

اثر کیفیت حسابداری بر انتقال سیاست پولی مبتنی بر کانال ترازنامه به بازار سهام

الهام ملک زاده^۱، محمد علی آقائی^{۲*}، محمد امیری اسرمی^۳

چکیده

این پژوهش اثر کیفیت حسابداری بر انتقال سیاست پولی مبتنی بر کانال ترازنامه به بازار سهام را بررسی می‌کند. کیفیت حسابداری می‌تواند بر انتقال سیاست‌های پولی مبتنی بر کانال ترازنامه‌ای به بازار سهام از طریق بازده سهام و سرمایه‌گذاری شرکتها تاثیر بگذارد. کیفیت گزارشهای حسابداری می‌تواند نقش مهمی در انتقال سیاست پولی مبتنی بر ترازنامه ایفا نماید. از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ۱۴۸ شرکت برای سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ به روش غربالگری بعنوان نمونه انتخاب شدند و فرضیه‌ها با کمک الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت، آزمون شدند. یافته‌ها نشان می‌دهد سیاست پولی با بازده سهام و سرمایه‌گذاری شرکت رابطه منفی دارد، اثر تعاملی کیفیت حسابداری با سیاست پولی تاثیر منفی و معنادار بر بازده سهام دارد و اثر تعاملی کیفیت حسابداری با سیاست پولی تاثیر مثبت و معنادار بر سرمایه‌گذاری جدید دارد. بنابراین، بهبود کیفیت حسابداری منجر به افزایش میزان بازده سهام و افزایش سرمایه‌گذاری جدید می‌شود. اما سیاست پولی انقباضی مبتنی بر کانال ترازنامه، منجر به افزایش بازده سهام و افزایش سرمایه‌گذاری می‌شود. شرکت‌های با کیفیت حسابداری پایین نسبت به تغییرات سیاست پولی حساسیت بیشتر دارند، بطوری‌که تغییرات بازده و میزان سرمایه‌گذاری آنها بیشتر از سایر شرکت‌ها است. اتخاذ سیاست پولی مناسب سبب بهبود کیفیت اطلاعات حسابداری و متعاقبا بهبود صحت واکنش بازار می‌شود.

کلیدواژه‌ها: سیاست پولی، کانال ترازنامه‌ای، کیفیت حسابداری، بازده سهام، سرمایه‌گذاری.

مقدمه

کلان اقتصادی مانند تورم، تولید کل و بیکاری است اما با توجه به ابزارهای مختلفی که در اختیار بانک‌های مرکزی قرار دارد در بهترین حالت تنها اثر غیرمستقیم بر نتایج کلان اقتصادی دارد. در عوض سیاست‌های پولی به واسطه

سیاست پولی، فرآیندی است که از طریق سیاست‌های بانک‌های مرکزی انجام می‌گیرد و بر قیمت دارایی‌ها و شرایط اقتصاد عمومی تاثیر می‌گذارد (برنانکه و کانتر، ۲۰۰۵؛ میشکین، ۲۰۱۱). اگرچه هدف سیاست پولی تاثیرگذاری بر پیامدهای

۱. دانش آموخته کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس.

۲. دانشیار گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران (نویسنده مسئول).

۳. استادیار گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اداری، دانشگاه سمنان، سمنان، ایران.

پولی منجر به تغییرات در انتظارات مشارکت کنندگان بازار حقوق صاحبان سهام شرکتها و در پی آن تغییر در سرمایه‌گذاری آتی شرکتها می‌شود (گرتلر و گیلیست، ۱۹۹۴، بیرانوند و همکاران، ۱۳۹۹). بر اساس این استدلال‌ها، این پژوهش بررسی می‌کند که آیا کیفیت حسابداری شرکتها واکنش بازار سهام را نسبت به تغییرات غیرمنتظره در سیاست پولی مبتنی بر کانال ترازنامه تعدیل خواهد کرد و اینکه میزان واکنش شرکتها به تغییرات سیاست پولی چگونه است؟ همچنین آیا کیفیت حسابداری شرکتها، حساسیت سرمایه‌گذاری آینده آن‌ها را نسبت به سیاست پولی تعدیل می‌کند؟

از آنجاییکه عملکرد، وضعیت ترازنامه‌ای و سلامت مالی شرکتها می‌تواند بر میزان تولید و رشد شرکت موثر باشد. سیاست‌گذاران پولی برای تصمیم‌گیری در مورد نحوه تنظیم ابزارهای سیاستی باید ارزیابی دقیقی از زمان و تاثیر سیاست‌های خود بر اقتصاد داشته باشند. برای انجام این ارزیابی، سیاست‌گذاران پولی باید مکانیزم‌هایی را درک کنند که از طریق آن مکانیزمها، سیاست پولی بر فعالیت اقتصادی واقعی و تورم تاثیر می‌گذارد. سیاست پولی سنجیده می‌تواند زمینه را برای ثبات اقتصادی و رفع آشفتگی‌های اقتصادی که معمولاً از سایر منابع سرچشمه می‌گیرند فراهم سازد (بیرانوند و همکاران، ۱۳۹۹)، لذا دانش افزایشی این پژوهش، آشکار ساختن عواملی نظیر نقش شرکتها و صورتهای مالی، برای دستیابی به اهدافی مانند کنترل تورم، افزایش اعتبار و سیاستگذاری‌های پولی توسط بانک مرکزی است.

مروری بر ادبیات نظری

سیاست پولی در اقتصاد کشور، عرضه پول با هدف تنظیم نرخ بهره در اقتصاد است یعنی قیمتی که بر اساس آن می‌توان قرض گرفت و عرضه پول را تحت تاثیر قرار داد (آرمسترانگ و همکاران، ۲۰۱۹). در کشورهای مختلف از دو ابزار شامل سیاست مالی و سیاست پولی که به ترتیب در اختیار دولت و بانک مرکزی است برای تنظیم اقتصاد و متعادل کردن آن استفاده می‌کنند. در ایران دسته‌بندی ابزارهای سیاست پولی شامل تعیین سقف اعتباری، نسبت سپرده قانونی اوراق مشارکت

کانال‌های غیرانحصاری یا مکانیزم انتقال، ارتباط بین اقدامات بانک مرکزی، بازارهای مالی و اقتصاد فراهم می‌شود. کانال ترازنامه‌ای مکانیسمی بالقوه و مهم برای انتقال سیاست پولی است (حافظیان و همکاران، ۱۴۰۰). در کانال ترازنامه‌ای بانک مرکزی با اعمال سیاست انقباضی بر نرخ بهره تاثیر می‌گذارد در نتیجه سود خالص و ثروت خالص وام گیرندگان تغییر می‌کند که هر دو بر توانایی شرکت برای دسترسی بر سرمایه برون سازمانی تاثیر می‌گذارد (حافظیان و همکاران، ۱۴۰۰). نرخ بهره بالاتر، هزینه بهره را افزایش و سود خالص را نیز کاهش می‌دهد متعاقباً ثروت خالص وام‌گیرندگان به دلیل اینکه جریان‌های نقد مورد انتظار آنها با نرخ بالاتری تنزیل می‌شود، کاهش می‌یابند (آرمسترانگ و همکاران، ۲۰۱۹؛ صلاحش و کارزونی، ۱۳۹۸). در این شرایط کاهش در قیمت دارایی‌ها باعث کاهش ارزش وثیقه شرکت نزد وام‌دهندگان از جمله بانکها می‌شود و به دنبال آن باعث کاهش دسترسی متقاضیان بالقوه به وام می‌گردد (بیرانوند و همکاران، ۱۳۹۹)، زیرا به دلیل وجود محدودیت در بازار وام و اعتبار، جریان‌های نقدی و شرایط ترازنامه‌ای شرکتها، دسترسی شرکتها به وام را محدود می‌کند. از این رو رابطه دارایی‌ها و اقتصاد حقیقی از طریق کانال ترازنامه‌ای برقرار می‌شود (حافظیان و همکاران، ۱۴۰۰).

از طرفی، کیفیت حسابداری شرکتها ممکن است بر انتقال سیاست پولی از طریق کانال ترازنامه تاثیر بگذارد. به ویژه، شرکت‌های دارای حسابداری با کیفیت بالاتر باید حساسیت کمتری نسبت به سیاست پولی داشته باشند زیرا شفافیت مالی، حساسیت آن‌ها نسبت به نارسایی‌های بازار اعتبار را کاهش می‌دهد (بهارات و همکاران، ۲۰۰۸؛ گراهام و همکاران، ۲۰۰۸). از آنجا که دسترسی شرکت‌های دارای اطلاعات حسابداری با کیفیت پایین‌تر به تامین مالی برون سازمانی کمتر است و به تغییرات سود خالص و ارزش خالص حساس‌تر می‌باشند و کانال ترازنامه برای این شرکتها باید، مشخص‌تر باشد. کیفیت حسابداری در بستر کانال ترازنامه به عنوان توانایی صورتهای مالی شرکتها در انتقال اطلاعات به تامین کنندگان سرمایه است (آرمسترانگ و همکاران، ۲۰۱۹). براساس کانال ترازنامه‌ای، تغییرات غیرمنتظره در سیاست

کیفیت بازار سهام شرکت‌ها تأثیر منفی دارد (فتحی و همکاران، ۱۳۹۴). در این راستا، اندازه صرف تامین مالی برون سازمانی که ناشی از این محدودیت‌های بازار است ممکن است تحت تأثیر سیاست‌های پولی قرار گیرد. کانال اعتباری یا سیاستی شبیه به آن منجر به تغییرات در صرف تامین مالی برون سازمانی می‌شود. دو نوع کانال اعتباری، بیشتر مورد توجه قرار گرفته است؛ (۱) کانال اعطای وام بانکی و (۲) کانال ترازنامه‌ای یا کانال شتاب دهنده مالی نیز مشهور است (حسن زاده و مجتهد، ۱۳۸۸).

