالص شرکت می‌باشد. در این مطالعه ارزش خالص شرکت به صورت نسبت مجموع دارایی‌ها منهای بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌های تعریف شده است.

CF : جریان نقدی شرکت می‌باشد. در این مطالعه نسبت سود و زیان شرکت تقسیم بر کل دارایی‌ها به عنوان شاخص جریان نقدی شرکت‌ها در نظر گرفته شده است.

$NWMP$: متغیر تقاطعی سیاست پولی با ارزش خالص می‌باشد که به صورت حاصلضرب سیاست پولی در ارزش خالص تعریف می‌گردد.

$CFMP$: متغیر تقاطعی سیاست پولی با جریان نقدی شرکت می‌باشد که به صورت حاصلضرب سیاست پولی در جریان نقدی تعریف می‌گردد.

۳-۴- روش پنل کوانتایل

در این مطالعه مطابق برخی از مطالعات تجربی به بررسی اثرات نامتقارن و غیرخطی سیاست پولی در چارچوب کانال ترازنامه پرداخته‌ایم. جهت بررسی اثرات غیرخطی سیاست پولی روش پنل کوانتایل مورد استفاده

قرار گرفته است. در روش کوانتایل فرض می‌کنیم (y_i, x_i) ، $i=1,2,\dots,N$ جامعه مورد مطالعه برای نمونه n شرکت برای دوره زمانی t ($t=1,2,\dots,T$) باشد. x_i بردار متغیرهای مستقل و y_i متغیر وابسته تحقیق است. اگر وضعیت توزیعی کوانتایل θ ام y_i نسبت به x_i خطی باشد، معادله کوانتایل به صورت زیر خواهد بود:

$$y_i = x_i \beta_0 + u_{i\theta} \quad (1)$$

$$\text{Quant}_{y_i}(\theta|x_i) \equiv \inf\{y = F_i(y|x) \geq \theta = x_i \beta_0\} \quad (2)$$

$$\text{Quant}_{y_i}(\theta|x_i) = 0 \quad (3)$$

$\text{Quant}_{y_i}(\theta|x_i)$ بیانگر کوانتایل θ ام از y_i بر حسب x_i است. β_0 برداری از پارامترهای نامعلوم که برای مقادیر مختلف θ باید محاسبه شود. $u_{i\theta}$ جزء خطا و $F_i(y|x)$ تابع تجمعی توزیعی بر حسب x می‌باشد. با تغییر مقادیر θ بین $(0,1)$ می‌توان به توزیعی کامل y بر حسب x دست یافت. تخمین زنده β_0 از رابطه زیر بدست می‌آید:

$$\min_{\beta_0} \sum_{i=1}^n \rho_{\theta}(y_i - x_i \beta_0) \quad (4)$$

ρ_{θ} تابع زیان بوده و به این صورت بیان می‌شود:

$$\begin{cases} \theta u, & \text{if } u \geq 0 \\ (\theta - 1)u, & \text{if } u < 0 \end{cases} \quad (5)$$

معادله (۴) مقادیر خطا را محاسبه کرده و در مقادیر معادله (۵) ضرب می‌نماید. روش استاندارد جهت برآورد ماتریس کواریانس برآوردگرها روش بوت استرپ می‌باشد. در این مطالعه نیز از روش بوت استرپ استفاده شده است.

۴- سؤالات پژوهش

هدف اصلی این مطالعه بررسی اثرات غیرمستقیم و غیرخطی سیاست پولی از طریق ارزش خالص و جریان نقدی شرکت‌ها بر میزان تسهیلات دریافتی در دهک‌های مختلف تسهیلاتی می‌باشد؛ بنابراین سؤالات این تحقیق اینگونه مطرح می‌گردد:

