

ORIGINAL ARTICLE

The Impact of Monetary Policy on the Performance of Selected Firms Active in the Tehran Stock Exchange with Emphasis on the Financial Constraints Channel

Behnam Izady¹, Ebrahim Hadian², Sakine Ojimehr³, Ahmad Sadraie Javaheri⁴

1. PhD Student of Economics,
Department of Economics,
Shiraz University

2. Professor of Economics,
Department of Economics,
Shiraz University

3. Associate Professor of
Economics, Department of
Economics, Shiraz University

4. Associate Professor of
Economics, Department of
Economics, Shiraz University

Correspondence:

Ebrahim Hadian Email:
ehadian@shirazu.ac.ir

Received: 8 Oct 2025

Revised: 16 Nov 2025

Accepted: 26 Nov 2025

How to cite:

Izady.B. , Hadian,H., Ojimehr,S and Sadraie Javaheri,A.(2025), The Impact of Monetary Policy on the Performance of Selected Firms Active in the Tehran Stock Exchange with Emphasis on the Financial Constraints Channel, industrial Economics Researches ,9 (32), 1-24 (DOI:10.30473/jier.2026.76065.1518)

ABSTRACT

Monetary policy refers to the set of measures that monetary policymakers employ to control economic activities and achieve economic objectives. The impact of monetary policy on various micro and macroeconomic sectors takes shape through a process known as the monetary policy transmission mechanism. This process begins with the application of monetary policy tools and culminates in output and other final real economic variables. The objective of this article is to examine the effect of monetary policy on the performance of firms facing financial constraints. For this purpose, quarterly data from 79 non-financial firms active in the Tehran Stock Exchange during the period from the second quarter of 2013 to the first quarter of 2024, along with the Generalized Method of Moments (GMM) technique, were used. Initially, the role of the balance sheet channel on firm performance was confirmed, indicating that these firms face financial constraints. Furthermore, with the implementation of expansionary monetary policy, the impact of financial constraints on firm performance diminished. Finally, one of the economic variables affecting firms' ability to cope with financial constraints was their asset size, which was incorporated orthogonally into the final model. The results indicated that as size increases, due to a reduction in the degree of financial constraints, the sensitivity of firm performance to the monetary policy implemented by economic policymakers decreases. Consequently, the impact of financial constraints on the composite index of firm performance changed from -0.8065 in the initial model to -0.0631 in the final model, which included the firm size variable.

KEY WORDS: Financial Constraint, Firm Size, Monetary Policy, Financial Leverage.

Jel: E44,E52, G20,H63,L11

Copyright © 2024 The Authors. Published by Payame Noor University.



This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International

license (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>). Non-commercial uses of the work are permitted, provided the original work is properly cited.

«مقاله پژوهشی»

تأثیر سیاست پولی بر عملکرد بنگاه‌های منتخب فعال در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر کانال محدودیت مالی

بهنام ایزدی^۱، ابراهیم هادیان^۲، سکینه اوجی مهر^۳، احمد صدرائی جواهری^۴

چکیده

سیاست پولی مجموعه اقداماتی است که سیاست‌گذار پولی به منظور کنترل فعالیت‌های اقتصادی و نیل به اهداف اقتصادی به کار می‌گیرد. تأثیرگذاری سیاست‌پولی بر بخش‌های مختلف خرد و کلان اقتصادی به صورت یک فرآیند شکل می‌گیرد که به آن مکانیزم انتقال سیاست پولی اطلاق می‌گردد. این فرآیند از به کارگیری ابزار سیاست پولی شروع و به تولید و سایر متغیرهای حقیقی نهایی اقتصاد منتهی می‌شود. هدف مقاله بررسی تأثیر سیاست پولی بر عملکرد بنگاه‌های روبرو با محدودیت مالی می‌باشد. بدین منظور از اطلاعات فصلی ۷۹ بنگاه غیرمالی فعال در بازار بورس اوراق بهادار تهران طی دوره‌ی فصل دوم ۱۳۹۲ الی فصل اول ۱۴۰۳ و روش گشتاورهای تعمیم یافته استفاده گردیده است. در ابتدا نقش کانال ترازنامه بر عملکرد بنگاه‌ها تأیید گردید که نشان‌دهنده‌ی روبرو بودن آنها با محدودیت مالی است. همچنین با اعمال سیاست پولی انبساطی نقش محدودیت مالی بر عملکرد بنگاه‌ها کاهش یافت. در نهایت یکی از متغیرهای اقتصادی موثر بر توان بنگاه‌ها در مواجهه با محدودیت مالی، میزان دارایی (اندازه) بوده که بصورت متعادل در مدل نهایی اعمال گردید. نتایج نشان داد که با افزایش اندازه به دلیل کاهش میزان محدودیت مالی، آنگاه حساسیت عملکرد بنگاه‌ها به سیاست پولی اعمالی از سوی سیاست‌گذار اقتصادی کاهش می‌یابد به نحوی که تأثیر محدودیت مالی بر شاخص ترکیبی عملکرد بنگاه‌ها از مقدار -0.0865 در مدل اولیه به -0.0631 در مدل نهایی که با اعمال متغیر اندازه‌ی بنگاه بوده تغییر می‌یابد.

واژه‌های کلیدی

محدودیت مالی، اندازه‌ی بنگاه، سیاست پولی، اهرم مالی.

۱. دانشجوی دکتری اقتصاد، بخش اقتصاد، دانشگاه شیراز

۲. استاد، بخش اقتصاد، دانشگاه شیراز

۳. دانشیار، بخش اقتصاد، دانشگاه شیراز

۴. دانشیار، بخش اقتصاد، دانشگاه شیراز

نویسنده مسئول:

ابراهیم هادیان

ایمانامه: ehadian@shirazu.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۷/۱۶

تاریخ بازنگری: ۱۴۰۴/۰۸/۲۵

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۹/۰۵

استناد به این مقاله: ایزدی، بهنام، هادیان

، ابراهیم، اوجی مهر سکینه و صدرایی جواهری

، احمد (۱۴۰۴)، تأثیر سیاست پولی بر عملکرد

بنگاه‌های منتخب فعال در بورس اوراق بهادار

تهران با تأکید بر کانال محدودیت مالی،

فصلنامه پژوهش‌های اقتصاد

صنعتی، ۹(۳۲)، ۱-۲۴

DOI:10.30473/jier.2026.76065.1518



۱. مقدمه

سیاست پولی ابزاری است که با ترسیم فرآیندی مشخص بر متغیرهای کلان اقتصادی تأثیر می‌گذارد. فرآیند اشاره شده مکانیزم انتقال سیاست پولی بوده که به معنی تأثیر ابزارهای سیاست پولی بر متغیرهای هدف نهایی اقتصاد است. دو دیدگاه پیرامون مکانیزم انتقال وجود دارد؛ دیدگاه اعتباری و دیدگاه پولی؛ که دیدگاه پولی بر مبنای کانال‌های نرخ ارز، نرخ بهره، قیمت دارایی و انتظارات بوده در حالی که دیدگاه اعتباری بر ترازنامه و قرض‌دهی (وام‌دهی) استوار است. کانال‌های اعتباری پس از بحران مالی بزرگ آمریکا در سال ۲۰۰۸ آن هم به دلیل ناتوانی کانال‌های گذشته در تجزیه و تحلیل رویدادهای اقتصادی، ارائه و مورد قبول قرار گرفتند.

از جمله مشکلات مهمی که بنگاه‌های اقتصادی در ایران با آن روبرو هستند کمبود منابع مالی برای حفظ یا توسعه فعالیت‌های خود بوده که برای تأمین آن به تسهیلات بانکی یا بازار سهام روی می‌آورند. از سویی سیاست‌های پولی اعمالی بیشتر با هدف کنترل تورم یا تأمین کسری بودجه دولت بوده که عدم توجه به وضعیت مالی بنگاه‌ها می‌تواند بر نتایج ناشی از اجرای سیاست پولی موثر باشد. در این مقاله تمرکز بر کانال ترازنامه بر انتقال سیاست پولی آن هم با بهره‌گیری از داده‌های خرد اقتصادی بنگاه‌های غیرمالی بررسی می‌باشد که این کانال به تأثیر تغییرات سیاست پولی بر ترازنامه‌ی فعال اقتصادی و متغیرهای تشکیل دهنده‌ی آن از جمله ارزش ثروت، دارایی نقدی و جریان نقدی تمرکز دارد و بنابراین وضعیت مالی بنگاه بر توان دسترسی وی به منابع مالی خارج از بنگاه ارتباط دارد. حال به هر میزان که وضعیت ترازنامه‌ای و مالی بنگاه بهتر باشد به دنبال آن شاهد کاهش هزینه‌های تأمین مالی بیرونی و به تبع افزایش سرمایه‌گذاری می‌باشد.

بنابراین متصور است که در صورت توجه به ویژگی‌های بنگاه‌های خرد فعال در اقتصاد کشور و نوع و میزان تأثیرپذیری آنها از متغیرهای کلان اقتصادی از جمله سیاست‌های پولی بتوان به دستاوردهای مورد انتظار از اجرای تصمیمات اقتصادی دست یافت.

بیشتر مطالعات با استفاده از داده‌های کلان اقتصادی به بررسی میزان تأثیرپذیری بازار سهام از متغیرهای مختلف از جمله تورم، نرخ بهره، حجم پول و ... پرداخته‌اند. مطالعه‌ی جاری نسبت به سایر مطالعات دارای سه تمایز اصلی می‌باشد که عبارتند از: ۱- استفاده از داده‌های خرد اقتصادی به منظور بررسی معنی‌داری کانال ترازنامه در انتقال سیاست پولی. ۲- بهره‌گیری از اطلاعات میزان دارایی‌های بنگاه‌ها (به عنوان یک ویژگی اقتصادی) به بررسی این موضوع پرداخته شده است که ویژگی‌های اقتصادی (اندازه) چه تأثیری بر نوع و میزان تأثیر سیاست پولی بر عملکرد بنگاه‌ها دارد. ۳- استفاده از روش تحلیل مولفه‌های اصلی^۱ به منظور استخراج شاخص ترکیبی عملکرد بنگاه‌ها. این مورد نیز دارای اهمیت است که در اقتصاد ایران نرخ بهره به صورت دستوری تعیین و برای دوره‌های زمانی نسبتاً طولانی نیز ثابت می‌باشد بنابراین از متغیر نقدینگی جهت اعمال سیاست پولی در مدل تحقیق استفاده گردیده است.

با توجه به اینکه کانال ترازنامه بر نقش و تأثیر بنگاه‌ها در انتقال سیاست پولی موثر می‌باشد؛ نتایج این مقاله به سیاست‌گذاران اقتصادی کمک می‌کند که در زمان تصمیم‌گیری با مدنظر قراردادن ویژگی‌های اقتصادی بنگاه‌ها و نقش این ویژگی‌ها بر اثرگذاری سیاست پولی بر عملکرد آنها، در خصوص نوع و میزان سیاست پولی مناسب تصمیم‌گیری نمایند تا به نتیجه‌ی مطلوب برنامه‌ریزی شده دست یابند. در ادامه به بررسی پیشینه‌ی پژوهش، مبانی نظری، معرفی مدل و روش انجام تحقیق،

¹ Principal Component Analysis.