کانال ترازنامه بیان می‌کند که یک سیاست پولی انقباضی سبب کاهش جریان نقدینگی و ارزش خالص شرکت‌ها می‌شود که این موضوع سبب تضعیف موقعیت ترازنامه‌ای آن‌ها می‌گردد. از اینرو، یک وضعیت مالی ضعیف از طریق افزایش صرف تامین مالی بیرونی سبب کاهش سرمایه‌گذاری می‌شود (حافظیان و همکاران، ۱۴۰۰). کانال ترازنامه اشاره دارد که تغییرات نرخ بهره بر ترازنامه و صورت سودوزیان شرکت‌های وام‌گیرنده تأثیر می‌گذارد. کانال ترازنامه این نظریه را مطرح می‌کند که اندازه صرف تامین مالی برون سازمانی با ارزش خالص وام‌گیرنده رابطه معکوس دارد (آرمسترانگ و همکاران، ۲۰۱۹). هرچه دارایی خالص وام‌گیرنده بیشتر باشد، احتمال استفاده از سرمایه خود به عنوان وسیله‌ای برای تامین سرمایه‌گذاری بیشتر است (محسنی زنوزی، ۱۳۹۷). شرکت‌های دارای ارزش خالص بالاتر ممکن است وثیقه بیشتری برای تامین وجوه مورد نیاز برای وام خود داشته باشند و بنابراین در مقایسه با ثروت خالص کمتر، می‌توانند وثیقه کامل برای وجوه مورد نیاز خود تامین کنند. در نتیجه، وام دهندگان هنگام اعطای وام به شرکت‌های دارای ارزش خالص بالا، خطر کمتری می‌پذیرند و هزینه‌های نمایندگی کمتر است. بنابراین هزینه‌های جمع آوری وجوه برون سازمانی باید برای شرکت‌های با ارزش خالص بالا کمتر باشد.

ساختار مالی وام‌گیرندگان تحت تأثیر کیفیت ترازنامه است و تضعیف ترازنامه وام‌گیرندگان از طریق سیاست پولی انقباضی به سه دلیل اتفاق می‌افتد: (۱) سیاست پولی انقباضی با کاهش در ارزش وثیقه و ارزش خالص شرکت سبب تضعیف

بانک مرکزی و سپرده ویژه بانک‌ها نزد بانک مرکزی، کنترل نرخ‌های سود بانکی و حجم نقدینگی انجام می‌شود. در واقع سیاست پولی مجموعه تدابیری است که دولت با نظارت بر نظام پولی و حفظ ثبات ارزش پول درون سازمانی و برون سازمانی در جامعه پیش می‌گیرد. در کشورهای مثل ایران که انحصار نشر پول وجود دارد، بانک‌ها برای نشر پول به طور نظاممند متصل به بانک مرکزی عمل می‌کنند. بنابراین توانایی تغییر در عرضه پول و همچنین تغییر نرخ بهره توسط مقامات پولی بانک مرکزی وجود دارد که از این طریق می‌توانند به اهداف سیاست پولی دست یابند. در ایران تدوین یک استراتژی پولی مناسب اهمیت بسیار زیادی دارد زیرا فضای اقتصادی به گونه‌ای است که در معرض شوک‌های مختلفی قرار دارد. کاربرد سیاست پولی در ایران برای ایجاد ثبات در سطوح کلان اقتصادی با چالش‌های زیادی مواجه است. بزرگ‌ترین چالش، عدم استفاده از نرخ بهره و عملیات بازار باز به دلیل قوانین مبتنی بر بانکداری بدون ربا است (حسن زاده و همکاران، ۱۳۸۸). ولی با این حال بانک مرکزی با تکیه بر وظایف سنتی مبتنی بر بهره باید برای انجام وظایف خود از ابزارهای دیگر انتقال پول استفاده کند که با ساختار اقتصادی کشور مطابقت داشته باشد. تغییر در حجم پول و نقدینگی، سیاست پولی است که در ایران و اکثر کشورهای در حال توسعه استفاده می‌شود و از این طریق بر سایر متغیرهای اقتصادی اثرگذار است و اوراق بهادار معامله شده در همه بازارهای مالی را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

برنانکه و کاتنر (۱۹۹۵) مکانیسم‌های متعددی را پیشنهاد کرده‌اند که به عنوان «کانال اعتبار انتقال پولی» شناخته می‌شوند و ویژگی متمایز کانال اعتبار این است که این کانال از دیدگاه گذشته که بازارهای مالی را کامل و بدون محدودیت فرض می‌کردند مانند نرخ بهره سنتی انتقال سیاست پولی جدا می‌شود و عدم تقارن اطلاعاتی بین وام‌گیرندگان و وام‌دهندگان برون سازمانی را شامل می‌شود که منجر به افزایش هزینه برون سازمانی می‌شود. لذا، عدم تقارن اطلاعاتی، سبب کاهش انتقال کارای وجوه بین تأمین‌کنندگان منابع و استفاده‌کنندگان منابع، و همچنین بر

وضعیت مالی شرکت‌ها می‌شود، ۲) خالص جریان وجه نقد کاهش می‌دهد، ۳) نرخ بهره مخارج شرکت را افزایش خواهد داد چنانچه بدهی‌های شرکت‌ها دارای نرخ بهره کوتاه مدت یا شناور باشند (حافظیان و همکاران، ۱۴۰۰). در این دیدگاه وضعیت مالی شرکت‌ها نقش حیاتی در انتقال سیاست پولی ایفا می‌کند. به عبارتی، تغییرات نرخ بهره بر ارزش دارایی‌های شرکت اثر گذاشته و این امر موجب کاهش وضعیت مالی و اعتباری شرکت‌ها شده و متعاقباً توانایی شرکت‌ها را در دریافت تسهیلات و میزان سرمایه‌گذاری تغییر می‌دهد. از طرف دیگر دریافت تسهیلات توسط شرکت مستقیماً به میزان نرخ تامین مالی بیرونی آن بستگی دارد. با کاهش خالص ارزش شرکت دو مسئله مخاطره اخلاقی و انتخاب معکوس پررنگ‌تر می‌شود. در سیاست پولی انقباضی، پایین بودن ارزش خالص وام‌گیرنده به این معنی است که وام‌دهندگان (تامین کنندگان بیرونی) با افزایش نرخ بهره و کاهش ارزش شرکت (قیمت دارایی‌ها) وثیقه‌های کمتری برای وام پرداختی خود دریافت می‌نمایند در نتیجه توانایی شرکت‌ها در دریافت تسهیلات با افزایش نرخ تامین مالی بیرونی کاهش می‌یابد و شرکت‌ها مجبور به کاهش سرمایه‌گذاری خود خواهند شد (محسنی زنوزی، ۱۳۹۷). از طرفی این کاهش موجب تشویق شرکت‌ها به انجام پروژه‌هایی با ریسک بالاتر می‌شود. کاهش ارزش خالص شرکت همچنین باعث افزایش مخاطرات اخلاقی و انتخاب معکوس نیز می‌شود زیرا با تقلیل سرمایه صاحبان شرکت، ممکن است برای نشان دادن وضعیت بهتر شرکت‌ها، صورتهای مالی خود را دستکاری کنند (محسنی زنوزی، ۱۳۹۷). در نتیجه منجر به کاهش دسترسی شرکت‌ها به وجوه قابل استقراض می‌شود و از این طریق بر سرمایه‌گذاری و تولید ملی اثر می‌گذارد.

سیاست پولی اثر مستقیم بر ترازنامه شرکت دارد و متعاقباً بر ثروت و همچنین بر نقدشوندگی در بازار سهام اثر دارد (صلاحش و کازرونی، ۱۳۹۸). براساس مطالعات پیشین، این دو کانال اعتبار یاد شده، می‌تواند بر شاخص کل قیمت سهام تاثیر گذار باشد که شامل ۱) نرخ بهره که بر تقاضای وام اثر مستقیم دارد و باعث افزایش هزینه استقراض می‌شود

و موجب کاهش سرمایه‌گذاری شرکت و اگر شرکت نتواند سرمایه‌گذاری کند ارزش خالص جریان نقدی شرکت کاهش می‌یابد و بنابراین بر شاخص کل اثر منفی می‌گذارد؛ ۲) در کانال دوم از طریق اعتبارات قیمت سهام کاهش می‌یابد، با انتخاب سیاست پولی انقباضی از طریق دولت اعتبار قابل دسترسی کمتری وجود دارد و فعالیت اقتصادی راکد می‌شود و با کاهش عرضه پول نسبت به تقاضا نرخ بهره افزایش می‌یابد و در نتیجه قیمت سهام کاهش می‌یابد (میشکین، ۲۰۱۱). اما، بدری و دولو (۱۳۹۵) نشان دادند نرخ ارز رسمی و غیررسمی، نرخ بهره و قیمت جهانی نفت رابطه مثبت با شاخص بازار سهام دارد و نرخ ارز رسمی، شاخص تولیدات صنعتی و نرخ تورم رابطه مثبت و عرضه پول رابطه منفی با ارزش جاری بازار سهام دارد. لذا بانک مرکزی به دلیل اهمیت ثبات مالی در مکانیزم انتقال پول به حفظ ثبات مالی علاقه‌مند است به طوری که اقتصاددانان بی‌ثباتی مالی را یک تهدید جدی برای اقتصاد کلان همچون رشد پایدار و ثبات قیمت می‌دانند (پیرانوند و همکاران، ۱۳۹۹). بنابراین سیاست پولی می‌تواند از طریق بازارهای پولی و اهداف میانی خود با اثرگذاری بر بازده سهام و قیمت دارایی‌های مالی اثرات مستقیم و فوری بر بازارهای مالی از جمله بازار سهام داشته باشد در نتیجه باعث ثبات یا بی‌ثباتی بازارهای مالی شده و به تبع آن اثرات مثبت یا منفی بر اقتصاد واقعی بسیار مهم است (برنانکه و کاتر، ۲۰۰۵). در عمل شناسایی رفتار سهام در بازار اوراق بهادار در مواجهه با تغییرات متغیرهای کلان اقتصادی می‌تواند زمینه‌ساز بسیاری از دگرگونی‌ها تلقی گردد. بنابراین، فرضیه اول پژوهش را می‌توان این گونه بیان کرد:

«تغییرات سیاست پولی در کانال ترازنامه‌ای با بازده سهام رابطه منفی دارد».