- (۱) اثرات NW_{it} (ارزش خالص شرکت) بر تسهیلات دریافتی برای دهک‌های مختلف تسهیلات چگونه می‌باشد؟
- (۲) اثرات غیرمستقیم سیاست پولی از طریق NW_{it} (ارزش خالص شرکت) برای دهک‌های مختلف تسهیلات چگونه می‌باشد؟
- (۳) اثرات CF_{it} (جریان نقدی شرکت‌ها) بر تسهیلات دریافتی برای دهک‌های مختلف تسهیلات چگونه می‌باشد؟

۴) اثرات غیرمستقیم سیاست پولی از طریق CF_{it} (جریان نقدی شرکت‌ها) برای دهک‌های مختلف تسهیلات چگونه می‌باشد؟

۵- یافته‌های پژوهش

بنابراین به طور خلاصه در این تحقیق به دنبال پاسخ به این سؤالات هستیم که آیا اثرگذاری ارزش خالص و جریان نقدی شرکت‌ها در دهک‌های مختلف تسهیلات متفاوت است؟ آیا اثرگذاری غیرمستقیم سیاست پولی از طریق ارزش خالص و جریان نقدی شرکت‌ها بر میزان تسهیلات دریافتی در دهک‌های مختلف تسهیلات متفاوت می‌باشد؟

به این منظور ابتدا مطابق جدول (۱) وجود ریشه واحد برای متغیرهای مورد مطالعه را بررسی می‌کنیم. نتایج آزمون‌های ریشه واحد لوین، پسران شین و فیلیپس پرون بیانگر وجود ریشه واحد و نامانا بودن برخی متغیرها از جمله متغیر سیاست پولی در سطح می‌باشد. بنابراین برای اینکه بتوانیم از مقدار سطح متغیرها در تخمین استفاده نماییم باید با استفاده از آزمون هم‌انباشتگی وجود حداقل یک رابطه بلندمدت میان متغیرهای مورد مطالعه تأیید شود. نتایج آزمون هم‌انباشتگی کائو با مقدار آماره t ، $-12/5$ و احتمال صفر وجود حداقل یک رابطه بلندمدت میان متغیرهای را تأیید می‌کند.

جدول (۱) آزمون‌های ریشه واحد

متغیرها	Levin, Lin & Chu t	Im, Pesaran and Shin	PP - Fisher Chi-square
NW	-6/617*	1/708	152/855*
	(0/000)	(0/956)	(0/0005)
CF	14/591*	-0/253	114/358
	(0/000)	(0/4)	(0/154)
MPNW	-3/112*	2/643	119/645
	(0/0009)	(0/995)	(0/087)
MPCF	3/404	2/487	141/095*
	(0/999)	(0/993)	(0/004)
MP	24/398	4/327	0/01
	(1/000)	(1/000)	(1/000)

مأخذ: یافته‌های محقق

در مرحله بعد با استفاده از روش پنل کوانتایل و بوت استرپ جهت پاسخ دادن به فرضیات و سؤالات تحقیق به نتایج ارائه شده در جدول (۲) دست می‌یابیم.

جدول (۲) نتایج تخمین پنل کوانتایل

متغیرها	20	40	60	80	95
NW	-0/707***	-0/977***	-0/773***	-0/797***	-1/690***
	(-5/703)	(-5/889)	(-4/113)	(-3/560)	(-246/0)
CF	0/410***	0/758***	0/475	0/807***	0/659***
	(1/659)	(1/972)	(1/397)	(2/182)	(59/32)
MPNW	2/388***	3/824***	1/692	0/450	6/800***
	(2/691)	(3/256)	(1/103)	(0/241)	(126/3)
MPCF	-4/763***	-8/376***	-6/988***	-7/625***	-5/319***
	(-2/535)	(-2/484)	(-2/511)	(-2/608)	(-56/02)
MP	-0/502	-2/844***	-1/258	-7/537	-2/383***
	(-0/210)	(-1/677)	(-0/455)	(-0/532)	(-252/4)
تعداد مشاهدات	400	400	400	400	400
تعداد شرکت‌ها	50	50	50	50	50