یافته‌های تجربی و در نهایت به ارائه‌ی نتیجه‌گیری پرداخته خواهد شد.

۲- چارچوب نظری تحقیق:

در ادبیات اقتصادی؛ سیاست پولی و سیله و ابزاری است برای تحت تأثیر قراردادن متغیرهای اقتصادی که این تأثیرگذاری در قالب یک فرآیند شکل گرفته که از اهمیت بسزایی برخوردار است. به فرآیند اثرگذاری ابزارهای سیاست پولی بر متغیرهای نهایی هدف اقتصادی، سازوکار (مکانیزم) انتقال سیاست پولی گفته می‌شود. در حالت کلی این مکانیزم دارای دو دیدگاه اعتباری و پولی می‌باشد که دیدگاه اعتباری بر مبنای کانال‌های وام‌دهی و ترازنامه بوده و دیدگاه پولی نیز بر اساس کانال‌های نرخ ارز، قیمت دارایی، نرخ بهره و انتظارات است. شیوه‌ی عمل سیاست پولی به گونه‌ای است که در ابتدا بر اهداف میانی اثر گذاشته و سپس به اهداف پایانی نیل می‌کند. بنابراین انتخاب هدف میانی خاص به منزله‌ی تأکید و تأیید بر مسیر خاصی بوده که مکانیزم انتقال بر مبنای و طریق آن عمل می‌کند (شاه‌حسینی و بهرامی، ۱۳۹۵). در این مقاله تمرکز بر کانال ترازنامه می‌باشد که در ادامه به بررسی آن خواهیم پرداخت.

۲-۱- محدودیت مالی، صرف تأمین مالی، کانال ترازنامه و نقش آن در انتقال سیاست پولی:

مفهوم محدودیت مالی برای بنگاه‌های اقتصادی به شرایطی اشاره دارد که به دلیل کمبود منابع مالی داخلی و یا دسترسی ناکافی به منابع مالی خارجی، بنگاه قادر به تأمین مالی پروژه‌های

سودآور یا سرمایه‌گذاری‌های مطلوب خود نبوده که در نهایت این ناتوانی بر میزان رشد، بهره‌وری و اشتغال بنگاه تأثیر منفی خواهد داشت. از مهمترین علل ایجاد کننده محدودیت مالی می‌توان به دسترسی محدود به بازارهای مالی، هزینه‌ی بالای تأمین مالی، جریان نقدی ناکافی و وجود اطلاعات نامتقارن اشاره کرد (فازاری و همکاران^۱، ۱۹۸۷).

در شرایطی که بازارهای اعتباری به دلیل نامتقارن بودن اطلاعات ناقص باشد، آنگاه تأمین مالی از بیرون بنگاه نسبت به تأمین مالی داخلی پرهزینه‌تر است که این اختلاف برابر با صرف تأمین مالی بیرونی بوده که توسط ثروت خالص بنگاه شناسایی و تعیین می‌شود (نادری و همکاران، ۲۰۲۳).

برنانکه و گرتلر و گیلچرس^۲ (۱۹۹۹) معتقدند که ارتباط بین اقتصاد حقیقی و قیمت دارایی‌ها بسیار مهم بوده زیرا اصطکاک در بازار اعتبار اجتناب‌ناپذیر و به تبع جریان‌های نقدی و موقعیت ترازنامه‌ای بنگاه‌ها؛ متغیرهای تعیین‌کننده بر میزان و نوع دسترسی آنها به تسهیلات می‌باشد. در این شرایط ارزش بنگاه‌ها با کاهش در قیمت دارایی‌ها، نزد تسهیلات‌دهندگان کاهش یافته و بنابراین منتج به کاهش دسترسی متقاضیان حقیقی تسهیلات به منابع مالی می‌شود که این کاهش در دسترسی به تسهیلات در کوتاه‌مدت بر مخارج و تقاضای کل اثر گذاشته و در بلندمدت نیز می‌تواند منجر به کاهش تشکیل سرمایه و عرضه‌ی کل گردد.

محققان بسیاری به بررسی تأثیر کانال ترازنامه از زوایای مختلفی پرداخته‌اند که در ادامه به طور مختصر به مرور آنها خواهیم پرداخت. به عنوان مثال گرتلر و گیلچرس^۲ معتقد بودند

² Bernanke, Gertler and Gilchrist.

¹ Fazzari et al.

حق انتشار این مستند، متعلق به نویسندگان آن است. ۱۴۰۴. ©. ناشر این مقاله، دانشگاه پیام نور است.

این مقاله تحت گواهی زیر منتشر شده و هر نوع استفاده غیرتجاری از آن مشروط بر استناد صحیح به مقاله و با رعایت شرایط مندرج در آدرس زیر مجاز است.

Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)



که کانال ترازنامه از مسیر متأثر کردن ارزش خالص بنگاه‌ها عمل می‌کند بدین نحو که افزایش نرخ بهره (سیاست پولی انقباضی)، منجر به کاهش قیمت سهام بنگاه‌ها و ارزش خالص آنها می‌شود. که این کاهش اشاره شده از دو طریق اثر خود را نمایان می‌سازد، اول اینکه این کاهش ارزش منجر به تشویق سایر سرمایه‌گذاران خصوصاً آنان که ریسک‌پذیرتر هستند در اخذ تسهیلات شده که این خود منجر به کاهش وام‌دهی برای سرمایه‌گذاری شده و همچنین کاهش ارزش بنگاه منجر به پدیده انتخاب نامساعد خواهد شد که آن نیز موجب کاهش وام‌دهی به بنگاه‌ها برای سرمایه‌گذاری خواهد شد. بنابراین قرض‌دهندگان جهت محفوظ ماندن از ریسک‌های ناشی از مخاطره‌ی اخلاقی و انتخاب نامساعد، بنگاه‌ها را مجبور به پرداخت صرف تأمین مالی بیرونی می‌نمایند که این پدیده خود منجر به زیاد شدن هزینه‌ی دریافت وام و تأمین مالی مخارج سرمایه‌گذاری می‌گردد (گرتلر و گیلچریست، ۱۹۹۴). همچنین می‌شکین (۲۰۱۳) اذعان می‌کند که در صورت کاهش نرخ بهره که در نتیجه‌ی یک سیاست پولی انبساطی است، منجر به افزایش جریان نقدینگی بنگاه خواهد شد. این موضوع خود موجب کاهش پدیده‌های مخاطره‌ی اخلاقی و انتخاب غلط و افزایش عرضه‌ی تسهیلات به بنگاه‌ها شده که در نهایت منتهی به افزایش سرمایه‌گذاری و تولید در آنها خواهد شد.

بنابراین در حالت کلی وضعیت ترازنامه‌ای تسهیلات‌گیرندگان و موقعیت درآمدی آنها و اینکه چگونه از سیاست پولی تأثیر می‌پذیرند در چارچوب کانال ترازنامه بررسی می‌شود. این کانال مبتنی بر نظریه‌ای است که در آن هزینه‌ی تأمین مالی بیرونی که وام‌گیرندگان با آن روبرو هستند تابعی از وضعیت ثروت

خالص و موقعیت مالی آنها خواهد بود. حال به هر میزان که موقعیت تراز نامه‌ای و مالی بنگاه‌ها بهتر باشد، آنگاه قدرت چانه‌زنی بنگاه نیز بیشتر شده و منتج به افزایش سرمایه‌گذاری به دلیل کاهش هزینه‌ی صرف تأمین مالی بیرونی خواهد شد (شاه‌حسینی و بهرامی، ۲۰۱۶).

۲-۲-۲- اهرم مالی، و مکانیزم انتقال سیاست پولی:

متغیرهای متعددی وجود دارند که مبین محدودیت مالی و موقعیت ترازنامه‌ای بنگاه بوده که از مهمترین آنها می‌توان به اهرم مالی و جریان نقدینگی اشاره نمود. نکته دارای اهمیت این است که در تحلیل نسبت‌های اشاره شده و نقشی که آنها بر عملکرد بنگاه‌ها دارند و همچنین تأثیری که بر نوع و میزان اثربخشی سیاست پولی دارند را بایستی از دریچه‌ی اینکده متغیرهای تشکیل دهنده‌ی آنها چیست بررسی کرد.

اهرم مالی برابر است با نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها که نشان‌دهنده‌ی این است که چه میزان (درصد) از وجوه مورد نیاز بنگاه از محل و توسط بستانکاران تأمین شده است. به هر میزان که نسبت بدهی کمتر باشد، آنگاه در عمل احتمال زیان آنها در صورت انحلال شرکت کمتر بوده که این کاهش برای بستانکاران مقبول است. از سویی این احتمال وجود دارد که با افزایش نسبت اهرم مالی آنگاه بنگاه از سوی سهامداران بیشتر مورد توجه قرار گیرد زیرا بازده مورد انتظار را افزایش می‌دهد. بایستی این موضوع را مدنظر داشت که اگر نرخ سودی که بنگاه بابت در اختیار داشتن دارایی‌های خود بدست می‌آورد بیشتر از نرخ بهره‌ی پرداختی بابت تعهدات (بدهی‌ها) باشد، آنگاه استفاده

¹ Gertler and Gilchrist.

از بدهی، بازده سهامداران را افزایش خواهد داد. از سویی بهره بردن از بدهی بجای سهام قطعاً موجب افزایش ریسک برای بنگاه خواهد شد بنابراین بنگاه جهت اتخاذ تصمیم در خصوص میزان استفاده از بدهی بایستی بین افزایش ریسک و بازده مورد انتظار بالاتر تعادل را برقرار کند (رضاقلی‌زاده، ۱۴۰۴).

اظهارنظر در خصوص اینکه نسبت بدهی بنگاه مناسب می‌باشد یا خیر تابع محیط بیرونی و درونی اقتصادی بنگاه می‌باشد. از دیدگاه کلاسیک‌ها سیاست پولی انبساطی (افزایش حجم پول) منجر به ایجاد تورم شده و بنابراین ارزش اسمی دارایی‌های بنگاه را افزایش می‌دهد. کاهش نسبت بدهی این زمینه را برای بنگاه ایجاد می‌کند که اگر قصد توسعه‌ی فعالیت‌های خود را داشته باشد؛ بتواند منابع مالی بیرونی را با توجه به پشتوانه دارایی‌های خود تامین نماید.

از سویی با توجه به دیدگاه کینزی‌ها و کینزی‌های جدید اگر سیاست پولی اعمالی با کاهش نرخ بهره باشد؛ به دلیل اینکه ارزش دارایی‌ها رابطه‌ی منفی با نرخ بهره دارند، موجب کاهش

متغیر اهرم مالی می‌شود (به دلیل افزایش ارزش دارایی). همچنین کاهش نرخ بهره تمایل بنگاه را جهت توسعه‌ی تولید و ارائه خدمات افزایش داده؛ زیرا هزینه‌ی تامین مالی بیرونی را برای آنها کاهش می‌دهد، پس شاهد افزایش میزان بدهی خواهیم بود که به دلیل اینکه نرخ و میزان پرداختی بابت بدهی بیشتر از نرخ سود بنگاه از دارایی‌هایش می‌باشد، بنابراین مدیریت بنگاه به سمت تأمین مالی از محل تسهیلات سوق پیدا می‌کند. در نهایت کاهش نرخ بهره حقیقی (به دلیل کاهش نرخ بهره‌ی اسمی یا افزایش تورم) هزینه‌هایی که بنگاه با آن روبرو است را کاهش داده و منتهی به کاهش نسبت‌های مدیریت بدهی خواهد شد.