شرکت‌هایی با کیفیت حسابداری بالاتر باید حساسیت کمتری نسبت به سیاست پولی داشته باشند زیرا شفافیت مالی آن‌ها حساسیت آن‌ها را نسبت به نارسایی‌های بازار اعتباری که در کانال ترازنامه وجود دارد کاهش می‌دهد. برعکس، شرکت‌های با کیفیت پایین‌تر حسابداری باید نسبت به سیاست پولی که از طریق کانال ترازنامه عمل می‌کند

«کیفیت حسابداری بر رابطه بین تغییرات سیاست پولی با میزان سرمایه گذاری تاثیر مثبت دارد».

مدل‌های نظری پژوهش سرمایه‌گذاری شرکت و کانال ترازنامه سیاست پولی

براساس نظریه کیوتوبین، مدل‌های زیر از لحاظ درونی شبیه به مدل‌های هایشی (۱۹۸۲)، کاپلان و زینگالیس (۱۹۹۷)، تیرو (۲۰۱۵) و آرمسترانگ، گلیسر و کپلر (۲۰۱۹) است. در این مدل‌های نظری، V_i ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i ؛ q_i نسبت کیوتوبین شرکت i ، که بیانگر رابطه بین سرمایه‌گذاری (I_i) و ارزش بازار شرکت است؛ w_i میزان تأمین مالی بهترین سطح سرمایه‌گذاری؛ r نرخ بهره و θ_i شدت مشکلات اطلاعاتی را نشان می‌دهد رابطه (۱) با توجه به I_i بهترین سطح سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد، که به دلیل محدودیت‌های هزینه تأمین مالی، کمتر از اولین سطح سرمایه‌گذاری است:

$$I_i^* = \frac{\phi_i}{\phi_i + \theta_i} \frac{q_i - 1}{\phi_i} + \frac{\theta_i}{\phi_i + \theta_i} w_i \quad (1)$$

$$= I_i^{FB} - \frac{\theta_i}{\phi_i + \theta_i} (I_i^{FB} - w_i) < I_i^{FB}$$

براساس مفاهیم کانال ترازنامه سیاست‌های پولی، با تغییر نرخ بهره کوتاه‌مدت، بانک مرکزی می‌تواند سود خالص و ثروت خالص شرکت‌ها را تغییر دهد، که توانایی آنها در دستیابی به سرمایه برون سازمانی را تحت تأثیر قرار می‌دهد (برنانکه و گرتر، ۱۹۹۵). مثلاً، نرخ بهره بالاتر می‌تواند هزینه بهره شرکت‌ها را افزایش دهد که سود خالص قابل قبول آنها را کاهش می‌دهد. علاوه بر این، نرخ بهره بالاتر همچنین می‌تواند مستقیماً مقدار وجوه درون سازمانی شرکت‌ها (یا ثروت خالص) را کاهش دهد، زیرا جریان نقدی مورد انتظار آنها با نرخ بالاتر تنزیل می‌شود. در نتیجه، کاهش سود خالص و ثروت خالص وام‌گیرندگان باعث کاهش سود قابل قبول و ارزش وثیقه آنها می‌شود و به نوبه خود، سهم بازپرداخت آنها از سرمایه‌گذاری‌های آنها است که مشکلات اطلاعاتی (مثل،

حساس‌تر باشند زیرا دسترسی آنها به تأمین مالی برون سازمانی و به ویژه اعتبار باید نسبت به تغییرات در سود خالص و ارزش خالص آنها حساس‌تر باشد. در اقتصاد ایران به دلیل اجرای عملیات بانکداری بدون ربا قابلیت استفاده از نرخ بهره در سیاست‌گذاری اقتصادی وجود ندارد لذا ابزار عمده سیاست پولی در ایران بر پایه تغییر در حجم پول و نقدینگی استوار است (حسن زاده و مجتهد، ۱۳۸۸).

با تمرکز بر اطلاعات حسابداری می‌توان ناهمگونی در واکنش بازار سهام شرکت‌ها به سیاست پولی و اهمیت کانال ترازنامه‌ای، به عنوان یک مکانیزم انتقال سیاست پولی، و نیز به تعادل رسیدن آنها را درک کرد. نقش عدم تجانس در سطح شرکت مهم است بطوریکه برخی از وام‌گیرندگان نسبت به سایرین در برابر تغییر شرایط اعتبار آسیب‌پذیرتر می‌باشند (محسنی زنوزی، ۱۳۹۷). بر اساس استدلال‌های بیان شده فرضیه دوم پژوهش شکل می‌گیرد:

«کیفیت حسابداری بر رابطه بین تغییرات سیاست پولی با واکنش بازار سهام تاثیر منفی دارد».

مدیران در شرایط مختلف اقتصادی خرد و کلان، تصمیماتی برای انجام این سرمایه‌گذاری‌ها اتخاذ می‌نمایند که به میزان اتکا آنها به منابع سرمایه‌گذاری یعنی جریان‌های نقدی وابسته است. جریان نقدینگی شرکت‌ها بیانگر وضعیت ترازنامه‌ای و نشان دهنده ارزش خالص شرکت‌ها است؛ جریان نقدینگی بیشتر به معنی سطح بالاتر منابع مالی درون سازمانی است که این موضوع سبب افزایش فرصت‌های سرمایه‌گذاری برای شرکت می‌شود که به معنای کاهش اثر شوک‌های سیاست پولی بر سرمایه‌گذاری است (انجیلوپولو، و گیسون، ۲۰۰۷؛ بیرانوند و همکاران، ۱۳۹۹). با افزایش نرخ بهره در نتیجه یک سیاست پولی انقباضی، جریان نقدینگی شرکت‌ها کاهش می‌یابد و این موضوع سبب افزایش مسأله انتخاب معکوس و مخاطره اخلاقی و کاهش عرضه تسهیلات به شرکت‌ها می‌شود که در نهایت سبب کاهش سرمایه‌گذاری آنها می‌گردد (میشکین، ۲۰۱۶). جهت بررسی اثر کیفیت حسابداری بر رابطه بین سرمایه‌گذاری و سیاست پولی فرضیه سوم این پژوهش شکل می‌گیرد:

کانال ترازنامه از کانال‌های نئوکلاسیک هزینه سرمایه (یا نرخ بهره) متمایز است (آرمسترانگ و همکاران، ۲۰۱۹)، به موجب آن سیاست پولی تأثیر مستقیم بر نسبت کیوتوبین شرکت‌ها دارد به گونه‌ای که $\frac{\partial q_i}{\partial r} < 0$. به منظور تمرکز بر کانال ترازنامه، فرض کنید $\frac{\partial q_i}{\partial r}$ کوچک است به طوری که کانال نئوکلاسیک هزینه سرمایه تأثیر ناچیزی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام دارد، اگر کانال نئوکلاسیک هزینه سرمایه غیرقابل اغماض باشد، بدان معنی است که:

$$\frac{\partial I_i^*}{\partial r} = \frac{I}{\phi_i + \theta_i} \frac{\partial q_i}{\partial r} + \frac{\theta_i}{\phi_i + \theta_i} \frac{\partial w}{\partial r}$$

این فرض همچنین مشخص می‌کند که کانال ترازنامه از تأثیرات هزینه سرمایه متمایز است، اما از طریق تعامل سیاست‌های پولی و صرف تامین مالی برون سازمانی کارایی لازم را دارد. به عبارتی، ویژگی اصلی کانال ترازنامه این نیست که نرخ بهره یا محدودیت‌های مالی برای آن موضوع، مستقیماً بر سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارد بلکه ویژگی اصلی کانال ترازنامه این است که مشکلات اطلاعاتی می‌توانند تأثیر تغییرات نرخ بهره را بسیار تقویت کنند، این اثر «شتاب‌دهنده مالی» بوسیله معادله (۳) مشخص شده است.

ارزش شرکت و کانال ترازنامه سیاست پولی

این پژوهش، یک مطالعه رویدادی طی دوره‌ای کوتاه است که ارزش بازار سهام شرکت‌ها چگونه به تغییرات غیرمنتظره در سیاست‌های پولی (یعنی $\frac{\partial V_i}{\partial r}$) پاسخ می‌دهد. با گنجاندن نرخ بهره (r) در معادله (۱)، معادله (۴) زیر حاصل می‌شود:

$$\begin{aligned} \frac{\partial V_i^*}{\partial r} &= \frac{\partial V_i^*}{\partial w_i} \frac{\partial w_i}{\partial r} = -\theta_i (I_i^* - w_i) \gamma_i \\ &= -\frac{\theta_i \phi_i}{\phi_i + \theta_i} (I_i^{FB} - w_i) \gamma_i < 0 \end{aligned} \quad (4)$$

در صورت وجود محدودیت سرمایه و مشکلات اطلاعاتی که افزایش تأمین مالی برون سازمانی را پرهزینه می‌کند، ارزش شرکت بخاطر نرخ بهره کاهش می‌یابد (آرمسترانگ و همکاران، ۲۰۱۹). مطابق با این پیش‌بینی کل ارزش بازار سهام

انتخاب نامطلوب و خطر اخلاقی) را تشدید می‌کند (آرمسترانگ و همکاران، ۲۰۱۹). این دامنه افزایش تضادهای نمایندگی بین وام‌گیرندگان و وام‌دهندگان منجر به افزایش صرف تامین مالی برون سازمانی بیشتری می‌شود - یعنی «اختلاف» بین هزینه وجوه درون سازمانی و برون سازمانی - دسترسی شرکت به وجوه برون سازمانی را برای شرکت دشوارتر می‌کند. براساس این استدلال، سود خالص قابل قبول شرکت منعکس در نرخ بهره (r) یا $\gamma_i < 0$ کاهش می‌یابد. بنابراین رابطه (۲) زیر حاصل می‌شود:

$$\frac{\partial I_i^*}{\partial r} = \frac{\partial I_i^*}{\partial w_i} \frac{\partial w_i}{\partial r} = -\frac{\theta_i}{\phi_i + \theta_i} \gamma_i < 0 \quad (2)$$

و

$$\frac{\partial I_i^*}{\partial r \partial \theta_i} = \frac{\partial^2 I_i^*}{\partial w_i \partial \theta_i} \frac{\partial w_i}{\partial r} = -\frac{\theta_i}{\phi_i + \theta_i} \gamma_i < 0 \quad (3)$$