*** p<0/1, ** p<0/05, * p<0/1

مأخذ: یافته‌های محقق

یافته‌های مطالعه با توجه به جدول (۲) حاکی از وجود اثر منفی و معنادار ارزش خالص در تمامی دهک‌های تسهیلات می‌باشد. نتایج بدست آمده در مورد ضرایب مربوط به متغیر ارزش خالص شرکت‌ها مطابق با انتظار و مبانی نظری نمی‌باشد. بنا بر مبانی نظری و نتایج برخی مطالعات تجربی همچون شبیر (۲۰۱۲)، انتظار بر این است که با افزایش ارزش خالص شرکت میزان تسهیلات دریافتی شرکت افزایش یابد. دلیل این امر افزایش وضعیت اعتباری شرکت و ارزیابی بهتر تأمین‌کنندگان مالی از وضعیت مالی شرکت می‌باشد. حال آنکه نتایج مطالعه انجام گرفته در ایران رابطه منفی میان ارزش خالص و تسهیلات را نشان می‌دهد؛ بنابراین افزایش در ارزش خالص شرکت نه تنها ارزیابی تأمین‌کنندگان منابع مالی از وضعیت شرکت را بهبود نمی‌بخشد بلکه موجب کاهش اعتبار مالی شرکت در دید تأمین‌کنندگان مالی گشته است. فرآیند پیچیده و زمان بر وصول وثایق در ایران را می‌توان یکی از علل این امر دانست. همچنین تأمین‌کنندگان منابع مالی افزایش ارزش خالص شرکت را به منزله عملکرد ضعیف شرکت تلقی می‌نمایند و افزایش ارزش خالص را به منزله ساختار نامناسب مالی شرکت و سهم بیشتر دارایی‌های غیرنقدشونده شرکت می‌دانند. بر اساس نمودار (۱) بیشترین اثر مربوط به متغیر ارزش خالص در دهک ۹۵ بوده است. اثرات این متغیر در سایر دهک‌های مورد مطالعه تقریباً یکسان می‌باشد.

ضرایب مثبت و معنادار جریان نقدی (CF) به این معنا است که تأمین‌کنندگان منابع مالی در ایران توجه ویژه‌ای به جریان نقدی شرکت‌ها جهت ارائه تسهیلات دارند. تصور بر این است که سود بالاتر شرکت‌ها به معنای وضعیت مالی بهتر شرکت و عملکرد بهتر آن بوده و در نتیجه ارائه تسهیلات به شرکت افزایش می‌یابد؛ ضریب بدست آمده برای متغیر جریان نقدی کاملاً مطابق با مبانی نظری و مطالعات تجربی انجام شده می‌باشد. اثر

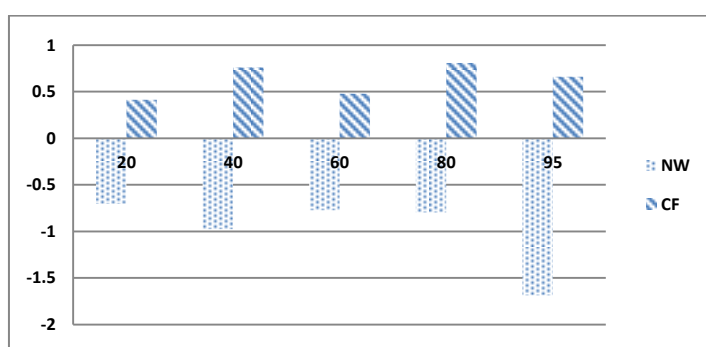
جریان نقدی بر تسهیلات دریافتی شرکت‌ها به جز دهک ۶۰ ام، در سایر دهک‌های مورد مطالعه معنادار می‌باشد. همچنین بیشترین اثر جریان نقدی بر تسهیلات در دهک‌های ۴۰ و ۸۰ قابل مشاهده است. نتایج تخمین در رابطه با اثرات غیرمستقیم سیاست پولی بر تسهیلات دریافتی شرکت‌ها نیز بیانگر اثر مثبت ضریب تقاطعی سیاست پولی با ارزش خالص شرکت‌ها در همه دهک‌های تسهیلات می‌باشد. این یافته نیز هم‌راستا با نتایج بدست آمده برای اثرات ارزش خالص بر تسهیلات می‌باشد. به این صورت که سیاست پولی از طریق اثرگذاری بر ارزش خالص شرکت موجب افزایش میزان تسهیلات دریافتی شرکت شده است و بنابراین اثر غیرمستقیم سیاست پولی از طریق ارزش خالص شرکت‌ها، از شدت اثر منفی و مستقیم سیاست پولی کاسته است. بنا بر نمودار (۲) بیشترین مقدار این اثر در دهک ۹۵ قابل مشاهده بوده است؛ بنابراین در دهک‌های مربوط به مقادیر بالای تسهیلات انتظار بر آن است که اثرات غیرمستقیم سیاست پولی از طریق ارزش خالص بر تسهیلات افزایش یابد.