۳-پیشینه‌ی پژوهش:

بیشتر مطالعات انجام شده متمرکز بر تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر بازار سهام بوده است. در جدول شماره‌ی ۱ خلاصه‌ای از مطالعات خارجی و داخلی ارائه گردیده است.

جدول ۱: مروری بر پیشینه‌ی پژوهش

ردیف	پدید آورنده	موضوع و هدف	روش تحقیق	نتایج
۱	دوگاس ^۱ (۲۰۲۵).	بررسی واکنش بازار سهام کشورهای منتخب به سیاست پولی	روش خودرگرسیون برداری ساختاری کشورهای برزیل، هند و چین طی دوره ۲۰۰۸-۲۰۲۳	افزایش نرخ بهره منجر به کاهش بازده بازار سهام می‌شود بنابراین کاهش نوسانات نرخ بهره منجر به ایجاد ثبات در بازار سهام خواهد شد.
۲	بوناپارته ^۲ و همکاران (۲۰۲۵).	بررسی نقش تورم و سیاست پولی بر رفتار بازار سهام	روش خودتوضیح واریانس ناهمسان شرطی و با استفاده از اطلاعات ماهانه دوره‌ی زمانی ۱۹۲۵-۲۰۲۱ در آمریکا.	تورم در کوتاه‌مدت موجب تأثیر فوری بر بازار سهام شده و در صورت توسعه‌ی ابزارهای سیاست پولی با کنترل تورم می‌توان بر بازار سهام تأثیر گذاشت.
۳	آرین ^۳ و همکاران (۲۰۲۵).	بررسی واکنش بازار سهام به سیاست پولی در کشورهای توسعه یافته منتخب	روش خودرگرسیون برداری ساختاری (بررسی شوک سیاست پولی) و پانل (بررسی عملکرد بازار سهام)	افزایش غیرمنتظره نرخ بهره منجر به کاهش بازده سهام شده و سیاست‌گذاران بایستی در زمان تصمیم‌گیری به وضعیت صنایع توجه کنند.

² Bonaparte

³ Arin

¹ Dogus.

جدول ۱: مروری بر پیشینه‌ی پژوهش

ردیف	پدید آورنده	موضوع و هدف	روش تحقیق	نتایج
۴	سویتزر ^۱ و همکاران (۲۰۲۴)	بررسی رابطه‌ی بین ریسک نکول و واکنش سود در چین	روش رگرسیون معکوس و اطلاعات ۱۳۲ شرکت بورسی طی دوره ۲۰۱۰-۲۰۲۲	به دلیل اینکه وضعیت اعتباری بنگاه‌ها برای سهامداران و اعتبار دهندگان مهم بوده بنابراین بین ریسک نکول و سود رابطه منفی وجود دارد.
۵	نگویان ^۲ و همکاران (۲۰۲۴)	تأثیر ساختار سرمایه بنگاه بر میزان سودآوری در ویتنام	روش پانل پویا و اطلاعات ۳۳۰ شرکت بورسی طی دوره ۲۰۱۸-۲۰۱۲	بین نقدینگی و سودآوری رابطه مثبت و بین بدهی بلندمدت و سودآوری رابطه منفی وجود دارد.
۶	کلوین ^۳ و همکاران (۲۰۲۳)	بررسی تأثیر سیاست پولی بر عملکرد مالی و میزان سرمایه گذاری در انگلستان.	روش خودرگرسیون برداری طی دوره ۱۹۸۶-۲۰۱۶	وضعیت مالی و ترازنامه ای شرکتها بر نوع و میزان اثر سیاست پولی موثر بوده و هرچه شرکت جوانتر باشد این تأثیر بیشتر است.
۷	فیو ^۴ و همکاران (۲۰۲۳)	بررسی تأثیر عدم قطعیت ناشی از اجرای سیاست پولی بر اهرم مالی بانکها	روش تصحیح خطای برداری در چین طی دوره ۲۰۰۳-۲۰۱۸	هرچه توان ایجاد بدهی بیشتر باشد آنگاه بانکها به سمت پروژه های پرریسکتر و پربازده تر می روند.
۸	روداری ^۵ و همکاران (۲۰۲۳)	بررسی تأثیر شوک‌های پولی بر بازار سهام کشور نروژ.	روش خودرگرسیون برداری ساختاری آستانه ای در نروژ طی دوره ۲۰۱۰-۲۰۲۰	به دلیل درآمد سرشار نفتی در نروژ منجر به اثربخشی کمتر سیاست پولی می شود.
۹	کیم ^۶ (۲۰۲۳)	بررسی نحوه اثرگذاری افزایش نرخ بهره اسمی در آمریکا بر بازار سهام کره جنوبی	روش پانل پویا با استفاده از اطلاعات ۷۵۷ شرکت بورسی کره جنوبی طی دوره ۲۰۲۱-۲۰۱۹	افزایش نرخ بهره در آمریکا منجر به فرار سرمایه از کره جنوبی می شود و هرچه شرکت صادرات بیشتری داشته باشد عملکرد بهتری نسبت به این شوک دارند.
۱۰	لین ^۷ (۲۰۲۳)	بررسی تأثیر سیاست‌های پولی بر عملکرد شرکت‌ها و میزان سرمایه‌گذاری.	روش پانل تصادفی در کشورهای اروپایی طی دوره ۲۰۰۵-۲۰۲۰	سیاست پولی متعارف بر شرکت‌های دارای اهرم مالی کمتر، اثر مثبت بیشتری دارد.
۱۱	عسکری ^۸ و همکاران (۲۰۲۳)	بررسی نقش اجرای سیاست‌های پولی و تکانه‌های ناشی از آن بر عملکرد شرکت‌ها.	مدل‌های خودرگرسیون برداری افزایش یافته با عامل ^۹ و تعادل عمومی پویای تصادفی کینزین‌های جدید طی دوره ۲۰۰۰-۲۰۲۰	سیاست پولی منجر به کاهش تولید و تورم و ارزش سهام شرکت‌ها شده، همچنین در بلندمدت موجب افزایش بهره وری کل می شود.
۱۲	بنچیمول ^{۱۰} و همکاران (۲۰۲۳)	عدم قطعیت و تکانه وارده از سوی سیاست پولی (تغییر حجم پول) چگونه بر بازدهی بازار سهام تأثیر می‌گذارد.	مدل تصحیح خطای برداری در آمریکا طی دوره‌ی ۱۹۹۴-۲۰۱۶	رابطه غیرخطی بین میزان ناپایداری و واکنش بازار سهام به سیاست پولی وجود دارد.
۱۳	لاستاوسکاس ^{۱۱} و همکاران (۲۰۲۳)	بررسی تأثیر سیاست پولی اجرایی از سوی بانک مرکزی آمریکا بر عملکرد شرکای اصلی تجاری	مدل تعادل عمومی پویای تصادفی طی دوره ۲۰۱۸-۱۹۹۰	شوک حاصل از سیاست پولی آمریکا دارای اثر منفی بر تولید ناخالص داخلی و اثر مثبت بر تورم شرکای تجاری اصلی است.

¹ Switzer

² Neguyan

³ Cloyne

⁴Fu

⁵Roudari

⁶Kim

⁷Laine

⁸Ascari

⁹Factor-Augmented Vector Autoregressive

¹⁰Benchimol

¹¹Lastauskas



جدول ۱: مروری بر پیشینه‌ی پژوهش

ردیف	پدیدآورنده	موضوع و هدف	روش تحقیق	نتایج
۱۴	هادیان و همکاران (۱۴۰۲)	بررسی تأثیر نرخ ارز بر ارزش صنعت پتروشیمی در بنگاه - های بورسی ایران با تأکید بر نقش سیاست پولی	خودتوضیح با وقفه‌های گسترده غیرخطی و داده‌های فصلی دوره‌ی ۱۳۹۷-۱۴۰۲	رابطه‌ی غیرخطی بین نرخ ارز اسمی و ارزش صنعت پتروشیمی تأیید گردید.
۱۵	برخورداری و همکاران (۱۴۰۲)	بررسی واکنش ارزش شرکت - های فعال در صنایع مختلف بازار بورس اوراق بهادار تهران نسبت به تکانه‌های نرخ بهره.	الگوی پارامترهای قابل تغییر طی زمان با عوامل تعدیل شده خودبازگشت‌برداری و داده‌های فصلی دوره زمانی ۱۳۹۷-۱۳۹۰	تکانه‌ی پویای نرخ بهره بر ارزش سهام صنایع فعال در بازار بورس موثر بوده که عوامل نهادی شرکت‌ها بر این رابطه موثر است.
۱۶	عثمانی و همکاران (۱۴۰۲)	بررسی تأثیر تورم بر بازده سهام در صنایع مختلف	مدل خودتوضیح با وقفه‌های گسترده‌ی پانلی در ایران طی دوره ۱۴۰۰-۱۳۸۹	افزایش تورم در کوتاه‌مدت و بلندمدت سبب افزایش بازده اسمی سهام صنایع مختلف و افزایش شاخص کل بازار می‌شود.
۱۷	اوروجی و همکاران (۱۴۰۲)	بررسی تأثیرپذیری بنگاه‌ها از شوک‌های نقدینگی با توجه به وجود محدودیت مالی در ایران	روش پانل پویا و اطلاعات فصلی شرکت - های بورسی طی دوره ۱۴۰۰-۱۳۸۵	هرچه محدودیت مالی بنگاه بیشتر باشد آنگاه تقاضای نقدینگی بیشتری دارد.
۱۸	نادری و همکاران (۱۴۰۲)	بررسی نقش سیاست پولی بر ایجاد نوسان و حباب قیمت سهام در بازار سهام ایران.	روش خودرگرسیون‌برداری با پارامترهای متغیر در زمان طی دوره ۱۳۹۸-۱۳۸۳	شوک‌های نرخ بهره و نقدینگی موجب ایجاد حباب قیمتی در بازار سهام شده‌اند.
۱۹	تراب‌نژاد و همکاران (۱۴۰۲)	بررسی تأثیر سیاست‌های پولی و ارزی بر ریسک نکول بانک‌ها در ایران.	روش کوانتایل و حالت فضا و اطلاعات آماری ۱۵ عضوی از بانک‌های منتخب طی دوره ۱۴۰۰-۱۳۸۶	رابطه بین سیاست پولی و ریسک نکول مثبت و معنی‌دار بوده و هرچه ریسک بیشتر باشد از سیاست پولی بیشتر تأثیر می‌پذیرند.
۲۰	حسین‌زاده و همکاران (۱۴۰۱)	بررسی مکانیزم انتقال سیاست پولی و نحوه‌ی تأثیر آن بر ارزش بخش صنعت در ایران	مدل مارکوف سوئیچینگ خودتوضیح برداری طی دوره‌ی ۱۳۹۸-۱۳۷۴	کانال اعتبارات در مکانیزم انتقال سیاست پولی و نقش آن بر تولید و تورم تأیید گردید.