معادله (۲) نشان می‌دهد که سطح بهینه سرمایه‌گذاری به دلیل تأثیر آن بر وجوه درون سازمانی شرکت (یا سود خالص قابل قبول) در نرخ بهره کاهش می‌یابد. معادله (۳) مشتق جزئی سرمایه‌گذاری با توجه به نرخ بهره، r و شدت مشکلات اطلاعاتی شرکت، θ_i ، است، و نشان می‌دهد که رابطه بین سرمایه‌گذاری و نرخ بهره در شرکت‌هایی که مشکلات اطلاعاتی شدیدتری دارند، حساسیت بیشتری دارد. بنابراین، افزایش شفافیت مالی آنها، حساسیت آنها را به نقص بازار اعتبار کاهش می‌دهد و صرف تامین مالی برون سازمانی آنها را کاهش دهد، شرکت‌های دارای حسابداری با کیفیت بالاتر باید حساسیت کمتری به کانال ترازنامه داشته باشند (بهارات و همکاران، ۲۰۰۸؛ گرهام و همکاران، ۲۰۰۸) این پیش‌بینی به کمک مدل تجربی در بخش‌های بعد آزمون می‌شود و شواهدی ارائه می‌شود که سرمایه‌گذاری شرکت‌هایی با کیفیت حسابداری پایین‌تر (یعنی θ_i بزرگتر) نسبت به شرکت‌های مشابه دارای حسابداری با کیفیت بالاتر، نسبت به تغییرات غیرمنتظره سیاست پولی حساس‌تر می‌باشند و کمتر به محدودیت‌های مالی حساس می‌باشند (آرمسترانگ و همکاران، ۲۰۱۹).

سطح وسیع منطقه‌ای یا بین کشوری هنوز ناچیز است. برای کشورهای جنوب صحرای آفریقا، فقدان محسوسی از شواهد تجربی در این مورد وجود دارد. بنابراین، این مطالعه به دنبال پر کردن این شکاف در منطقه‌ای است که تأثیر سیاست‌های پولی بر واسطه‌گری اعتباری برای تلاش‌های متنوع‌سازی اقتصادی دولت‌های صحرای آفریقا بسیار مهم است.

نتایج توریولا و همکاران (۲۰۲۲) نشان می‌دهد که حجم پول اثر مثبت معنی‌داری بر رشد اقتصادی نیجریه دارد در حالی که تورم و نرخ بهره تأثیر مثبت ناچیزی بر رشد اقتصادی نیجریه دارند. نتایج نشان می‌دهد که شوک‌های سیاست پولی تأثیر معناداری بر رشد اقتصادی در نیجریه می‌گذارند در حالی که نرخ بهره و تورم تأثیری ندارند. توصیه شد که بانک مرکزی نیجریه باید از بازنگری نزولی نرخ سیاست پولی ۱۲ تا ۹ درصد اطمینان حاصل کند تا دسترسی مالی بیشتر را افزایش دهد.

لوت و ویجی (۲۰۲۱) کانال اعتباری سیاست‌های پولی در آفریقای جنوبی را با استفاده از ترازنامه بانک‌ها مطالعه کردند. ما نشان می‌دهیم که ناهمگونی قابل توجهی در بخش بانکی در دو بخش وام و سپرده ترازنامه بانک‌ها وجود دارد. در پاسخ به شوک انقباضی سیاست‌های پولی، بانک‌های بزرگ سبد وام خود را با وام‌دهی به مشاغل و کاهش وام به خانوارها تعدیل می‌کنند، در حالی که برای بانک‌های کوچک عکس آن است. افزایش وام‌های شرکت در میان کاهش موجودی‌ها با فرضیه «پوشش و حفاظت از نسبت کفایت سرمایه» به جای تأمین بودجه موجودی‌های تجاری مطابقت دارد. این پژوهش اهمیت ناهمگونی در مشتریان، قدرت بازار و مدل‌های تجاری در بخش بانکی را مشخص می‌کند، که پویایی‌های جمعیتی-اجتماعی در آفریقای جنوبی را مشخص می‌کند.

آرمسترانگ و همکاران (۲۰۱۹) یافتند کیفیت حسابداری، واکنش بازار سهام شرکت‌ها و حساسیت سرمایه‌گذاری آینده در برابر تغییرات غیرمنتظره در سیاست‌های پولی را تعدیل می‌کند. علاوه بر این، رابطه قبلی برای شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد بیشتر و محدودیت‌های مالی بیشتر تقویت می‌شود، که بیشتر با کیفیت حسابداری برای تعدیل انتقال

در تغییرات غیرمنتظره نرخ وجوه بانک مرکزی، باید کاهش یابد.

اثر تعدیل کننده کیفیت حسابداری بر ارزش شرکت

سرانجام با توجه به نرخ بهره و شدت مشکلات اطلاعاتی معادله (۵) زیر حاصل می‌شود:

$$\frac{\partial^2 V_i^*}{\partial r \partial \theta_i} = - \frac{\partial_i^2}{(\partial_i + \theta_i)^2} (I_i^{FB} - w_i) \gamma_i < 0 \quad (5)$$

مدل (۵) بالا مبنایی برای پیش‌بینی اصلی فراهم می‌کند که کیفیت حسابداری شرکت‌ها، واکنش بازار سهام شرکت را در برابر تغییرات غیرمنتظره در سیاست‌های پولی تعدیل می‌کند. از آنجا که شرکت‌های دارای کیفیت حسابداری پایین‌تر با مشکلات اطلاعات شدیدتری (مانند، θ_i بالاتر) مواجه می‌باشند (آرمسترانگ و همکاران، ۲۰۱۹)، معادله (۵) پیش‌بینی می‌کند که ارزش بازار سهام این شرکت‌ها نسبت به تغییرات غیرمنتظره در سیاست‌های پولی حساس‌تر است.

پیشینه پژوهش

پیشینه خارجی

یافته‌های مودوگو و دمپر (۲۰۲۲) نشان می‌دهد که سیاست‌های پولی انبساطی مانند افزایش عرضه پول، وام‌دهی بانک‌ها را تحریک می‌کند، درحالی‌که سیاست‌های پولی انقباضی مانند افزایش نرخ‌های سیاست پولی توسط بانک‌های مرکزی منجر به انقباض اعتباری می‌شود، البته این اثر ضعیف به دلیل توسعه نیافتگی احتمالی بازارهای مالی است. محدودیت‌های نهادی، تمرکز بانک‌ها و دیگر سختی‌ها در سیستم مشخصه کشورهای در حال توسعه که اثربخشی انتقال سیاست پولی را تضعیف می‌کند. نسبت کفایت سرمایه و اندازه فعالیت‌های اقتصادی از دیگر متغیرهایی هستند که به طور قابل توجهی بر کانال‌های وام‌دهی بانک‌ها تأثیر می‌گذارند. درحالی‌که، رابطه بین سیاست‌های پولی و متغیرهای کلان اقتصادی در مطالعات خاص کشور معطوف شده است، ارتباط بین سیاست‌های پولی و وام‌دهی بانکی در

سیاست‌های پولی مطابقت دارد.

آنجیلوپو و گیسون (۲۰۰۹) حساسیت جریان نقدینگی سرمایه‌گذاری را با استفاده از پانلی از شرکتهای تولیدی انگلستان برای بررسی وجود کانال ترازنامه بررسی کردند. علاوه بر بررسی تأثیر جریان نقدینگی در نمونه‌های مختلف براساس اندازه شرکت یا سیاست مالی، میزان استفاده از سرمایه‌گذاری در دوره‌های سیاست پولی انقباضی را با استفاده از یک شاخص روایی بررسی کردند. نتایج نشان داد که حساسیت جریان نقدینگی در شرکتهای دارای محدودیت مالی در دوره‌های سیاست پولی انقباضی بیشتر است و محدودیت‌های مالی با پیچیدگی بازار مالی ضعیف می‌شود. برنانکه و کاتنر (۲۰۰۵) با هدف اندازه‌گیری میانگین واکنش بازار سهام و درک ریشه‌های اقتصادی آن واکنش، تأثیر تغییرات سیاست‌های پولی بر قیمت سهام را مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. نتایج نشان داد به طور متوسط، کاهش ۲۵ درصدی پیش‌بینی نشده نرخ هدف صندوق‌های فدرال با افزایش ۱ درصدی شاخص‌های سهام همراه است. با تطبیق روش‌شناسی ناشی از کمپبل و آمر، یافته‌اند که تأثیر اقدامات پولی پیش‌بینی نشده بر بازده اضافی مورد انتظار بیشترین واکنش به قیمت سهام را شکل می‌دهد.

پیشینه داخلی

بیرانوند و همکاران (۱۳۹۹) بررسی تغییرات در سیاست‌های پولی و مالی و اثر آن بر نقدشوندگی حائز اهمیت بوده و گامی مؤثر در جهت دهی به بازار سرمایه است. در این پژوهش با استفاده از مدل خودرگرسیون برداری ساختاری (SVAR) به بررسی تأثیر بی‌ثباتی‌های پولی و مالی بر نقدشوندگی سهام صنایع انرژی‌بر پرداخته شده است. نتایج نشان می‌دهد که بی‌ثباتی پولی و مالی تأثیر منفی بر نقدشوندگی سهام صنایع انرژی‌بر دارند.

حافظیان و همکاران (۱۳۹۹) نشان دادند کانال ترازنامه انتقال سیاست پولی در ایران وجود دارد. همچنین یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که در شرکتهایی که با محدودیت مالی کمتر روبرو هستند (شرکتهای بزرگ) عملکرد کانال

ترازنامه ضعیف‌تر از شرکتهایی است که با محدودیت مالی بیشتری روبرو هستند (شرکتهای کوچک).