ضریب تقاطعی سیاست پولی با جریان نقدی شرکت‌ها در همه دهک‌های تسهیلات، منفی و معنادار می‌باشد. این نتیجه هم‌راستا با ضرایب بدست آمده برای جریان نقدی می‌باشد؛ بنابراین سیاست پولی از طریق اثرگذاری بر جریان نقدی شرکت، میزان تسهیلات دریافتی شرکت را کاهش می‌دهد. این یافته مطابق مبانی نظری و مطالعات تجربی انجام شده می‌باشد. در نتیجه اثر غیرمستقیم سیاست پولی از طریق جریان نقدی، اثرات مستقیم سیاست پولی بر تسهیلات دریافتی را شدت می‌بخشد. بیشترین اثر معنادار سیاست پولی از طریق جریان نقدی به ترتیب در دهک ۴۰ و ۸۰ تسهیلات می‌باشد؛ بنابراین انتظار بر آن است که سیاست پولی از طریق جریان نقدی در دهک‌های میانی اثرگذاری بیشتری بر میزان تسهیلات داشته باشد. همچنین ضرایب مربوط به اثرات مستقیم سیاست پولی در کلیه دهک‌های تسهیلات منفی بوده است. به این معنا که اعمال سیاست پولی به طور مستقیم موجب کاهش میزان تسهیلات دریافتی شرکت‌ها می‌شود. این اثر در دهک ۴۰ و ۹۵ معنادار می‌باشد.

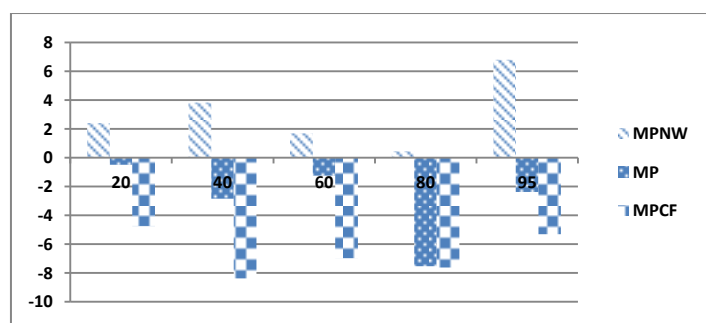
به طور خلاصه با توجه به اطلاعات ترسیمی در نمودار (۲) و نتایج جدول (۲) می‌توان در مجموع اثرات منفی مستقیم و غیرمستقیم سیاست پولی از طریق ارزش خالص و جریان نقدی را بر میزان تسهیلات دریافتی شرکت‌ها را قوی تر دانست؛ به این صورت که افزایش سیاست پولی از یک طرف به طور مستقیم مقدار تسهیلات را کاهش می‌دهد. از طرف دیگر سیاست پولی به طور غیرمستقیم و از طریق جریان نقدی شرکت‌ها موجب کاهش تسهیلات دریافتی شده است.