مأخذ: مطالعات مرتبط با موضوع مقاله



وجه تمایز مطالعه‌ی جاری نسبت به مطالعات اشاره شده در فوق اولاً در استفاده از داده‌های خرد اقتصادی می‌باشد. دوماً نقش ویژگی اقتصادی میزان دارایی‌ها (محیط درونی که بنگاه‌ها با آنها روبرو هستند) بر تأثیر سیاست پولی اعمالی بر عملکرد بنگاه‌ها نیز مورد توجه و بررسی قرار گرفته است. سوماً با استفاده از روش تحلیل مولفه‌های اصلی نسبت به استخراج متغیر ترکیبی از سایر متغیرهای عملکردی بنگاه‌ها اقدام گردیده است.

۴-روش پژوهش:

در این مقاله به منظور بررسی موقعیت تراز نامهای و تأثیر محدودیت مالی بر عملکرد بنگاه‌ها از روش گشتاورهای تعمیم یافته استفاده شده است. مطابق با نظر بالتاجی (۲۰۰۸) با توجه به اینکه متغیر وابسته به صورت متغیری با وقفه به عنوان یک متغیر مستقل در الگو به کار گرفته شده بنابراین مدل تحقیق پویا بوده و از آنجایی که تعداد مقاطع از تعداد دوره‌های مورد بررسی بیشتر است بنابراین می‌توان از این روش استفاده کرد. مزیت این روش نسبت به سایر روش‌ها این است که می‌توان پارامترهای مدل را بدون هیچ گونه فرضی در خصوص متغیرها، برآورد نمود. همچنین به دلیل استفاده از متغیرهای ابزاری در این روش، بنابراین از ایجاد همبستگی بین جزء اخلاص و متغیرها اجتناب به عمل می‌آید. در این روش ناهمسانی واریانس به وسیله‌ی وزن دهی منطقی به متغیرها برطرف می‌شود و در نهایت تخمین‌های حاصل از این روش دارای کارایی بالاتر و هم‌خطی کمتر می‌باشد (ابراهیمی و همکاران، ۱۳۹۸).

در این مقاله جهت برآورد معادلات بر روش تخمین GMM سیستمی دو مرحله‌ای تمرکز خواهد شد به این دلیل که نسبت

به یک مرحله‌ای، احتمال اینکه تحت شعاع تأثیر ناهمسانی واریانس قرار گیرد کمتر است. همچنین به منظور یقین یافتن از صحت روش GMM برای برآورد معادلات از دو آزمون همبستگی مراتب اول و دوم و سارگان استفاده خواهد شد. هدف از بکارگیری آزمون سارگان، بررسی این نکته است آیا اعتبار و صحت متغیرهای ابزاری تأیید می‌شود یا خیر؟ فرضیه‌ی صفر این آزمون مبنی اعتبار ابزارها و یا عدم همبستگی متغیرهای ابزاری با جزء اخلاص می‌باشد. همچنین نتایج آزمون خودهمبستگی سریالی در صورتی مورد قبول است که فرضیه‌ی صفر خودهمبستگی برای AR_1 تأیید نشده و فرض صفر عدم وجود همبستگی سریالی مرتبه دوم برای AR_2 برای تمام رگرسیون‌ها تأیید شده باشد.

پیش از برآورد نسبت به بررسی وجود وابستگی مقطعی^۱ با استفاده از آزمون ارائه شده توسط پسران (۲۰۰۴) اقدام خواهد شد که در صورت تأیید وجود وابستگی، از آزمون $CIPS$ ^۲ ارائه شده توسط پسران (۲۰۰۷) جهت بررسی ایستایی متغیرها استفاده خواهد شد. همچنین به منظور بررسی ایستایی متغیرهای کلان اقتصادی از آزمون هگی^۳ (۱۹۹۰) استفاده شده است.

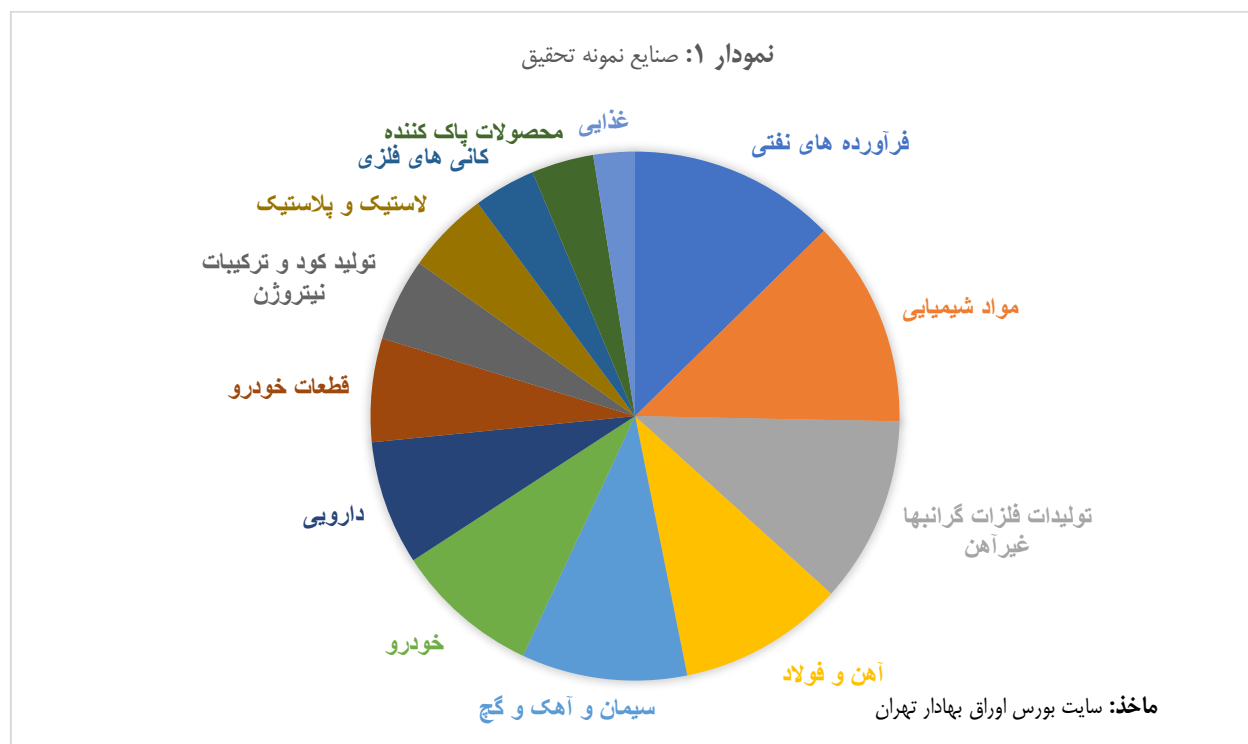
۴-۱-معرفی متغیرها و ارائه‌ی مدل تحقیق:

جامعه‌ی آماری تحقیق بنگاه‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه‌ی آماری نیز شامل ۷۹ شرکت از ۱۳ صنعت می‌باشد. بیشترین تعداد شرکت‌ها به ترتیب مربوط به صنایع فرآورده‌های نفتی، مواد شیمیایی و تولیدات فلزات گرانبهای غیرآهن می‌باشد (نمودار شماره ۱).

^۱ Hylleberg, Engle, Granger, and Yoo.

^۱ Cross-Sectional Dependence.

^۲ Cross-Sectionally Augmented IPS Test.



حال در صورت اثبات روبرو بودن بنگاه ها با محدودیت مالی، در قالب معادله ی شماره ی ۲ به بررسی تأثیر سیاست پولی اعمالی از سوی مقام پولی بر عملکرد بنگاه ها پرداخته خواهد شد. در واقع هدف بررسی این موضوع است که سیاست پولی چگونه می تواند نقش محدودیت مالی بر عملکرد بنگاه ها را تحت تأثیر قرار دهد.

$$Performance_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 Performance_{i,t-1} + \beta_2 Leverage_{i,t} + \beta_3 Leverage_{i,t} * Liquidity_{i,t} + \beta_4 Inflation_{i,t} + \beta_5 RGDP_{i,t} + \beta_6 Sale_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

در نهایت در معادله ی شماره ۳ به بررسی این موضوع پرداخته خواهد شد که توجه ویژگی های اقتصادی بنگاه ها چگونه بر نوع و میزان تأثیرگذاری سیاست پولی بر عملکرد بنگاه ها از کانال

مدل استفاده شده در این مقاله برگرفته از مطالعات ارائه شده توسط گیلکراسست و هیملبرگ^۱ (۱۹۹۵) و فازاری و همکاران^۲ (۱۹۸۸) بوده که بعدها توسط وایتد^۳ (۱۹۹۲)، هوبارد و کیشیاپ^۴ (۱۹۹۲)، هو بارد و هم کاران^۵ (۱۹۹۳)، کالومیریس و هو بار^۶ (۱۹۹۳)، لاو^۷ (۲۰۰۳)، راتی و همکاران^۸ (۲۰۰۸) مورد بازنگری و توسعه قرار گرفت.

در مدل شماره ی ۱ به بررسی این موضوع پرداخته شده که آیا بنگاه های بورسی مورد بررسی با مشکل محدودیت مالی جهت ادامه فعالیت های خود روبرو هستند یا خیر؟

$$Performance_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 Performance_{i,t-1} + \beta_2 Leverage_{i,t} + \beta_3 Inflation_{i,t} + \beta_4 RGDP_{i,t} + \beta_5 Sale_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

⁶ Calomiris and Hubbard.

⁷ Love.

⁸ Ratti et al.

¹ Gilchrist and Himmelberg.

² Fazzari et al.

³ Whited.

⁴ Hubbard and Kashyap.

⁵ Hubbard et al.