باستین و همکاران (۱۳۹۹) استدلال کردند از اصلی‌ترین چالش‌های پیش‌روی اقتصاد ایران، تحریم‌ها و تأثیر آن بر متغیرهای کلان اقتصادی است. تحریم‌ها علاوه بر اثرات مستقیم بر رشد اقتصادی اثرات غیرمستقیمی نیز بر رشد اقتصادی از کانال‌های دیگر نیز دارد. از مهم‌ترین کانال‌ها در این زمینه، کانال انتقالی سیاست‌های پولی است. نتایج این مطالعه نشان داد که نرخ ارز تأثیر منفی و معنی‌داری بر رشد اقتصادی داشته است که در کوتاه‌تایل‌های بالا رشد اقتصادی نیز تقویت شده است. همچنین با لحاظ تحریم‌ها در مدل مورد بررسی اثرات منفی نرخ ارز بر رشد اقتصادی بیشتر نیز شده است. همچنین براساس سایر نتایج این مطالعه، اعتبارات بانکی اثر مثبت و معنی‌داری بر رشد اقتصادی داشته است. همچنین با لحاظ متغیر تحریم در مدل، اثرات اعتبارات بانکی در کوتاه‌تایل‌های بالای رشد اقتصادی نیز تقویت شده است. سایر نتایج این مطالعه نشان داد که نرخ بهره تأثیر معنی‌داری بر رشد اقتصادی نداشته است.

صلاحش و کازرونی (۱۳۹۸) نشان دادند اثر منفی و معنادار ارزش خالص شرکتهای متغیر تقاطعی نسبت پوشش بهره شرکتهای با سیاست پولی بر تسهیلات دریافتی تأثیر دارد، بنابراین اثرات سیاست پولی از طریق نسبت پوشش بهره تشدید گشته است. یافته‌ها در ارتباط با متغیرهای کلان و برون سازمانی نیز حاکی از اثر مثبت تولید ناخالص داخلی و شاخص قیمت‌ها بر تسهیلات دریافتی بوده است.

تقی‌زاده و همکاران (۱۳۹۶) تأثیر بخش‌های مختلف اقتصادی از شوک پولی در اقتصاد ایران با استفاده از مدل خود رگرسیون برداری تعمیم‌یافته عاملی (FAVAR) را مطالعه کردند نتایج بیانگر آن است که ارزش‌افزوده بخش‌های مختلف تولیدی، در مواجهه با شوک پولی رفتارهای متفاوتی از خود نشان می‌دهند. به‌طوری‌که گروه خدمات نسبت به گروه صنایع و معادن و بخش کشاورزی حساسیت بیشتری نسبت به شوک پولی داشته و بخش نفت نسبت به شوک پولی واکنش معناداری از خود نشان نمی‌دهد. با توجه به تأثیر

متفاوت بخش‌های مختلف اقتصادی، بانک مرکزی و مقامات پولی در هنگام سیاست‌گذاری پولی باید واکنش همه بخش‌ها را مدنظر قرار دهد تا برنامه‌ریزی‌های دقیق‌تری در اقتصاد ملی داشته باشد.

بدری و دولو (۱۳۹۵) تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی شامل نرخ ارز، نرخ بهره، نرخ تورم، عرضه پول، شاخص تولیدات صنعتی و قیمت جهانی نفت بر شاخص کل بازار سهام، ارزش جاری بازار سهام و حجم معاملات بازار سهام بررسی کردند. برای تحلیل از آزمون علیت گرنجر، آزمون هم‌انباشتگی یوهانسون، تحلیل همبستگی و رگرسیون و آزمون عکس‌العمل‌های آنی استفاده شده است. نتایج نشان داد نرخ ارز رسمی و غیررسمی، نرخ بهره و قیمت جهانی نفت رابطه مثبت با شاخص بازار سهام و نرخ ارز رسمی، شاخص تولیدات صنعتی و نرخ تورم رابطه مثبت و عرضه پول رابطه منفی با ارزش جاری بازار سهام دارد. همچنین نرخ ارز رسمی، نرخ تورم و شاخص تولیدات صنعتی رابطه مثبت با حجم معاملات بازار سهام دارد. بر اساس آزمون علیت گرنجر، رابطه علی یک‌طرفه از سمت متغیرهای کلان اقتصادی به سمت ارزش جاری بازار سهام و حجم معاملات بازار سهام وجود دارد؛ ولی هیچ‌گونه رابطه علی با شاخص بازار سهام ندارند.

فتحی و همکاران (۱۳۹۴) تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر کیفیت بازار سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. ابعاد این تأثیر با استفاده از روش مدل معادلات ساختاری PLS بررسی شده است. نتایج پژوهش نشان داد که عدم تقارن اطلاعاتی و ابعاد آن بر کیفیت بازار سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر منفی دارد.

روش تحقیق

پژوهش حاضر از مطالعات کاربردی است که در آن اطلاعات واقعی مربوط به کیفیت حسابداری و انتقال سیاست پولی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی می‌شود، از نظر نحوه گردآوری داده‌ها از نوع مطالعات اسنادکاو- کتابخانه‌ای است، بر حسب ماهیت و روش

انجام کار از نوع مطالعات کمی (توصیفی- همبستگی) است زیرا رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته را مورد بررسی قرار می‌دهد و با استفاده از اطلاعات و داده‌های مربوط به گذشته، آنچه موجود است را توصیف و تفسیر می‌کند، لذا، پس رویدادی است. نرمال بودن متغیر وابسته با آزمون جارکو- برا، پایایی و همخطی بین متغیرها بررسی شد. الگوی مناسب رگرسیون چندگانه به کمک آزمون‌های چاو و هاسمن انتخاب شد. به روش غربالگری منظم، شرکت‌هایی که حائز شرایط زیر باشند بعنوان نمونه انتخاب شدند: شرکت‌هایی که قبل از سال ۱۳۹۲ در بورس پذیرفته شده‌اند و در طی دوره پژوهش توقف معاملات بیش از ۳ ماه نداشته‌اند، سال مالی آنها پایان اسفند ماه باشد، در طول دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداشته‌اند، جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، بانک‌ها و بیمه‌ها نباشند و داده‌های آنها در دسترس باشند. در نهایت ۱۴۸ شرکت نمونه انتخاب شده‌اند.

مدل‌های تجربی و متغیرها

اکنون، براساس استدلال بیان شده مدل‌های تجربی آزمون فرضیه‌ها ارایه می‌شود:

این پژوهش به دنبال بررسی نقش کیفیت حسابداری بر انتقال سیاست پولی مبتنی بر کانال ترازنامه است. برای آزمون فرضیه اول از مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$\begin{aligned} Ret_{it} = & \alpha + \beta_1 M_{it} + \beta_2 SG_{it} + \beta_3 Size_{it} \\ & + \beta_4 Con_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \beta_6 ROA_{it} \\ & + \beta_7 Age_{it} + \beta_8 BM_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (۶)$$

برای آزمون فرضیه اول پژوهش که در آن بازده سهام (Ret) متغیر وابسته و متغیر مستقل سیاست پولی (M) است. متغیر سیاست پولی در این مطالعه، «حجم نقدینگی» در نظر گرفته شده است.

برای آزمون فرضیه دوم، اثر تعاملی کیفیت حسابداری بر رابطه بین سیاست پولی با بازده سهام است. با مطرح شدن بحث کیفیت حسابداری رابطه بین بازده سهام و سیاست پولی تعدیل می‌شود. به عبارتی سیاست پولی انقباضی (یا انبساطی)

سرمایه گذاری = خرید دارایی ثابت + هزینه‌های تحقیق و توسعه
- فروش دارایی ثابت مشهود - استهلاک انباشته

متغیر تعدیلگر

کیفیت حسابداری: برای اندازه‌گیری آن از کیفیت اقلام تعهدی به پیروی از روش دیچو و دیچاو (۲۰۰۲) و روش تعدیل شده فرانسیس، لافوند، اولسون و شپیر (۲۰۰۴) استفاده شد. دیچو و دیچاو (۲۰۰۲) کیفیت حسابداری را با تبدیل اقلام تعهدی حسابداری به وجه نقد اندازه‌گیری کرده‌اند. کانون توجه مدل بر اقلام تعهدی سرمایه در گردش عموماً ظرف یکسال است. سود غیرنقدی یا اقلام تعهدی به خروجی سیستم حسابداری تأثیر می‌گذارد. اقلام تعهدی می‌تواند منجر به تقدم و تاخر وجه نقد شود و نهایتاً برآوردی از مبالغ قابل بازیافت ارائه می‌دهد. بر این اساس سود عملیاتی برابر با جریان‌های نقدی و اقلام تعهدی مربوطه است.

$$\Delta WC_t = \phi_0 + \phi_1 CF_{t-1} + \phi_2 CF_t + \phi_3 CF_{t+1} + \phi_4 \Delta Sales_t + \phi_5 PPE_t + \varepsilon_t \quad (10)$$

ΔWC_{it} : تغییر در اقلام تعهدی سرمایه در گردش شرکت بین سال‌های t و $t-1$ که به صورت زیر محاسبه خواهد شد.
تغییر در اقلام تعهدی سرمایه در گردش = تغییر در حسابهای دریافتی + تغییر در موجودی کالا - تغییر در حسابهای پرداختنی
- تغییر در مالیات بر سود پرداختی + تغییر در سایر داراییها

CF : جریانهای نقدی، $\Delta Sales$: تغییرات فروش (فروش دوره جاری منهای فروش دوره قبل)، PPE : اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات (ناخالص) در پایان سال t و کلیه متغیرهای مدل با استفاده از کل داراییها در سال قبل استاندارد شده است.