در جمع بندی نتایج بدست آمده از داده‌های پنجاه شرکت غیرمالی در ایران و برای دوره زمانی ۱۳۸۶-۱۳۹۳ که با روش پنل کوانتایل انجام شده است، به طور خلاصه می‌توان اثرات منفی مستقیم و غیرمستقیم سیاست پولی بر تسهیلات را در دهک‌های مختلف تسهیلات قوی تر ارزیابی نمود؛ بنابراین انتظار بر آن است که سیاست پولی انقباضی به صورت افزایش نسبت ذخایر قانونی موجب کاهش تسهیلات دریافتی شرکت‌ها گردد. به علاوه یافته‌های این مطالعه بیانگر اثرات مثبت جریان نقدی شرکت و اثرات مثبت متغیر تقاطعی سیاست پولی با

ارزش خالص شرکت بر تسهیلات در دهک‌های مختلف می‌باشد. همچنین اثرات مستقیم سیاست پولی و اثرات ارزش خالص و متغیر تقاطعی سیاست پولی با جریان نقدی منفی بوده و در اغلب دهک‌ها معنادار می‌باشند. به طور کلی اثر غیرمستقیم سیاست پولی از طریق ارزش خالص را می‌توان در دهک نود پنجم و اثر غیرمستقیم سیاست پولی از طریق جریان نقدی را در دهک‌های میانی قوی‌تر دانست. اثرات مستقیم سیاست پولی نیز در دهک‌های بالایی قوی‌تر بوده است.



نمودار (۲) اثرات ارزش خالص و جریان نقدی بر تسهیلات دریافتی شرکت‌ها در دهک‌های مختلف تسهیلات
مأخذ: یافته‌های محقق



نمودار (۲) اثرات مستقیم و غیرمستقیم سیاست پولی بر تسهیلات دریافتی شرکت‌ها در دهک‌های مختلف تسهیلات
مأخذ: یافته‌های محقق

۶- نتیجه‌گیری و بحث

این مطالعه به بررسی کانال ارزش خالص و جریان نقدی (دو زیرمجموعه کانال ترازنامه) می‌پردازد. کانال ترازنامه نقش شرکت‌ها را در انتقال اثرات سیاست پولی مطرح می‌نماید. ضرورت انجام این مطالعه توجه به نقش شرکت‌ها در انتقال اثرات سیاست‌های پولی برای اولین بار در ایران و در چارچوب کانال ترازنامه می‌باشد. در این

مطالعه اثرات غیرمستقیم و غیرخطی سیاست پولی از طریق ارزش خالص و جریان نقدی شرکت‌ها بر میزان تسهیلات دریافتی در دهک‌های مختلف بررسی می‌شود. هدف این مطالعه به طور خلاصه پاسخگویی به سؤالات زیر می‌باشد:

(۱) اثرات NW_{it} (ارزش خالص شرکت) بر تسهیلات دریافتی برای دهک‌های مختلف تسهیلات چگونه می‌باشد؟

(۲) اثرات غیرمستقیم سیاست پولی از طریق NW_{it} (ارزش خالص شرکت) برای دهک‌های مختلف تسهیلات چگونه می‌باشد؟

(۳) اثرات CF_{it} (جریان نقدی شرکت‌ها) بر تسهیلات دریافتی برای دهک‌های مختلف تسهیلات چگونه می‌باشد؟

(۴) اثرات غیرمستقیم سیاست پولی از طریق CF_{it} (جریان نقدی شرکت‌ها) برای دهک‌های مختلف تسهیلات چگونه می‌باشد؟