هادیان و همکاران: تأثیر سیاست پولی بر عملکرد بنگاه‌های منتخب فعال در بورس

ترازنامه عمل می‌نماید. بدین منظور از متغیر Q-توبین استفاده خواهد شد.

$$\begin{aligned} Performance_{i,t} = & \alpha_i + \beta_1 Performance_{i,t-1} \\ & + \beta_2 Leverage_{i,t} \\ & + \beta_3 Leverage_{i,t} \\ & * Liquidity_{i,t} + \beta_4 Leverage_{i,t} \\ & * Liquidity_{i,t} * Q.Tobin_{i,t} \\ & + \beta_5 Inflation_{i,t} + \beta_6 RGDP_{i,t} \\ & + \beta_7 Sale_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3)$$

در مقاله‌ی حاضر (Performance) بیانگر متغیرهای عملکردی بنگاه‌ها می‌باشد بدین معنی که میزان موفقیت بنگاه را در کسب سود نشان می‌دهد که این نسبت‌ها در حقیقت نشان‌دهنده‌ی توانایی بنگاه در بدست آوردن درآمد ناشی فعالیتش است. نسبت‌های بکارگرفته شده عبارتند از حاشیه سود ناخالص^۱، بازده دارایی‌ها^۲ و حاشیه سود عملیاتی^۳ و شاخص

مستخرج از روش تحلیل مولفه‌های اصلی (شاخص ترکیبی) می‌باشد و (Leverage) نشان‌دهنده‌ی موقعیت ترازنامه‌ای بنگاه‌ها بوده که بدین منظور از متغیر اهرم مالی که برابر با نسبت بدهی کل به حقوق صاحبان سهام می‌باشد استفاده گردیده، (Inflation) مبین نرخ تورم بوده که با استفاده از شاخص کل قیمت مصرف کننده محاسبه شده است. (Rgdp) نرخ رشد تولید ناخالص داخلی حقیقی، (Sale) نسبت میزان فروش به سرمایه‌ی بنگاه، (Size) نشان‌دهنده‌ی اندازه‌ی بنگاه‌ها بوده که با استفاده از ارزش دارایی‌ها محاسبه شده است و درنهایت (Liquidity) حجم پول (نقدینگی) که مبین سیاست پولی می‌باشد، توضیحات تکمیلی و نحوه‌ی محاسبه‌ی متغیرها در جدول شماره‌ی ۲ ارائه شده است:

جدول ۲: معرفی متغیرها و نمادهای بکار گرفته شده در مقاله			
ردیف	نام متغیر	نماد اختصاصی	تعریف/نحوه محاسبه
۱	عملکرد بنگاه	Performance	GPM: نسبت سود ناخالص به درآمد.
			ROA: نسبت سودخالص به دارایی کل.
			OPM: نسبت سود عملیاتی به فروش کل.
			PCA: متغیر ترکیبی عملکردی.
۲	موقعیت ترازنامه ای بنگاه	Leverage	اهرم مالی نسبت بدهی کل به حقوق صاحبان سهام
۳	نرخ تورم	Inflation	نرخ رشد شاخص قیمت مصرف کننده
۴	نرخ رشد تولید ناخالص داخلی حقیقی	Rgdp	نرخ رشد تولید ناخالص داخلی حقیقی
۵	فروش بنگاه	Sale	نسبت فروش به سرمایه
۶	اندازه بنگاه	Size	اندازه‌ی دارایی‌ها
۷	سیاست پولی	Liquidity	حجم پول (نقدینگی)

³ Operating Profit Margin.

¹ Gross Profit Margin.

² Return of Assets.



۴-۲-۱ استخراج شاخص یکپارچه عملکرد بنگاه‌ها با استفاده از روش تحلیل مولفه‌های اصلی:

ترکیبی دست یافته که نماینده ی کلیت عملکردی بنگاه‌ها به منظور دستیابی به نتایج مستحکم خواهد بود. متغیرهای استفاده شده عبارتند از حاشیه سود ناخالص، بازده دارایی‌ها و حاشیه سود عملیاتی که نتایج حاصل از روش تحلیل مولفه‌های اصلی در جدول شماره ی ۳ ارائه شده است:

هر یک از متغیرهای عملکردی بنگاه‌ها که در این مقاله از آنها استفاده شده است می‌تواند بیان‌کننده ی جنبه‌ای خاص از ابعاد عملکردی و ساختاری را نمایندگی نماید. بنابراین تکیه ی صرف بر یک متغیر خاص و یا حتی چند متغیر به صورت جداگانه می‌تواند محلی از ایراد باشد. بنابراین از ترکیب متغیرهای اشاره شده بهره برده و به یک متغیر جدید

جدول ۳: نتایج حاصل از روش تحلیل مولفه‌های اصلی			
عامل	مقدار ویژه	سهم	سهم تجمعی
عامل ۱	۲/۵۳	۰/۸۴۵۳	۰/۸۴۵۳
عامل ۲	۰/۳۹	۰/۱۳۲۷	۰/۹۷۸۰
عامل ۳	۰/۰۶۶	۰/۰۲۲	۰/۰۰۰۰

مأخذ: محاسبات پژوهش.

همبستگی بین هر متغیر با هر مولفه می‌باشد. به هر میزان که این ارتباط بیشتر باشد آنگاه میزان همبستگی به عدد واحد بیشتر خواهد بود. نتایج ارائه شده نشان می‌دهد که بر عامل اول همه ی متغیرها دارای اثر مثبت و قابل قبولی می‌باشند این در حالی است که بر سایر عامل‌ها این ارتباط علاوه بر اینکه دارای شدت و ضعف بوده، مستقیم و غیرمستقیم نیز می‌باشد.

با توجه به نتایج ارائه شده در جدول فوق و روش تحلیل مولفه‌های اصلی، در صورتی که مقادیر ویژه بدست آمده بیشتر از واحد باشد آنگاه آن مولفه مناسب بوده که در نهایت توانسته است حدود ۸۵ درصد از واریانس کل داده‌های استفاده شده را توضیح دهد.

در جدول شماره ی ۴ بارهای عاملی (ماتریس بردارهای ویژه) ارائه گردیده است. هدف از ارائه ی آن نشان دادن میزان

جدول ۴: ماتریس بردارهای ویژه (بارهای عاملی)			
متغیر	عامل ۱	عامل ۲	عامل ۳
حاشیه سود ناخالص	۰/۵۳۰۸	۰/۸۴۶۹	۰/۰۳۲۶
بازده دارایی‌ها	۰/۵۹۷۱	-۰/۴۰۱۰	۰/۶۹۴۸
حاشیه سود عملیاتی	۰/۶۰۱۵	-۰/۳۴۹۳	-۰/۷۱۸۵

مأخذ: محاسبات پژوهش.

در نهایت با بهره‌گیری از آزمون ارائه شده توسط کایسر-میر-اولکین^۱ (۱۹۷۴) به بررسی این موضوع پرداخته که هر متغیر به چه میزان با سایر متغیرها همبستگی قوی داشته و آیا برای تحلیل عاملی مناسب می‌باشد یا خیر؟ در بیشتر منابع در صورتیکه خروجی آزمون KMO بیشتر از ۰/۵۰ باشد به معنی مناسب بودن است. در جدول شماره ۵ نتایج آزمون KMO به صورت جزئی و کلی ارائه گردیده که نشان از مناسب بودن خروجی تحلیل عاملی و متغیر ترکیبی جدید می‌باشد.

جدول ۵: نتایج حاصل از آزمون KMO.	
متغیر	KMO
حاشیه سود ناخالص	۰/۹۳۰۵
بازده دارایی‌ها	۰/۶۲۹۰
حاشیه سود عملیاتی	۰/۶۱۹۴
کل متغیرها	۰/۶۸۲۰

مأخذ: محاسبات پژوهش.

۴-۳- وابستگی مقطعی و آزمون‌های ریشه واحد:

در ابتدا با استفاده از آزمون وابستگی مقطعی^۲ ارائه شده توسط پسران (۲۰۰۴) به بررسی استقلال مقطعی بین متغیرها پرداخته شده که نتایج آن در جدول شماره ۶ گزارش شده است.

جدول ۶: نتایج آزمون وابستگی مقاطع (پسران)					
احتمال	آماره‌ی آزمون	نام متغیر	احتمال	آماره‌ی آزمون	نام متغیر
۰/۰۰۰	۴۰/۰۴	GPM	۰/۰۰۰	۵۹/۴۱	Sale
۰/۰۰۰	۷۵/۳۵	ROA	۰/۰۰۰	۱۸۵/۲۰	Size
۰/۰۰۰	۹۵/۳۹	OPM	۰/۰۰۰	۳۵/۰۹	Leverage
۰/۰۰۰	۹۵/۴۱	PCA			

مأخذ: محاسبات پژوهش.

^۲ Cross-Sectional Dependence Test.

^۱ Kaiser-Meyer-Okin.

نتایج حاصل شده از جدول شماره ۶، نشان از عدم تأیید به دلیل احتمال وجود شکست ساختاری و وابستگی مقطعی، از فر ضیه صفر آزمون پسران بوده و بنابراین وابستگی مقطعی در آزمون CIPS^۱ ارائه شده توسط پسران (۲۰۰۷) بکار گرفته شده است که نتایج آن در جدول شماره ۷ ارائه گردیده است. متغیرهای مورد بررسی وجود دارد.

جدول ۷: نتایج حاصل از آزمون CIPS.					
نام متغیر	مقادیر بحرانی			آماره‌ی آزمون	نتیجه آزمون
	۱ درصد	۵ درصد	۱۰ درصد		
GPM	-۲/۱۷	-۲/۰۸	-۲/۰۲	-۲/۱۸۶	ایستا
ROA	-۲/۱۷	-۲/۰۸	-۲/۰۲	-۲/۳۷۴	ایستا
OPM	-۲/۱۷	-۲/۰۸	-۲/۰۲	-۲/۶۹۸	ایستا
PCA	-۲/۱۷	-۲/۰۸	-۲/۰۲	-۲/۴۷۲	ایستا
Sale	-۲/۱۷	-۲/۰۸	-۲/۰۲	-۳/۰۶۲	ایستا
Size	-۲/۱۷	-۲/۰۸	-۲/۰۲	-۶/۰۲۱	ایستا
Leverage	-۲/۱۷	-۲/۰۸	-۲/۰۲	-۳/۱۳۸	ایستا

مأخذ: محاسبات پژوهش.

در این آزمون فرضیه‌ی صفر مربوط به ناپایداری متغیرهای مورد بررسی بوده که طبق نتایج حاصله که در جدول شماره ۷ ارائه گردیده، همه‌ی متغیرها در سطح ایستا می‌باشند. همچنین به منظور بررسی ایستایی متغیرهای تورم، رشد تولید ناخالص ملی حقیقی و نقدینگی از آزمون هگی^۲ (۱۹۹۰) استفاده شده که نتایج آن در جدول شماره ۸ ارائه گردیده است:

جدول ۸: نتایج حاصل از آزمون هگی.						
نام متغیر	فرکانس مورد بررسی	آماره‌ی آزمون هگی	مقادیر بحرانی			نتیجه آزمون
			۱۰ درصد	۵ درصد	۱ درصد	
Inflation	غیر فصلی	-۳/۳۷	-۳/۷۴	-۳/۲۰	-۲/۹۲	ایستا
	شش ماهه	۱۱/۴۴	۳۰/۶۵	۷/۹۸	۳/۶۶	ایستا
	فصل‌های خاص	-۴/۷۸	-۲/۵۳	-۱/۸۸	-۱/۵۹	ایستا
	کل فصل‌ها	۲۳/۵۸	۲۱/۱۵	۵/۷۵	۲/۹۱	ایستا
	کل فرکانس‌ها	۱۹/۸۵	۱۷/۰۶	۵/۷۲	۲/۸۹	ایستا
Rgdp	غیر فصلی	-۱/۷۸	-۲/۵۳	-۱/۸۸	-۱/۵۹	ایستا
	شش ماهه	۱۳/۹۹	۳۰/۳۶	۷/۹۴	۳/۶۴	ایستا

^۲ Hylleberg, Engle, Granger, and Yoo.