متغیر مستقل

سیاست پولی: عرضه پول، نماینده سیاست پولی است که شامل پول‌های نقد (سکه و اسکناس) در دست مردم به اضافه سپرده‌های دیداری بخش خصوصی نزد بانک‌ها - به عبارتی،

که منجر به افزایش (کاهش) بازده سهام می‌گردد، تحت تأثیر کیفیت حسابداری قرار می‌گیرد. در راستای کنترل سایر عوامل مدل زیر بسط یافته است:

$$Ret_{it} = \alpha + \beta_1 M_{i,t} + \beta_2 AQ_{i,t} + \beta_3 AQ_{i,t} \times M_{i,t} + \beta_4 SG_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 Con_{i,t} + \beta_7 Lev_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 Age_{i,t} + \beta_{10} BM_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

برای آزمون فرضیه سوم اثر تعاملی کیفیت حسابداری بر رابطه بین سیاست پولی با میزان سرمایه گذاری به عنوان متغیر وابسته بررسی می‌شود.

$$Inv_{it} = \alpha + \beta_1 M_{i,t} + \beta_2 AQ_{i,t} + \beta_3 AQ_{i,t} \times M_{i,t} + \beta_4 SG_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 Con_{i,t} + \beta_7 Lev_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 Age_{i,t} + \beta_{10} BM_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

متغیر وابسته

برای اندازه‌گیری واکنش بازار سهام از دو متغیر بازده سهام و میزان سرمایه‌گذاری شرکت استفاده شده است. حال، به تشریح نحوه اندازه‌گیری این دو متغیر پرداخته می‌شود:
بازده سهام: مجموعه مزایایی است که در طول یک دوره به سهم تعلق می‌گیرد مانند افزایش سود نقدی، مزایای ناشی از حق تقدم، سهام جایزه، افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی، در این پژوهش بازده سهام به طور مستقیم از نرم افزار ره‌آورد نوین استخراج شده که در این نرم افزار رابطه کلی آن به شرح زیر است:

$$\text{بازده سهام} = \frac{P_t (1 + \alpha + \beta) - (P_{t-1} + C \times \alpha) + D}{P_{t-1} + C \times \alpha} \quad (9)$$

P_t : قیمت سهم در پایان دوره و P_{t-1} : قیمت سهم در ابتدای دوره، D : سود نقدی، C : آورده نقدی، α : درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی مانند حق تقدم و β : درصد افزایش از محل اندوخته‌ها مانند سهام جایزه می‌باشد.
سرمایه‌گذاری (Inv): به منظور اندازه‌گیری میزان سرمایه‌گذاری از مدل زیر محاسبه می‌شود که با ارزش دفتری دارایی‌ها در ابتدای دوره تعدیل می‌شود.

شرکتها به علت مسائل مالیاتی نمی‌خواهند ارزش روز داراییها را افشا نمایند لذا این موضوع باعث تفاوت ارزش دفتری به ارزش بازار می‌شود.

بدهی‌ها به دارایی‌ها (Lev): در پایان سال مالی، اطلاعات ارائه شده با کیفیت بالاتر به اعتباردهندگان به اعطای اعتبار راحت‌تر برای شرکت می‌انجامد که موجب می‌شود ارائه اطلاعات افشاء شده خود را کاهش دهند تا بتوانند اعتبار بالاتری دریافت کنند.

شاخص تمرکز بازار (Con): این متغیر نشان می‌دهد که فروش محصولات یک شرکت چند درصد مجموع فروش محصولات شرکت‌های آن صنعت است. این متغیر مقداری بین صفر و یک می‌گیرد هر چه این نسبت بزرگتر باشد بیانگر تمرکز بیشتر شرکت در صنعت می‌باشد و بالعکس.

سن (Age): سن شرکت برابر با لگاریتم طبیعی تفاوت سال ورود به بورس شرکت از سال جاری است. هرچه تعداد سالهای حضور شرکت در بازار سرمایه بیشتر باشد اطلاعات بیشتری درباره شرکت برای فعالان بازار در دسترس است که این موضوع موجب افزایش امکان گزارشگری با کیفیت بیشتری برای این شرکت‌ها فراهم می‌شود.

یافته‌های تحقیق

جدول (۱) آماره‌های توصیفی متغیرها شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، کمینه و بیشینه مشاهدات ارائه شده است. تعداد ۱۴۸ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ و ۱۰۳۶ مشاهده انتخاب شد.

مقدار میانگین و میانه بازده سهام به ترتیب برابر با ۰/۱۲۹ و ۰/۱۴۶ است که نشان می‌دهد نمونه‌ها از توزیع نرمال برخوردارند، مقدار انحراف معیار برای متغیر بازده سهام برابر ۰/۲۵۲ است. مقدار ضریب چولگی برای بازده سهام مثبت و نزدیک صفر می‌باشد که نشان می‌دهد توزیع نرمال و اندکی چوله به راست است. مقدار میانگین و میانه سرمایه‌گذاری به ترتیب ۰/۰۴ و ۰/۰۴ است اما مقدار انحراف معیار (۰/۰۲۲) اندک است و ضریب چولگی آن (۰/۱۷۱) چوله به راست است.

حجم پول (M_1) - بعلاوه شبه پول شامل مجموع سپرده‌های غیردیداری - یعنی، حجم نقدینگی (M_2) - است. در نهایت از لگاریتم طبیعی عرضه پول به عنوان شاخص سیاست پولی استفاده می‌شود.

متغیرهای کنترلی

نرخ رشد (SG): نرخ رشد شرکت i در سال t که به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$SG = \frac{\text{فروش سال قبل} - \text{فروش سال جاری}}{\text{فروش سال قبل}} \quad (11)$$

اندازه (Size): اندازه شرکت i در سال t که برابر با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی است. با توجه به تجربه کارشناسان و امکانات شرکت‌های بزرگ و مشخص بودن برنامه و اهداف آنها میزان افشاء داوطلبانه اطلاعات و کیفیت گزارشگری مالی افزایش می‌یابد. از طرف دیگر به دلیل تعدد معاملات در شرکت‌های بزرگ اطلاعات بیشتری از این شرکت‌ها در بازار موجود است.

بازده دارایی‌ها (ROA): بازده دارایی‌ها که برابر با سودخالص بر کل دارایی‌ها است. شرکت‌هایی که سود بالاتری دارند کمتر در صدد عدم افشاء اطلاعات می‌باشند. این شرکت‌ها با افشاء اطلاعات بیشتر داوطلبانه سعی در جلب توجه سرمایه‌گذاران دارند.

ارزش دفتری به ارزش بازار سهام (BM): ارزش دفتری (BV) از جمع کل حقوق صاحبان سهام مندرج در ترازنامه و ارزش بازار سهام (MV) از حاصلضرب ارزش بازار در تعداد سهام حاصل می‌شود. شرکت‌هایی که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام (BM) بزرگتری دارند احتمالاً ریسک بیشتری دارند. زیرا با یک شوک بازار مقدار ارزش بازار سهام (MV) مساوی ارزش دفتری (BV) و یا نزدیک به آن خواهد شد. از دیدگاه دیگری هر چقدر این نسبت کوچکتر باشد می‌تواند نشانگر این موضوع باشد که مدت زمان زیادی از تاسیس شرکت گذشته و از آنجائیکه اکثر قریب به اتفاق

جدول (۱). شاخص‌های آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	بازده سهام	سرمایه گذاری	سیاست پولی	کیفیت حسابداری	نرخ رشد شرکت	اندازه شرکت	شاخص تمرکز بازار	بدهی‌ها به دارایی‌ها	بازده دارایی‌ها	سن شرکت	ارزش حقوق صاحبان سهام
نماد	Ret	Inv	M	AQ	SG	Size	Con	Lev	ROA	Age	BM
میانگین	۰/۱۲۹	۰/۰۴	۱۶/۰۷۴	۰/۱۳۴	۰/۲۹۷	۱۴/۳۲۲	۰/۱۱۹	۰/۵۶۲	۰/۱۱	۳/۵۹۳	۰/۴۰۵
میانه	۰/۱۴۶	۰/۰۴	۱۶/۱۳۵	۰/۱۴	۰/۱۶۱	۱۴/۱۵۵	۰/۰۴۷	۰/۵۷۴	۰/۰۹۲	۳/۷۱۳	۰/۳۳۳
بیشینه	۰/۹۲۶	۰/۱۰۷	۱۶/۶۱۲	۱/۱۸	۵۶/۰۵۹	۱۹/۷۷۳	۰/۹۲۳	۰/۹۹۶	۰/۶۲۶	۴/۲۱۹	۳/۴۶
کمینه	-۰/۶۱۴	-۰/۰۲۷	۱۵/۳۴۳	-۰/۰۹۶	-۱	۱۰/۴۹۱	۰	۰/۰۱۲	-۱/۰۶۳	۱/۶۰۹	۰/۰۰۳
انحراف معیار	۰/۲۵۲	۰/۰۲۲	۰/۴۳۵	۰/۲۰۴	۱/۸۲۶	۱/۴۸۴	۰/۱۸۳	۰/۱۹۷	۰/۱۵۲	۰/۳۹۵	۰/۳۱۸
چولگی	۰/۰۶۲	۰/۱۷۱	-۰/۳۲۴	-۰/۳۷۵	۲/۷۶۷	۰/۷۸۶	۲/۳۴۹	-۰/۳۷۸	-۰/۴۷	-۰/۹۶۸	۳/۰۱۶
کشیدگی	۳/۲۸	۲/۹۵۶	۱/۸۰۴	۶/۶۰۲	۸/۴۰۹	۴/۳۵۲	۸/۱۴۷	۲/۶۴۶	۹/۱۱۲	۳/۹۶۲	۲۰/۰۶۶
مشاهدات	۱۰۳۶	۱۰۳۶	۱۰۳۶	۱۰۳۶	۱۰۳۶	۱۰۳۶	۱۰۳۶	۱۰۳۶	۱۰۳۶	۱۰۳۶	۱۰۳۶

بررسی نرمال بودن متغیر وابسته پژوهش

سطح معناداری آنها بیشتر از ۵٪ است، بنابراین فرض صفر یعنی نرمال بودن متغیر تایید می‌شود. بنابراین متغیرهای بازده سهام و سرمایه‌گذاری از توزیع نرمال برخوردار می‌باشد.