جهت پاسخ به سؤالات مطرح شده با استفاده از روش پنل کوانتایل، داده‌های مربوط به صورت‌های مالی (شامل ترازنامه‌ها و صورت‌های سود و زیان) پنجاه شرکت غیرمالی برای دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۳ بررسی شده است. نتایج این مطالعه برای کشور ایران، اثرات مستقیم و منفی سیاست پولی برای کلیه دهک‌های تسهیلات را نشان می‌دهد. همچنین بنا بر یافته‌های تحقیق رابطه منفی میان ارزش خالص و تسهیلات مشاهده می‌شود؛ بنابراین افزایش در ارزش خالص شرکت نه تنها ارزیابی تأمین‌کنندگان منابع مالی از وضعیت شرکت را بهبود نداده است، بلکه موجب کاهش اعتبار مالی شرکت در نظر تأمین‌کنندگان مالی گشته است. فرآیند پیچیده و زمان بر وصول وثایق در ایران را می‌توان یکی از علل این امر دانست. همچنین به نظر می‌رسد که تأمین‌کنندگان منابع مالی افزایش ارزش خالص شرکت را به منزله عملکرد ضعیف شرکت تلقی و افزایش ارزش خالص را به منزله ساختار نامناسب مالی شرکت و سهم بیشتر دارایی‌های غیرنقدشونده شرکت دانسته‌اند. بیشترین اثر مربوط به متغیر ارزش خالص در دهک ۹۵ بوده است. ضرایب مثبت و معنادار بدست آمده برای جریان نقدی (CF) شرکت‌ها نیز به این معنا است که تأمین‌کنندگان منابع مالی در ایران توجه ویژه‌ای به جریان نقدی شرکت‌ها جهت ارائه تسهیلات دارند. تصور بر این که سود بالاتر شرکت‌ها به معنای وضعیت مالی بهتر بوده و عملکرد بهتر آن شرکت تلقی می‌گردد. در نتیجه ارائه تسهیلات به شرکت‌هایی که از جریان نقدی بالاتر برخوردارند، افزایش یافته است. بیشترین اثر جریان نقدی بر تسهیلات در دهک‌های ۴۰ و ۸۰ قابل مشاهده بوده است.

نتایج تخمین در رابطه با اثرات غیرمستقیم سیاست پولی بر تسهیلات دریافتی شرکت‌ها نیز بیانگر ضریب مثبت متغیر تقاطعی سیاست پولی با ارزش خالص شرکت‌ها در همه دهک‌های تسهیلات می‌باشد. به این صورت که سیاست پولی از طریق اثرگذاری بر ارزش خالص شرکت موجب افزایش میزان تسهیلات دریافتی شرکت‌ها شده است و این اثر غیرمستقیم از شدت اثر مستقیم و منفی سیاست پولی کاسته است. بیشترین ضریب مربوط به اثر غیرمستقیم سیاست پولی از طریق ارزش خالص در دهک ۹۵ قابل مشاهده بوده است. به علاوه ضریب تقاطعی سیاست پولی با جریان نقدی شرکت‌ها نیز در همه دهک‌های تسهیلات مورد مطالعه منفی و معنادار

شناخته شده است؛ بنابراین سیاست پولی از طریق اثرگذاری بر جریان نقدی شرکت، میزان تسهیلات دریافتی شرکت را کاهش داده است. در نتیجه اثر غیرمستقیم سیاست پولی از طریق جریان نقدی، اثرات مستقیم سیاست پولی بر تسهیلات دریافتی را شدت بخشیده است. بیشترین اثر معنادار سیاست پولی از طریق جریان نقدی به ترتیب در دهک ۴۰ و ۸۰ تسهیلات می‌باشد.

به طور کلی می‌توان نتیجه گرفت که اثر غیرمستقیم سیاست پولی از طریق ارزش خالص در دهک نود و پنجم و اثر غیرمستقیم سیاست پولی از طریق جریان نقدی در دهک‌های میانی قوی‌تر است. همچنین اثرات مستقیم سیاست پولی نیز در دهک‌های بالایی قوی‌تر بوده است.

سیاست‌گذاران می‌توانند با استفاده از نتایج این مطالعه شدت اثرات غیرمستقیم سیاست پولی در دهک‌های مختلف تسهیلات را در نظر بگیرند. به بیان دیگر یافته‌های این مطالعه کمک می‌نماید تا اهمیت هر یک از کانال‌های ارزش خالص و جریان نقدی با توجه به دهک‌های مختلف تسهیلات ارزیابی گردد.