^۱ Cross-Sectionally Augmented IPS Test.

جدول ۸: نتایج حاصل از آزمون هگی.						
نتیجه آزمون	مقادیر بحرانی			آماره‌ی آزمون هگی	فرکانس مورد بررسی	نام متغیر
	۱۰ درصد	۵ درصد	۱ درصد			
	۳/۶۴	۷/۹۴	۳۰/۳۶	۲۴/۴۸	فصل‌های خاص	ایستا
	۲/۹۱	۶/۳۵	۲۴/۲۹	۲۵/۰۱	کل فصل‌ها	ایستا
	۳/۱۲	۶/۶۰	۲۴/۸۳	۲۵/۷۸	کل فرکانس‌ها	ایستا
	-۱/۵۹	-۱/۸۸	-۲/۵۳	-۲/۳۰	غیرفصلی	ایستا
Liquidity	۲/۶۶	۷/۹۸	۳۰/۶۷	۶۷/۶۰	شش ماهه	ایستا
	-۱/۵۹	-۱/۸۸	-۲/۵۳	-۱/۶۰	فصل‌های خاص	ایستا
	۲/۹۲	۵/۷۵	۲۱/۱۶	۹۶/۳۴	کل فصل‌ها	ایستا
	۲/۸۳	۴/۸۸	۱۶/۵۹	۱۲/۸۶	کل فرکانس‌ها	ایستا

مأخذ: محاسبات پژوهش.

همانطور که اشاره شد در ابتدا به بررسی میزان تأثیر و معنادار بودن کانال ترازنامه بر عملکرد بنگاه‌ها خواهیم پرداخت. بدین منظور از مدل شماره‌ی ۱ استفاده خواهد شد که نتایج حاصل از برآورد در قالب جدول شماره‌ی ۹ به تفکیک چهار متغیر عملکردی و متغیر اهرم مالی به عنوان عامل نشان‌دهنده‌ی روبرو بودن بنگاه با محدودیت مالی ارائه گردیده است.

با توجه به نتایج ارائه شده در جدول شماره‌ی ۸؛ تمامی متغیرهای مورد بررسی ایستا هستند.

۴-۴- نقش کانال ترازنامه در انتقال اثرات سیاست پولی:

جدول ۹: نتایج حاصل از برآورد مدل شماره‌ی ۱.				
مدل	۴	۳	۲	۱
$Performance_{i,t}$	PCA	OPM	ROA	GPM
$Performance_{i,t-1}$	۰/۸۴۱۰ (۰/۰۰۰۰)	۰/۷۷۸۷ (۰/۰۰۰۰)	۰/۸۰۳۸ (۰/۰۰۰۰)	۰/۸۳۲۶ (۰/۰۰۰۰)
$Leverage_{i,t}$	-۰/۸۰۶۵ (۰/۰۰۰۰)	-۰/۱۲۶۷ (۰/۰۰۰۰)	-۰/۰۹۰۰ (۰/۰۰۰۰)	-۰/۰۴۹۲ (۰/۰۰۰۰)
$Inflation_{i,t}$	۲/۴۶۹۰ (۰/۰۰۰۰)	۰/۳۹۱۸ (۰/۰۰۰۰)	۰/۳۰۳۸ (۰/۰۰۰۰)	۰/۷۹۵۵ (۰/۰۰۰۰)
$RGDP_{i,t}$	۰/۸۸۷۱ (۰/۰۰۰۰)	۰/۱۱۱۱ (۰/۰۰۰۰)	۰/۰۹۱۳ (۰/۰۰۰۰)	۰/۰۶۰۱ (۰/۰۰۰۰)
$Sale_{i,t}$	۰/۰۳۸۱ (۰/۰۰۰۰)	۰/۰۰۷۶ (۰/۰۰۰۰)	۰/۰۰۷۱ (۰/۰۰۰۰)	۰/۰۰۳۱ (۰/۰۰۰۳)
α_i	۰/۳۲۵۸	۰/۱۰۵۴	۰/۰۷۰۸	۰/۰۶۹۸



جدول ۹: نتایج حاصل از برآورد مدل شماره ۱				
مدل	۴	۳	۲	۱
	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)
Sargan test	۷۴/۰۹	۷۲/۱۱	۷۶/۷۰	۷۷/۰۵
AR ₁ test	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۱۲۲	۰/۰۰۰۰
AR ₂ test	۰/۶۸۶۰	۰/۱۵۲۴	۰/۱۱۱۷	۰/۷۵۹۷

مأخذ: محاسبات پژوهش.

۴-۵- سیاست پولی و تأثیر آن بر کانال ترازنامه در

انتقال سیاست پولی:

پس از تأیید و اطمینان از موثر بودن کانال ترازنامه در انتقال سیاست پولی با وجود استفاده از متغیر اهرم مالی بر چهار متغیر مبین عملکرد بنگاه‌ها در دوره‌ی تحقیق، حال به دنبال بررسی این موضوع خواهیم بود که در صورت اعمال سیاست پولی، آنگاه کانال ترازنامه چگونه بر کم و کیف سیاست‌پولی اعمالی اثر خواهد گذاشت. بدین روی سیاست پولی (نقدینگی) به صورت متعامد بر متغیر ترازنامه‌ای (اهرم مالی) در مدل‌های تحقیق وارد خواهد شد که در جدول شماره ۱۰ به ارائه‌ی نتایج پرداخته شده است. (منظور از اعمال متعامد متغیرها این است که متغیر حجم پول در اهرم مالی ضرب شده است).

با توجه به نتایج ارائه شده در جدول شماره ۹ ضرایب برآوردی برای تمامی متغیرها در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار می‌باشند. از سویی با توجه به استفاده از چهار متغیر برای نشان دادن عملکرد بنگاه‌ها، با این وجود علامت تمامی ضرائب برآوردی در تمام چهار مدل یکسان بوده که نشان از استحکام نتایج حاصله دارد. متغیر دارای اهمیت در جدول شماره ۹ اهرم مالی است که با توجه به معنی‌داری آن بنابراین هم بنگاه‌ها با محدودیت مالی روبرو بوده و همچنین کانال ترازنامه بر انتقال سیاست پولی کارا و موثر می‌باشد. نتایج آزمون‌های سارگان و خودهمبستگی آرانو و باند برای هر چهار مدل مطلوب بوده، بدین معنی که هم از متغیرهای ابزاری مناسب استفاده و همچنین همبستگی بین جملات اخلاص نیز از درجه‌ی اول می‌باشد.

جدول ۱۰: نتایج حاصل از برآورد مدل شماره ۲				
مدل	۴	۳	۲	۱
$Performance_{i,t}$	PCA	OPM	ROA	GPM
$Performance_{i,t-1}$	۰/۸۳۵۰ (۰/۰۰۰۰)	۰/۷۷۴۳ (۰/۰۰۰۰)	۰/۷۹۲۰ (۰/۰۰۰۰)	۰/۸۲۷۸ (۰/۰۰۰۰)
$Leverage_{i,t}$	-۰/۷۵۰۳ (۰/۰۰۰۰)	-۰/۱۲۰۶ (۰/۰۰۰۰)	-۰/۱۱۳۸ (۰/۰۰۰۰)	-۰/۰۴۹۶ (۰/۰۰۰۰)

جدول ۱۰: نتایج حاصل از برآورد مدل شماره‌ی ۲.				
مدل	۴	۳	۲	۱
$Performance_{i,t}$	PCA	OPM	ROA	GPM
$Leverage_{i,t}$	-۰/۲۳۶۴	-۰/۰۱۵۷	-۰/۰۳۳۹	-۰/۰۰۷۵
$* Liquidity_{i,t}$	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۲۷۰)	(۰/۰۰۰۶)	(۰/۰۰۰۰)
$Inflation_{i,t}$	۲/۵۰۴	۰/۳۹۳۹	۰/۴۰۰۶	۰/۰۹۸۶
	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)
$RGDP_{i,t}$	۰/۷۷۵۷	۰/۱۰۴۷	۰/۱۱۰۷	۰/۰۵۷۸
	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)
$Sale_{i,t}$	۰/۰۴۸۵	۰/۰۰۸۶	۰/۰۰۷۷	۰/۰۰۳۶
	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)
α_i	۰/۳۲۸۲	۰/۱۰۴۷	۰/۰۹۴۶	۰/۰۷۱۳
	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)
آزمون سارگان	۷۵/۸۲	۷۰/۳۵	۷۶/۳۷	۷۴/۵۸
سطح احتمال AR(1)	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۱۲۳	۰/۰۰۰۰
سطح احتمال AR(2)	۰/۶۶۹۱	۰/۱۵۰۰	۰/۱۱۱۹	۰/۷۵۶۰

مأخذ: محاسبات پژوهش.



۴-۶- اندازه‌ی بنگاه و نقش آن بر ارتباط بین سیاست

پولی و کانال ترازنامه:

در جدول شماره‌ی ۱۱ نتایج حاصل از برآورد چهار مدل (متغیرهای مختلف جهت عملکرد بنگاه‌ها) با لحاظ متغیر اهرم مالی به عنوان متغیر نشانگر وجود محدودیت مالی و ورود متغیر اندازه‌ی بنگاه که برای محاسبه‌ی آن از میزان دارایی‌های کل بنگاه استفاده شده به عنوان یکی از متغیرهای نشان‌دهنده‌ی ویژگی اقتصادی و تفکیک‌کننده‌ی بنگاه‌های مورد بررسی بوده ارائه گردیده است. در واقع اندازه‌ی بنگاه‌ها بر نحوه‌ی اثرگذاری سیاست پولی بر عملکرد بنگاه‌ها از کانال محدودیت مالی بررسی می‌شود. همانطور که از نتایج ارائه شده مشخص است تمامی ضرایب برآوردی در چهار مدل برای متغیرهای تورم و نرخ رشد تولید ناخالص داخلی و نسبت فروش به سرمایه به لحاظ آماری معنی‌دار بوده، همچنین تمامی ضرائب متغیرهای اهرم مالی و حاصلضرب اهرم مالی و حجم پولی نیز معنی‌دار می‌باشد. در مجموع می‌توان اذعان کرد که نتایج حاصله دارای استحکام می‌باشد و همچنین نتایج آزمون‌های سارگان و آرلاندو و باند برای همه‌ی مدل‌ها نشان‌دهنده‌ی این بوده که تمامی متغیرهای بکار گرفته معتبر بوده و همبستگی بین جملات اخلاص نیز فقط از درجه‌ی اول می‌باشد.