در این پژوهش با استفاده از آزمون جارک-برا نرمال بودن متغیر وابسته آزمون شده است. از آن جایی که نرمال بودن متغیر وابسته به نرمال بودن باقیمانده‌های الگو می‌انجامد، لازم است قبل از برازش الگو، نرمال بودن آن کنترل شود. از آنجایی که مقادیر آزمون جارکو-برا برای بازده سهام و سرمایه‌گذاری به ترتیب برابر با ۴/۰۷۸ و ۴/۸۲۸ است و

آزمون چاو و هاسمن

برای تعیین الگوهای رگرسیونی از آزمون‌های چاو و هاسمن استفاده شده است و نتایج بررسی ناهمسانی واریانس در جدول (۳) آمده است:

جدول (۲). نتایج آزمون چاو و هاسمن

آزمون چاو	آماره	سطح معناداری	نتیجه	آزمون هاسمن			آزمون بروش، پاگان، گادفری		
				آماره	سطح معناداری	نتیجه	آماره	سطح معناداری	نتیجه
مدل ۱	۲/۹۸۶	۰/۰۰۰	تابلویی	۲۱/۸۰۳	۰/۰۰۰۲	اثرات ثابت	۰/۸۱۱	۰/۵۹۳	همسانی واریانس
مدل ۲	۲/۰۰۳	۰/۰۰۰	تابلویی	۳۷/۳۷۳	۰/۰۰۰	اثرات ثابت	۰/۹۷۵	۰/۴۶۳	همسانی واریانس
مدل ۳	۵/۸۸۳	۰/۰۰۰	تابلویی	۱۸/۲۶۲	۰/۰۴۱	اثرات ثابت	۴/۴۸۹	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس

نتایج جدول (۲) نشان می‌دهد الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت مناسب می‌باشند. لذا از اثرات ثابت جهت برآورد مدل‌های فرضیه‌های اول تا سوم استفاده می‌شود. برای بررسی ناهمسانی واریانس از آزمون بروش، پاگان و گادفری استفاده شده است، جدول (۲) نشان می‌دهد مدل‌های ۱

آزمون چاو یا f لیمر برای تعیین به کارگیری مدل اثرات تابلویی در مقابل تلفیق کل داده‌ها انجام گرفته است. نتایج جدول (۲) نشان می‌دهد داده‌ها از الگوی داده‌های تابلویی (پنل) پیروی می‌کنند. آزمون هاسمن نیز برای تعیین استفاده از مدل اثرات ثابت در مقابل اثرات تصادفی انجام می‌شود.

و ۲ از همسانی واریانس برخوردار است اما مدل ۳ دارای ناهمسانی واریانس است که برای رفع این موضوع از برآورد حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) در با الگوی رگرسیون تابلویی با اثرات ثابت استفاده شده است (افلاطونی، ۱۳۹۶ ص ۹۸: سوری، ۱۳۹۹ ص ۳۰۸).

آزمون فرضیه‌ها

نتایج آزمون همه فرضیه‌های پژوهش در جدول (۳) نشان داده شده است. مقادیر آماره دوربین-واتسون برای همه مدل‌ها در دامنه مطلوب (۱/۵ تا ۲/۵) قرار دارد لذا خود همبستگی سریالی وجود ندارد و باقی مانده‌های اجزا خطا مستقل از هم می‌باشند. مقدار و احتمال آماره f برای همه مدل‌ها از لحاظ آماری معنی‌دار است پس متغیرهای توضیحی و کنترلی توان تشریح تغییرات متغیر مستقل را دارند. جدول (۳) نتایج فرضیه ۱ را نشان می‌دهد، مقدار ضریب تعیین یعنی توان توضیح دهندگی تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی در حدود ۴۷/۳۵٪ است. برای متغیر سیاست پولی، سطح خطای قابل قبول از ۰/۰۵ کمتر است بنابراین، این متغیر با بازده سهام رابطه منفی

معناداری دارد و فرضیه اول پذیرفته می‌شود. مطابق مبانی نظری این استدلال وجود دارد که هر چه سیاست پولی انقباضی، بیشتر باشد در نهایت بازده سهام کاهش پیدا می‌کند. نتایج فرضیه ۲ در جدول (۳) نشان می‌دهد مقدار ضریب تعیین در حدود ۶۸/۰۳٪ است. نتایج نشان می‌دهد که احتمال آماره t برای ضریب ثابت و ضرایب متغیرهای سیاست پولی، کیفیت حسابداری، کیفیت حسابداری در تعامل با سیاست پولی، اندازه شرکت، شاخص تمرکز بازار، بازده دارایی‌ها و ارزش بازار به ارزش حقوق صاحبان سهام بر بازده سهام کمتر از ۵٪ است؛ لذا رابطه فوق از لحاظ آماری معنی‌دار و ضریب برآورد شده برای متغیر کیفیت حسابداری در تعامل با سیاست پولی بر بازده سهام منفی معنی‌دار است. احتمال آماره t برای ضریب متغیرهای نرخ رشد شرکت، کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها و سن شرکت بر بازده سهام بیشتر از ۵٪ است؛ لذا رابطه فوق از لحاظ آماری معنی‌دار نیست. با توجه به فرضیه چون متغیر کیفیت حسابداری در تعامل با سیاست پولی بر بازده سهام منفی معنی‌دار است، پس کیفیت حسابداری بر واکنش بازار سهام به تغییرات سیاست پولی تاثیر منفی و معنی‌دار دارد.

جدول (۳). نتایج آزمون فرضیه‌ها با الگوی رگرسیون تابلویی با اثرات ثابت

متغیر وابسته	نماد	فرضیه ۱		فرضیه ۲		فرضیه ۳	
		مدل ۱	آماره t	مدل ۲	آماره t	مدل ۳	آماره t
متغیر وابسته		Ret		Ret		Inv	
عرض از مبدأ	α_0	۱۸/۵۶°	۳۳/۱۵	۱/۶۰۹°	۹/۹۷	-۰/۰۰۹°	۲۴/۲۱
سیاست پولی	M	-۰/۱۰۱°	-۹/۷۹	-۰/۰۹۴°	-۶/۵۶	-۰/۰۳۳°	-۳/۵۱
کیفیت حسابداری	AQ			-۰/۹۴۵°	۵/۱۳	-۰/۰۰۱°	۲/۴۱
تعامل کیفیت حسابداری با سیاست پولی	AQ*M			-۰/۰۵۷°	-۴/۹۹	-۰/۰۰۰۶°	۴/۱۲
نرخ رشد شرکت	SG	-۰/۰۰۰۶	-۰/۱۷	-۰/۰۰۱	-۰/۱۶۲	-۰/۰۰۰۸°	-۵۲/۹۸
اندازه شرکت	Size	-۰/۰۱۳°	-۲/۰۲	-۰/۰۱۵	-۱/۵۳	-۰/۰۴۳°	۴۰/۹۶
شاخص تمرکز بازار	Con	-۰/۱۴۱°	۲/۳۳	-۰/۱۶۰°	۲/۰۷۲	-۰/۰۱۸°	۱۳/۴۵
بدهی‌ها به دارایی‌ها	Lev	-۰/۰۲۱	-۱/۳۹	-۰/۰۲۶	-۱/۰۷	-۰/۰۱۳°	۷/۸۹
بازده دارایی‌ها	ROA	-۰/۰۵۸°	۲/۰۷	-۰/۰۷۸°	۲/۱۴۸	-۰/۰۱۴°	-۲۶/۱۲
سن شرکت	Age	-۰/۰۴۱	-۰/۶۶	-۰/۰۶۰	-۰/۶۹۲	-۰/۰۰۰۳	-۰/۴۸
ارزش دفتری به ارزش بازار	BM	-۰/۰۶۰°	۴/۷۵	-۰/۰۵۵°	۴/۰۵۲	-۰/۰۵۰°	۸/۰۴
ضریب تعیین	R^2	۰/۵۵۳۳		۰/۶۸۰۳		۰/۷۸۸۳	
ضریب تعیین تعدیل شده	R^2 Adj	۰/۴۷۳۵		۰/۶۲۴۰		۰/۷۸۶۳	
دوربین واتسون	DW	۲/۴۰		۲/۴۱		۱/۹۸	
آماره f	F	۱۲/۰۸	۰/۰۰	۶/۹۳	۰/۰۰	۳۸۱/۷۸	۰/۰۰

* در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است.

نتایج جدول (۳) برای فرضیه (۳) نشان می‌دهد احتمال آماره t برای ضریب ثابت و ضرایب متغیرهای سیاست پولی، کیفیت حسابداری، کیفیت حسابداری در تعامل با سیاست پولی، نرخ رشد شرکت، اندازه شرکت، شاخص تمرکز بازار، کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها، بازده دارایی‌ها، سن شرکت و بر سرمایه‌گذاری کمتر از ۵٪ است، لذا رابطه فوق معنی‌دار و ضریب برآورد شده برای متغیرهای سیاست پولی، کیفیت حسابداری، کیفیت حسابداری در تعامل با سیاست پولی بر سرمایه‌گذاری به ترتیب برابر با -0.032 ، 0.001 و 0.0006 و معنی‌دار است که نشان می‌دهد قدر مطلق کیفیت حسابداری در تعامل با سیاست پولی بر سرمایه‌گذاری کاهش پیدا کرده و موجب تعدیل میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها شده است و احتمال آماره t برای ضریب متغیر ارزش بازار به ارزش حقوق صاحبان سهام بر سرمایه‌گذاری بیشتر از ۵٪ است، لذا رابطه این متغیر با سرمایه‌گذاری معنی‌دار نیست. با توجه به فرضیه چون متغیر کیفیت حسابداری در تعامل با سیاست پولی بر سرمایه‌گذاری مثبت معنی‌دار است. پس کیفیت حسابداری بر رابطه بین تغییرات سیاست پولی با سرمایه‌گذاری تاثیر مثبت و معنی‌دار دارد.