فهرست منابع

- * اطلاعات سری‌های زمانی اقتصادی، بانک مرکزی ایران، سال ۱۳۹۵، (www.cbi.ir)
- * حاجیپا زهره، مرادیان، بهاره (۱۳۹۳). "بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعات و ارزش شرکت بر سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری سال سوم، شماره دوازدهم، زمستان ۱۳۹۳
- * صورت‌های مالی، ترازنامه و سود و زیان شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سال ۱۳۸۶-۱۳۹۳
- * نمازی محمد، موسوی نژاد سید روح اله (۱۳۹۵). "بررسی رابطه بین دارایی‌های نامشهود و عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری سال پنجم، شماره بیستم، زمستان ۱۳۹۵، ص ۲۴۳-۲۶۲
- * واشقانی محسن، مشیری سعید (۱۳۸۹)، "بررسی مکانیزم انتقال پولی و زمان یابی آن در اقتصاد ایران"، فصلنامه مدل‌سازی اقتصادی، سال چهارم، شماره ۱، بهار ۱۳۸۹، ص ۱-۳۲
- * هزارخوانی معصومه، شاهوردیانی شادی، جوکار ایمان (۱۳۹۳). "تحلیل حساسیت تأثیر جریان نقدی بر محدودیت مالی بر اساس مدل باثو" فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، سال سوم، شماره دوازدهم، زمستان ۱۳۹۳، ص ۱۸۱-۱۹۴
- * Bernanke B. S., Gertler M. (1995). "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission." *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), pp. 27-48.
- * Bhaumik, S. K. & Dang V. & Kutan A. M. (2011). "Implications of bank ownership for the credit channel of monetary policy transmission: Evidence from India," *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, vol. 35(9), pp 2418-2428, September.
- * Chatelain J-B. et al (2003). "Monetary Policy Transmission in the Euro Area: New Evidence From Micro Data on Firms & Banks." *Journal of the European Economic Association*, MIT Press, 1(2-3), 731-742.

- * Mishkin, F.S. (2013). "The economics of money, banking and financial markets." Global edition, tenth edition, Pearson Education, p. 662-700
- * Shabbir, S. (2012). "Balance Sheet Channel of Monetary Policy and Economic Growth under Fiscal Dominance: Evidence from Pakistan." MPRA Paper No. 41496, posted 22. pp 1-27.
- * Shabbir, S. (2012). "Balance Sheet Channel of Monetary Transmission in Pakistan: An Empirical Investigation." SBP Research Bulletin, Volume 8, Number 1, pp 1-12.
- * Uluc A. & Ralf H. (2011). "Identifying the balance sheet and lending channels of monetary transmission: A loan-level analysis." Working Papers 2011-01, University of Central Florida, Department of Economics.
- * Zhi-Xin, L., Xin, P. (2012). "The Balance Sheet Channel of Monetary Policy Transmission: Evidence from Chinese Listed Companies." Third Global Congress on Intelligent Systems, pp 360-365.

یادداشت‌ها

¹ مقاله حاضر مستخرج از رساله دکترای خانم تاناز صلاحش دانشجوی دکتری دانشگاه تبریز می‌باشد.

- ². Net Worth
- ³. Cash flow
- ⁴. Stiglitz & Weiss
- ⁵. Bhaumik et al
- ⁶. Financial accelerator
- ⁷. Broad (credit) channel
- ⁸. External finance premium
- ⁹. Moral hazard
- ¹⁰. Adverse selection
- ¹¹. Collateral
- ¹². Ruslan Aliyev et al
- ¹³. Zhi-Xin et al
- ¹⁴. Shabbir, S.
- ¹⁵. Uluc A. et al
- ¹⁶. Chatelain, J-B et al