با توجه به نتایج ارائه شده در جدول شماره ۱۰، در تمامی معادلات ضریب مربوط به حاصل ضرب بین اهرم مالی و حجم پولی به لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد. آنچه مهم و نیاز به توضیح و بررسی دارد این است که میزان تأثیرپذیری و حساسیت شاخص‌های عملکردی نسبت به متغیر حاصل ضرب اشاره شده نسبت به متغیر اهرم مالی کاهش یافته است. دلیل امر هم این بوده که در صورت اعمال یک سیاست پولی از سوی مقام سیاست‌گذار، حساسیت بنگاه‌ها در خصوص عملکردشان در دوره‌ی تحقیق نسبت به اهرم مالی و در نتیجه محدودیت مالی کاهش یافته است. به بیان دیگر سیاست پولی اعمالی مشکلات بنگاه‌های درگیر با محدودیت مالی را به دلیل سهل نمودن امکان دسترسی به منابع مالی خارجی را کاهش داده که می‌تواند بر معضل اطلاعات نامتقارن نیز موثر باشد. بنابراین می‌توان ادعا کرد که با اعمال سیاست پولی منابع در اختیار بانک‌ها جهت تأمین مالی بنگاه‌هایی که درگیر محدودیت مالی هستند افزایش یافته و تمایل بانک‌ها جهت ایجاد رابطه‌ی مالی بلندمدت با متقاضیان تسهیلات افزایش می‌یابد و از سویی به دلیل کاهش هزینه‌ی تأمین منابع مالی از بیرون آنگاه تمایل و توانایی بنگاه‌ها (حتی بنگاه‌های درگیر با محدودیت مالی) جهت حفظ یا گسترش عملکردشان افزایش یافته و در نهایت می‌توان شاهد تخصیص‌های کارا در خصوص منابع مالی باشیم. شایان ذکر است که نتایج آزمون‌های سارگان و آرلاندو و باند برای هر چهار مدل مورد تأیید می‌باشد.

جدول ۱۱: نتایج حاصل از برآورد مدل شماره‌ی ۳.				
مدل	۴	۳	۲	۱
$Performance_{i,t}$	PCA	OPM	ROA	GPM
$Performance_{i,t-1}$	۰/۸۳۸۶ (۰/۰۰۰۰)	۰/۷۶۹۴ (۰/۰۰۰۰)	۰/۷۹۸۱ (۰/۰۰۰۰)	۰/۸۲۴۷ (۰/۰۰۰۰)
$Leverage_{i,t}$	-۰/۷۲۹۶ (۰/۰۰۰۰)	-۰/۱۱۸۳ (۰/۰۰۰۰)	-۰/۰۹۱۱ (۰/۰۰۰۰)	-۰/۰۴۷۹ (۰/۰۰۰۰)

جدول ۱۱: نتایج حاصل از برآورد مدل شماره ۳.				
مدل	۴	۳	۲	۱
$Performance_{i,t}$	PCA	OPM	ROA	GPM
$Leverage_{i,t}$	-۰/۳۲۱۴	-۰/۰۲۵۲	۰/۰۱۰۷	-۰/۰۱۴۸
$* Liquidity_{i,t}$	(۰/۰۰۹۰)	(۰/۰۰۰۸)	(۰/۰۸۳۹)	(۰/۰۰۰۱)
$Leverage_{i,t}$	-۰/۰۶۳۱	-۰/۰۱۲۴	۰/۰۰۹۰	-۰/۰۱۰۳
$* Liquidity_{i,t}$	(۰/۰۶۸۰)	(۰/۰۰۰۲)	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۷۴)
$* Size_{i,t}$				
$Inflation_{i,t}$	۲/۷۸۹	۰/۴۲۴۷	۰/۲۹۰۴	۰/۱۱۵۷
	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)
$RGDP_{i,t}$	۰/۷۵۸۷	۰/۰۹۹۱	۰/۱۰۵۴	۰/۰۴۹۹
	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)
$Sale_{i,t}$	۰/۰۵۰۲	۰/۰۰۸۳	۰/۰۰۸۱	۰/۰۰۳۹
	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۵)
α_i	۰/۳۱۱۱	۰/۱۰۵۷	۰/۰۷۱۸	۰/۰۷۰۹
	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)	(۰/۰۰۰۰)
آزمون سارگان	۷۳/۱۵	۷۴/۹۷	۷۵/۳۹	۷۴/۷۰
AR(1) سطح احتمال	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۱۲۵	۰/۰۰۰۰
AR(2) سطح احتمال	۰/۶۵۸۲	۰/۱۴۸۸	۰/۱۰۹۸	۰/۷۹۲۱

مأخذ: محاسبات پژوهش.

جامع تر در خصوص نقش اندازه به عنوان یکی از متغیرهای اقتصادی مهم در دسته بندی بنگاه ها پرداخته خواهد شد:

بیشتر نظریات بر این ایده استوارند که بنگاه های کوچک و متوسط معمولاً با محدودیت مالی روبرو هستند زیرا آنها امکان دسترسی به بازار سرمایه را نداشته و همچنین به دلیل ناطمینانی از سوی بانک ها (نامتقارن بودن اطلاعات) امکان تأمین مالی برای آنها وجود نداشته یا هزینه ی زیادی را به آنها تحمیل خواهد کرد. در حالی که برای بنگاه های بزرگ شرایط برعکس است (بین اندازه و محدودیت مالی رابطه ی عکس وجود دارد).

معنی دار بودن ضریب حاصلضرب متغیرهای اهرم مالی و حجم پول و اندازه ی بنگاه بیانگر آن است که تأثیر سیاست پولی بر محدودیت مالی بنگاه متأثر از اندازه ی بنگاه بوده و از سویی حساسیت عملکرد بنگاه ها به میزان محدودیت مالی که با آن روبرو هستند با افزایش اندازه ی بنگاه ها کاهش می یابد. بدین معنی که با مقایسه ی بین ضرایب متغیرهای حاصلضرب اهرم مالی و حجم پول با حاصلضرب بین اهرم مالی و حجم پول و اندازه ی بنگاه نشان می دهد که با افزایش اندازه، محدودیت مالی بنگاه با اعمال سیاست پولی تأثیر کمتری بر عملکرد بنگاه ها دارد (به بیان دیگر افزایش اندازه موجب این شده که تأمین مالی از خارج تسهیل یابد. در اینجا به ارائه تحلیل

بحث و نتیجه‌گیری:

از جمله کانال‌های جدید مطرح شده در ادبیات مکانیزم انتقال سیاست پولی، کانال ترازنامه بوده که پس از بحران بزرگ مالی سال ۲۰۰۸ و به دنبال و دلیل ناتوانی کانال‌های پیشین در پاسخگویی به رویدادهای اقتصادی رخ داده، اعتبار زیادی گرفت. تأکید و تمرکز اصلی این کانال بر فرض ناکارآمدی بازار مالی به دلیل وجود فرضیه‌ی اطلاعات نامتقارن است و همچنین نقشی که برای بنگاه‌ها در انتقال تأثیرات سیاست پولی متصور می‌باشد. بدین منظور در مقاله‌ی جاری با استفاده از داده‌های خرد اقتصادی ۷۹ شرکت غیرمالی فعال در بازار بورس اوراق بهادار تهران طی دوره‌ی فصل دوم ۱۳۹۲ الی فصل اول ۱۴۰۳ و روش گشتاورهای تعمیم یافته نسبت به بررسی این پرداخته که اولاً آیا بنگاه‌های مورد بررسی با محدودیت مالی مواجه هستند یا خیر؟ دوماً در صورت مواجه بودن بنگاه‌ها با محدودیت مالی، آنگاه سیاست پولی اعمالی از سوی مقام سیاست‌گذار چگونه بر تأثیر محدودیت مالی موثر است؟ سوماً میزان دارایی (اندازه) بنگاه‌ها به عنوان یک متغیر اقتصادی چگونه بر این ارتباط تأثیر دارد؟

بدین منظور وجود یا عدم وجود کانال ترازنامه در انتقال سیاست پولی در ایران با استفاده از متغیر اهرم مالی (مبین وجود محدودیت مالی) مورد بررسی قرار گرفته و مشخص گردید که در دوره و نمونه‌ی مورد بررسی، بنگاه‌ها با محدودیت مالی مواجه هستند (تأیید کانال ترازنامه). همچنین اثر سیاست پولی (نقدینگی) بر این کانال (از طریق اثر موقعیت مالی و ترازنامه‌ای بنگاه‌ها) نیز بررسی و تأیید شد که با اجرای این سیاست میزان وابستگی عملکردی بنگاه‌ها نسبت به محدودیت مالی کاهش می‌یابد. در نهایت تأیید شد که ویژگی

میلر و همکاران^۱ (۱۹۶۶) به بررسی تقاضای پول از سوی بنگاه‌ها پرداخته و نشان دادند که در مدیریت وجه نقد شاهد صرفه‌جویی در مقیاس خواهیم بود و این انتظار را داشتند که بنگاه‌های بزرگتر در مقایسه با بنگاه‌های کوچکتر وجه نقد کمتری را نگهداری کنند و با توجه به اینکه کارمزدهای پرداخت شده برای جذب منابع مقداری ثابت بوده و با میزان تسهیلات ارتباطی ندارد بنابراین جذب این منابع برای شرکت‌های بزرگتر ارزان‌تر است. بنابراین منطقی این است که شرکت‌های کوچکتر وجه نقد بیشتری را نزد خود نگهدارند.

اوپلر و همکاران^۲ (۱۹۹۹) بر این اعتقادند که بنگاه‌های بزرگ به دلیل دسترسی به رتبه‌های اعتباری بالاتر و خطوط اعتباری متعدد در خصوص تأمین منابع مالی با محدودیت کمتری روبرو هستند. همچنین این بنگاه‌ها این توانایی را دارند که همیشه مقداری از دارایی‌های غیرضروری خود را با هدف زیاد کردن نقدینگی در دسترس به فروش گذارند.

همانطور که پیشتر اشاره شد در صورت اعمال سیاست پولی از سوی سیاست‌گذار اقتصادی، آنگاه شاهد کاهش نقش محدودیت مالی در عملکرد و سودآوری بنگاه‌ها می‌باشیم (معنی‌دار بودن کانال ترازنامه در انتقال سیاست پولی) حال چنانچه ویژگی اقتصادی اندازه را نیز در نظر بگیریم آنگاه با توجه به نتایج حاصل از برآورد پنج مدل (ارائه شده در جدول شماره ۱۱) واضح است که با بزرگ شدن اندازه‌ی بنگاه‌ها آنگاه سیاست پولی و کانال ترازنامه دارای نقش و تأثیر بیشتری بر عملکرد بنگاه‌ها هستند که مطالب اشاره شده مطابق با دیدگاه‌های ریان و همکاران^۳ (۲۰۱۴) و دیملیس و همکاران^۴ (۲۰۱۸) می‌باشد.

³ Ryan et al.

⁴ Dimelis et al.

¹ Miller et al.

² Opler et al.

الف- تعارض منافع: در کلیه ی مراحل تهیه مقاله جاری هیچگونه تعارض منافع وجود نداشته است.

ب- در دسترس بودن داده ها: در صورت نیاز سایر پژوهشگران امکان ارسال اطلاعات استفاده شده در این مقاله از سوی نویسندگان وجود دارد.

ج- نویسنده ی اول این مقاله بهنام ایزدی (دانشجوی دکتری بخش اقتصاد دانشگاه شیراز) و نویسنده ی دوم ابراهیم هادیان (نویسنده مسئول و عضو هیات علمی بخش اقتصاد دانشگاه شیراز) و نویسندگان سوم و چهارم به ترتیب سکینه ی اوجی مهر و احمد صدراپی جواهری (عضو هیات علمی بخش اقتصاد دانشگاه شیراز) می باشند.