بحث و نتیجه‌گیری

این پژوهش نقش کیفیت حسابداری بر انتقال سیاست پولی مبتنی بر کانال ترازنامه‌ای به بازار سهام را در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ بررسی کرد. در این پژوهش از معیار کیفیت اقلام تعهدی برای سنجش کیفیت حسابداری استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد (۱) افزایش عرضه پول سبب کاهش بازده سهام و کاهش سرمایه‌گذاری شرکت می‌شود به عبارتی، سیاست پولی انبساطی منجر به کاهش بازده و سرمایه‌گذاری می‌شود و بالعکس، سیاست پولی انقباضی سبب افزایش بازده سهام و سرمایه‌گذاری می‌شود، این نتایج را می‌توان این گونه تفسیر کرد که در ایران سیاست انبساطی سبب تورم می‌شود و نهایتاً منجر به افزایش هزینه‌های شرکت‌ها و کاهش قدرت خرید پول می‌شود. (۲) کیفیت حسابداری

تاثیر منفی و معنادار بر رابطه سیاست پولی با بازده سهام دارد، گرچه کیفیت حسابداری با بازده سهام رابطه مثبت دارد اما اندازه اثر تعدیل کننده آن چندان قدرتمند نیست که بتواند اثر منفی سیاست پولی را حذف نماید لذا افزایش حجم پول در اقتصاد، متعاقباً بهبود کیفیت اطلاعات حسابداری نمی‌تواند منجر به افزایش بازده سهام شود. (۳) بهبود کیفیت اطلاعات منجر به افزایش سرمایه‌گذاری می‌شود اما، سیاست انبساطی و افزایش حجم پول سبب کاهش سرمایه‌گذاری می‌گردد، علیرغم مقدار ضرایب و علامت منفی آن، کیفیت حسابداری بر رابطه بین سیاست پولی با میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها اثر مثبت دارد. مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی، سبب کاهش اثر کیفیت حسابداری بر سیاست پولی مبتنی بر کانال ترازنامه در بازارهای مالی می‌شود. هر اندازه ثروت خالص شرکت‌های تجاری کمتر باشد، مساله مخاطرات اخلاقی و انتخاب معکوس در مورد اعطای وام به شرکت‌ها افزایش پیدا می‌کند. کاهش ثروت خالص شرکت‌ها منجر به کاهش اعطای وام و در نتیجه کاهش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌شود. این بینش در چارچوب سیاست پولی نشان می‌دهد که کیفیت حسابداری شرکت‌ها می‌تواند بر انتقال سیاست پولی از طریق کانال ترازنامه تاثیر بگذارد. شرکت‌هایی با حسابداری کیفیت بالاتر باید نسبت به سیاست پولی حساسیت کمتری داشته باشند. چنانچه شفافیت مالی آنها بتواند حساسیت‌های آنها را به نارسایی‌های بازار اعتباری، کاهش دهد. باید کانال ترازنامه‌ای برای شرکت‌های با کیفیت پایین‌تر مشخص شود زیرا دسترسی آنها به تامین مالی و اعتبار به ویژه باید نسبت به تغییرات در سود خالص و ارزش خالص حساسیت بیشتری داشته باشد. از این رو مطابق با مبانی نظری و پیشینه‌های مرتبط نتایج فرضیه‌ها همسو با نتایج پژوهش آرمسترانگ و همکاران (۲۰۱۹) است.

در نهایت پیشنهادها و محدودیتهای تحقیق حاضر بدینگونه بوده است:

برای توسعه مطالعات در این حوزه می‌توان تغییرات نرخ بهره و تغییر نرخ ارز، اثر سرمایه‌گذاری کمتر و بیشتر از حد، ساختار مالکیت و ساختار سرمایه را مدنظر قرار داد و همچنین،

محسنی‌زنوزی، سیدجمال‌الدین. (۱۳۹۶). بررسی اهمیت کانال ترازنامه دیدگاه اعتبار در مکانیسم انتقال پولی اقتصاد ایران. پژوهش‌های اقتصادی (رشد و توسعه پایدار)، ۶۶(۱۷)، ۶۹-۹۷.

Angelopoulou, E., & Gibson, H. D. (2009). The balance sheet channel of monetary policy transmission: Evidence from the United Kingdom. *Economica*, 76(304), 675-703.

Armstrong, C. S., Glaeser, S., & Kepler, J. D. (2019). Accounting quality and the transmission of monetary policy. *Journal of Accounting and Economics*, 68(2-3), 101265.

Badri, A., & Davallo, M. (2016). Investigating the effect of macroeconomic variables on stock market performance. *Journal of Financial Management Perspective*, 6(13), 9-35. (in Persian)

Bastin, H, Sabet, S. A., SalehiRezveh, M., Hosainpour, A. (2020). Comparative analysis of monetary policy transmission channels in the context of Iran's economic sanctions: Quantile regression approach. *Applied Economics*. 10(34, 35), 31-46. (in Persian)

Beiranvand, S., Rezaei, M., & Keshavarz, H. (2020). The Effect of Monetary and Financial Instability on Energy-Intensive Industries Stocks. *Journal of Financial Management Perspective*, 10(32), 81-107. (in Persian)

Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27-48.

Bernanke, B. S., & Kuttner, K. N. (2005). What explains the stock market's reaction to Federal Reserve policy? *The Journal of Finance*, 60(3), 1221-1257.

تفکیک صنایع مختلف موجود در بورس به منظور کنترل تاثیرپذیری صنایع و تاثیر محدودیت‌های مالی به تفکیک برای نشان دادن اثرات مجزای آن بر سیاست‌های پولی را بررسی کرد. در تعمیم نتایج این مطالعه به دوره‌های مختلف و شرکت‌های متنوع باید محتاط بود زیرا این مطالعه طی دوره ۸ ساله بررسی شده است و عوامل زیادی از قبیل بحران‌های جهانی مانند بیماری COVID-19، تحریم‌ها، رکود یا رونق اقتصادی، تغییرات قیمت و میزان صادرات نفتی و پتروشیمی می‌توان بر نتایج این مطالعه تاثیر بگذارد.

منابع

باستین، حسین، ثابت، سید عبدالحمید، صالحی رزوه، مسعود و حسین پور، عبدالکریم. (۱۳۹۹). تحلیل مقایسه‌ای کانال‌های انتقال سیاست پولی در شرایط تحریم اقتصادی ایران: رویکرد رگرسیون کوانتایل. اقتصاد کاربردی، ۱۰(۳۴) و ۳۵ (پاییز و زمستان ۹۹)، ۳۱-۴۶.

بیرانوند، سارا، رضائی، محمد، و کشاورز، هادی. (۱۳۹۹). بررسی بی‌ثباتی پولی و مالی بر نقدشوندگی سهام صنایع انرژی بر. نشریه چشم انداز مدیریت مالی، ۱۰(۳۲)، ۸۱-۱۰۷.

تقی زاده، حجت، زمانیان، غلامرضا، و هراتی، جواد. (۱۳۹۷). بررسی اثر شوک‌های پولی بر بخش‌های مختلف اقتصادی: با استفاده از رویکرد FAVAR. فصلنامه علمی نظریه‌های کاربردی اقتصاد، ۴(۴)، ۱-۲۶.

حافظیان، فریده، زمانیان، غلامرضا، و شهرکی، جواد. (۱۳۹۹). محدودیت مالی، سرمایه‌گذاری و کانال ترازنامه انتقال سیاست پولی. اقتصاد مقداری، ۶۷(۱۷)، ۱۱۳-۱۳۶.

حسن زاده، علی، و مجتهد، احمد. (۱۳۸۸). ماهیت و کارکرد پول اصل محوری در جبران کاهش ارزش پول مقایسه اقتصادهای متعارف و اسلامی. تازه‌های اقتصاد، ۷(۱۲۵)، ۵۷-۶۷.

صلاحش، تاناز، و کازرونی، سیدعلیرضا. (۱۳۹۸). بررسی کانال ترازنامه در مکانیزم انتقال پولی با تاکید بر نقش شرکت‌ها (مطالعه موردی کشور ایران). نظریه‌های کاربردی اقتصاد، ۲۰(۶)، ۱۲۹-۱۴۸.

- Does Bank Size Matter? Economic Research Southern Africa. Working Paper.
- Mishkin, F. S. (2013). *Economics of money, banking and financial markets 10th ed.* Pearson Education Limited ISBN9780273765851.
- Mishkin, F. S. (2011). *Monetary policy strategy: lessons from the crisis.* National Bureau of Economic Research.
- Modugu, K. P., & Dempere, J. (2022). Monetary policies and bank lending in developing countries: evidence from Sub-Sahara Africa. *Journal of Economics and Development*, Article in Press. <https://doi.org/10.1108/JED-09-2021-0144>
- Mohseni Zonouzi, S. J. (2018). Analyzing the Importance of Balance Sheet Channel in Monetary Transmission Mechanism in Iran. *The Economic Research*, 17(4), 69–97. (in Persian)
- Salahesh, T., & Kazerooni, A. (2019). An Investigation on the Balance-Sheet Channel in Monetary Transmission Mechanism with Emphasis on the Role of Firms. *Quarterly Journal of Applied Theories of Economics*, 6(1), 129–148. (in Persian)
- Taghizadeh, H., Zamanian, G., & Harati, J. (2018). Monetary Shocks Effects on Different Economic Sectors: Using the FAVAR Approach. *Quarterly Journal of Applied Theories of Economics*, 4(4), 1–26. (in Persian)
- Toriola, A. K., Adenwura, O. O., Lawale, F. O., Eyeke, A. V., Nwakpa, F. C., & Adeniran, I. (2022). Monetary Policy Schocks and Economic Growth in Nigeria. *Indonesian Journal of Contemporary Education*, 4(2), 71-79.
- Bharath, S. T., Sunder, J., & Sunder, S. V. (2008). Accounting quality and debt contracting. *The Accounting Review*, 83(1), 1–28.
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77(s-1), 35–59.
- Fathi, S., Bakhtiari, B., & Moazzeni, H. (2015). The effect of information asymmetry on the stock market quality of companies. *Journal of Financial Management Perspective*, 5(12), 41–63.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *The Accounting Review*, 79(4), 967–1010.
- Gertler, M., & Gilchrist, S. (1994). Monetary policy, business cycles, and the behavior of small manufacturing firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(2), 309–340.
- Graham, J. R., Li, S., & Qiu, J. (2008). Corporate misreporting and bank loan contracting. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 44–61.
- Hafezian, F., Zamanian, G., & Shahraki, javad. (2021). financial constraint and investment and the firm balance sheet channel of monetary policy transmission. *Quarterly Journal of Quantitative Economics*, 17(4), 113–136. (in Persian)
- Hasanzadeh, A., & Mojtahed, A. (2009). The nature and function of money The central principle in compensating for the devaluation of money is the comparison of conventional and Islamic economies. *The Economic News*, 7(125), 57–67. (in Persian)
- Loate, T., & Vieg, N. (2021). *The Transmission of Monetary Policy Via the Banks' Balance Sheet:*