د- مقاله جاری مستخرج از رساله ی دکتری بهنام ایزدی (دانشجوی دکتری بخش اقتصاد دانشگاه شیراز) با موضوع بررسی نقش ویژگی های ساختاری و اقتصادی بنگاه ها بر چگونگی و میزان اثربخشی سیاست های پولی بر عملکرد آنها می باشد.

د- در کلیه مراحل نگارش مقاله از هوش مصنوعی استفاده نگردیده است.

Resources:

Rezagholizadeh, M. (2025). Analysis of the Impact of Exchange Rates and Financial Leverage on Corporate Financial Fragility: Empirical Evidence from Iran. *Journal of Economic Policies and Research*, 4(2), 113-138. DOI: 10.22034/jep.2025.142795.1218 (in persian).

Dögüs, I. (2025). Monetary policy, market concentration and financial instability: The case of the USA. In *Central Banking, Monetary Policy and Financial In/Stability* (pp. 204-222). Edward Elgar Publishing. doi.org/10.4337/9781035302154.00018

Bonaparte, Y. (2025). Presidential versus parliamentary: Political system and stock market volatility. *European Journal of Political Economy*, 87, 102674. DOI: 10.1016/j.ejpolco.2025.102674

Arin, K. P., Kaplan, S., Polyzos, E., & Spagnolo, N. (2025). Stock market responses to monetary policy shocks: Firm-level evidence. *Journal of*

اقتصادی به کار گرفته شده موجب شد که با افزایش میزان دارایی های بنگاه ها (افزایش اندازه) به دلیل نقشی که در کاهش محدودیت مالی دارد (وجود رابطه ی معکوس بین اندازه و محدودیت مالی)، آنگاه موجب کاهش میزان حساسیت عملکرد بنگاه های مورد بررسی نسبت به سیاست پولی می شود.

معنی دار بودن ضریب حاصلضرب متغیرهای اهرم مالی و حجم پول و اندازه ی بنگاه بیانگر آن است که تأثیر سیاست پولی بر محدودیت مالی بنگاه متأثر از اندازه ی بنگاه بوده و از سویی حساسیت عملکرد بنگاه ها به میزان محدودیت مالی که با آن روبرو هستند با افزایش اندازه ی بنگاه ها کاهش می یابد. بدین معنی که با مقایسه ی بین ضرایب متغیرهای حاصلضرب اهرم مالی و حجم پول (۰/۳۲۱۴) با حاصلضرب بین اهرم مالی و حجم پول و اندازه ی بنگاه (۰/۰۶۳۱) نشان می دهد که با افزایش اندازه، محدودیت مالی بنگاه با اعمال سیاست پولی تأثیر کمتری بر عملکرد بنگاه ها دارد. به بیان دیگر افزایش اندازه موجب این شده که تأمین مالی از خارج تسهیل یابد.

بنابراین سیاستگذاران اقتصادی در زمان تصمیم گیری خود پیرامون نوع و میزان سیاست پولی اعمالی بایستی بر این موضوعات تمرکز داشته باشند؛ اول اینکه در اقتصاد ایران عموماً بنگاه ها با مشکل تأمین منابع مالی روبرو هستند. دوم به هر میزان که نقش بنگاه های بزرگتر در اقتصاد بیشتر باشد آنگاه نقش محدودیت مالی بر عملکردشان کاهش خواهد یافت. سوم اعطای تسهیلات هدفمند به بنگاه های کوچک درگیر با محدودیت مالی موجب رونق این بخش می شود. بنابراین در صورت عدم توجه به محدودیت مالی و میزان دارایی بنگاه؛ سیاست پولی اعمالی نتیجه ی مطلوب و مورد نظر را در پی نخواهد داشت.

- shocks. *Journal of International Economics*, 145, 103830. DOI: 10.1016/j.jinteco.2023.103830.
- Laine, O. M., & Pihlajamaa, M. (2023). Asymmetric Effects of Conventional and Unconventional Monetary Policy When Rates are Low. *Bank of Finland Research Discussio.* 31(2), 32-57, Available at SRN: <https://ssrn.com/abstract=4391781> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4391781>
- Orooji Z, Dargahi, H (2023). Liquidity Demand of Heterogeneous Firms in the Economy of Iran: Microfoundation Approach. *qjerp* 2023; 31 (105) :7-38, doi: [10.52547/qjerp.31.105.1](https://doi.org/10.52547/qjerp.31.105.1) (in Persian).
- Naderi M, Hadizadeh A, Mirzaporbabahan A (2023). Investigating the Effects of Monetary Policy Shocks on Stock Price Bubbles: The Application of Structural Vector Autoregression with Time-Varying Parameters (SVAR-TVP). Original Research Article/ Vol.23, No.2, Summer 2023, P:193-218. DOI: [10.1001.1.17356768.1402.23.2.8.2](https://doi.org/10.1001.1.17356768.1402.23.2.8.2) (in Persian).
- Tovabnejadesfahani M, Mahmoudzadeh M, Sufimajidpor M, Gholamabari A (2023). The Impact of Monetary and Currency Policies on the Default Risk of Commercial Banks with a Sanctions Approach. *Journal of Iranian Economic Issues*, Institute for Humanities and Cultural Studies Biannual Journal, Vol. 10, No. 1, Spring and Summer 2023, 37-60. Doi: 10.30465/ce.2023.45066.1873 (in Persian).
- Osmani F, Cheshomi A, Salehnia N, Ahmadi Shadmehri M T. (2023). The Reaction of Stock Returns of Iranian Different Industries to Inflation and Interest Rates with the Panel-ARDL Approach. *JEPR*. 28(1), 53-75. doi:10.61186/jpbud.28.1.53 (in Persian).
- Hosseinzadeh, H., Asgharpour, H. & Haghighat, J. (2023). Nonlinear Transmission Mechanisms of Monetary Policy into industrial sector: A Markov Switching Vector Auto Regressive Approach (MSVAR). *Industrial Economics Researches*, 6(22), 65-88. DOI: 10.30473/JIER.2023.65966.1353 (in Persian).
- Kim, J. (2023). Stock market reaction to US interest rate hike: evidence from an emerging market. *Heliyon*, 9(5), 118-137. DOI: 10.1016/j.heliyon.2023.e15758
- Macroeconomics*, 83, 103646. doi.org/10.1016/j.jmacro.2024.103646
- Switzer, D., & Teodoro, M. (2025). Public enterprise pricing as redistributive policy. *Policy Studies Journal*, 53, 365 - 387. <https://doi.org/10.1111/psj.70017>.
- Hadian, E. & Izady, B. (2024). Asymmetric Effects of Nominal Exchange Rate Changes on the Stock Value of the Petrochemical Industry in Iran, Emphasizing the Role of Monetary Policy: The Application of Nonlinear Autoregressive Distributed Lag Model. *Industrial Economics Researches*, 8(27), 47-59. DOI: 10.30473/jier.2024.71303.1452 (in Persian).
- Nguyen, T. H. (2024). The impact of capital structure on the performance of state-invested enterprises in Vietnam. *Cogent Economics & Finance*, 12(1), 2399955. DOI: 10.1080/23322039.2024.2399955.
- Cloyne, J., Dimsdale, N., & Postel-Vinay, N. (2024). Taxes and growth: new narrative evidence from interwar Britain. *Review of Economic Studies*, 91(4), 2168-2200. doi.org/10.1093/restud/rdad081
- Roudari, S., Ahmadian-Yazdi, F., Arabi, S. H., & Hammoudeh, S. (2023). Sanctions and Iranian stock market: Does the institutional quality matter?. *Borsa Istanbul Review*, 23(4), 919-935. doi.org/10.1016/j.bir.2023.03.006
- Ascari, G., Fasani, S., Grazzini, J., & Rossi, L. (2023). Endogenous uncertainty and the macroeconomic impact of shocks to inflation expectations. *Journal of Monetary Economics*, 140, 48-S63. doi:10.1016/j.jmoneco.2023.04.002.
- Benchimol, Jonathan and Saadon, Yossi and Segev, Nimrod, Stock Market Reaction to Monetary Policy Surprises Under Uncertainty. *International Review of Financial Analysis*, Elsevier, vol. 89, no. 102783, August 2023 [10.1016/j.irfa.2023.102783], Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4534573> or <http://dx.doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102783>
- Lastauskas, P., & Nguyen, A. D. M. (2023). Global impacts of US monetary policy uncertainty

- Firms. *Quarterly journal of Economics*, 109, 309-40.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1966). Some estimates of the cost of capital to the electric utility industry, 1954-57. *The American Economic Review*, 56(3), 333-391.
- Fazzari, S., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C. (1987). Financing constraints and corporate investment. 13(4), 99-147.
- Fu, H., Guo, W., Sun, Z., & Xia, T. (2023). Asymmetric impact of natural resources rent, monetary and fiscal policies on environmental sustainability in BRICS countries. *Resources Policy*, 82, 103444. DOI: 10.1016/j.resourpol.2023.103444.
- Barkhordari S, Abdoli G, Amiri R (2022). The Effects of Exchange Rate Shock on the Value of Selected Industries in the Tehran Stock Exchange with TVP-FAVAR Approach, *Applied Economics Studies*, 10(40), 10-39. Doi: [10.22084/AES.2021.22808.3298](https://doi.org/10.22084/AES.2021.22808.3298) (in Persian).
- Ebrahimi A, Khodadakashi F, Mousavijahromi Y (2019). The Effect of Market Power Changes in the Banking Industry on Firms' Investment with Emphasis on Financial Constraints Channel. *Quarterly Journal of Economic Growth and Development Research* Vol. 9, No. 34 (Serial Number 34), March 2019 (59-76). [Doi.org/10.30473/egdr.2018.5089](https://doi.org/10.30473/egdr.2018.5089). (in Persian).
- Dimelis, S., Giotopoulos, I., & Louri, H. (2018, July). Banking Concentration and Firm Growth: The Impact of Size, Location and Financial Crisis. In *International Conference on Applied Economics* (pp. 63-72). Cham: Springer International Publishing. DOI: 10.1007/978-3-030-02194-8_5.
- Ryan, R. M., O'Toole, C. M., & McCann, F. (2014). Does bank market power affect SME financing constraints?. *Journal of Banking & Finance*, 49, 495-505. DOI:10.1016/j.jbankfin.2013.12.024
- Mishkin, F. S. (2013). How Should Central Banks Respond to Asset-Price Bubbles? The 'Lean' versus 'Clean' Debate After the GFC| *Bulletin*–June 2011. *Bulletin*, (June).
- Bernanke, B. S., Gertler, M., & Gilchrist, S. (1999). The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. *Handbook of macroeconomics*, 1, 1341-1393. doi.org/10.1016/S1574-0048(99)10034-X
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46.
- Gertler, M., Gilchrist, S., & Monetary Policy, B. C. (1994). the behaviour of Small Manufacturing