

پژوهشکده پولی و بانکی
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران



عوامل موثر بر هزینه مالی بنگاه‌های تولیدی

سجاد ابراهیمی

سیدعلی مدنی‌زاده

امینه محمودزاده

MBRI -PN-96005

مقاله سیاستی

مهر ۱۳۹۶

www.mbri.ac.ir



پژوهشکده پولی و بانکی
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

پژوهشکده پولی و بانکی

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

تهران: میدان آرژانتین، ابتدای بزرگراه آفریقا، پلاک ۱۰

کدپستی: ۱۵۱۴۹۴۷۱۱۱ صندوق پستی: ۷۹۴۹-۱۵۸۷۵

www.mbri.ac.ir

- دیدگاه و نظرات ارائه‌شده در این مقاله متعلق به نویسندگان بوده و لزوماً نظر پژوهشکده پولی و بانکی را منعکس نمی‌کند.
- کلیه حقوق مادی و معنوی این اثر متعلق به پژوهشکده پولی و بانکی می‌باشد، لیکن استفاده از نتایج این مقاله با ذکر منبع بلامانع است.



عوامل موثر بر هزینه مالی بنگاه‌های تولیدی

سجاد ابراهیمی^۱

سیدعلی مدنی‌زاده^۲

امینه محمودزاده^۳

چکیده

با وجودی که نظام بانکی ایران برای سالیان متمادی درگیر نرخ‌های سود دستوری و ثابت بوده و نرخ‌های بانکی تعیین شده در بیشتر دوره‌ها پایین‌تر از نرخ‌های بازار و تورم تعیین شده‌اند، شواهد آماری نشان می‌دهد هزینه مالی‌ای که بنگاه‌های تولیدی به ازای یک واحد تسهیلات پرداخت می‌کنند در سطوح متفاوت و متناسب با ویژگی‌های بنگاه، بانک و رابطه آن‌ها تعیین می‌شود. این شواهد که با بررسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس بدست آمده است نشان می‌دهد که بعد قیمتی محدودیت مالی برای شرکت‌های تولیدی فعال است. در این مقاله به دنبال توضیح برای متفاوت بودن هزینه مالی در بین شرکت‌های تولیدی هستیم. با استفاده از داده‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار برای بازه ۱۳۸۶-۱۳۹۳ نشان داده شده است که علاوه بر ویژگی‌های بنگاه مانند اندازه، سودآوری و نقدشوندگی، شرایط بانک قرض‌دهنده بر هزینه مالی شرکت قرض‌گیرنده موثر است؛ به گونه‌ای که شرکت‌هایی که از بانک‌های با درجه سلامت پایین‌تر و یا بانک‌های خصوصی وام گرفته‌اند هزینه مالی بیشتری پرداخته‌اند. به علاوه ساختار مالکیتی بنگاه‌ها نیز بر هزینه مالی آنها موثر است به صورتی که اگر سهامداری بانک‌ها و هلدینگ‌ها در شرکت‌ها زیاد شود، هزینه مالی کاهش می‌یابد.

^۱ عضو هیئت علمی پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی؛ s.ebrahimi@mbri.ac.ir

^۲ عضو هیئت علمی دانشکده اقتصاد دانشگاه صنعتی شریف و مدیر گروه مدلسازی پژوهشکده؛ seyedali.madanizadeh@gmail.com

^۳ دکتر اقتصاد دانشگاه صنعتی شریف؛ am.mahmoodzadeh@gmail.com



۱- مقدمه

شرکت‌ها برای استفاده از ظرفیت‌های موجود و ایجاد ظرفیت جدید تولید نیاز به نقدینگی دارند. محدودیت دسترسی به منابع مالی در جهت تامین نیاز به نقدینگی بنگاه‌ها می‌تواند عملکرد آنها را تضعیف کند. در واقع نیاز واقعی برای نقدینگی در بنگاه‌های تولیدی از ناهمزمانی جریان درآمدی و جریان هزینه‌ای شکل می‌گیرد که در ذات فعالیت‌های تولیدی قرار دارد. مطالعات مختلفی در دنیا مانند لوین (۲۰۰۵) به صورت تجربی و نظری نشان داده کاهش محدودیت‌های دسترسی به نقدینگی برای بنگاه‌ها می‌تواند باعث رشد در تولید بنگاه‌ها شود. موسو و شیائو (۲۰۰۸) اشاره کرده‌اند که محدودیت دسترسی به منابع تامین مالی بیرونی می‌تواند اثر نامطلوبی بر رشد بنگاه بگذارد. نوعی از محدودیت‌های مالی بنگاه‌ها به جنبه مقداری دسترسی به وام و تسهیلات اشاره دارد. به این معنی که فارغ از نرخ تامین مالی دسترسی برای بنگاه برای اخذ تامین مالی از بازارهای مالی تا یک حد مشخصی امکان پذیر باشد (بطوری که این حد کمتر از تقاضای بهینه آن بنگاه است). نوع دیگری از محدودیت‌های مالی محدودیت‌های قیمتی دسترسی به منابع مالی است. به عبارت دیگر بنگاه‌ها با توجه به شرایط و ریسکی که دارند به منابع مالی دسترسی خواهند داشت اما با هزینه مالی متفاوت این دسترسی امکان پذیر خواهد بود. بنگاه‌هایی که ریسک بالایی دارند، هزینه‌های تامین بالاتری خواهند داشت. به عبارت دیگر، تغییرات در هزینه‌های مالی بنگاه‌ها را می‌توان به دو قسمت تغییر داد. بخشی از تغییرات ناشی از تغییرات نرخ‌ها در بازارهای مالی در سطح کلان است و برای همه بنگاه‌ها یکسان است. بخش دیگری از تغییرات مربوط به بنگاه بوده و با توجه به تغییر در ریسک بنگاه تغییر می‌کند به صورتی که بنگاه‌هایی که ریسک بالاتری دارند محدودیت در دسترسی منابع را از طریق هزینه بالای تامین مالی تجربه می‌کنند. لذا تغییر در هزینه مالی بنگاه‌ها و یا تفاوت در بین بنگاه‌ها از آنجا که می‌تواند علائمی از وضعیت ریسک آن بنگاه باشد حائز اهمیت است.

با وجود این که در نظام بانکی ایران برای برخی عقود با نرخ ثابت نرخ سود مشخصی و ثابتی تعیین می‌شود، ولی مشاهدات از هزینه مالی بنگاه‌های تولیدی نشان می‌دهد که تفاوت معنی داری بین هزینه تامین مالی یک واحد نقدینگی بین بنگاه‌های تولیدی وجود دارد.

اگر بازارهای مالی بازارهای کاملی بودند و بنگاه‌ها به راحتی می‌توانستند که منابع مالی که از یک بانک گرفته‌اند را با منابع مالی از منبع دیگر بدون هزینه جایگزین کنند، و وضعیت سلامت بانکی بانک‌ها و نوع رابطه آنها با بانک‌ها نمی‌توانست بر هزینه تامین مالی بنگاه‌ها اثرگذار باشد. ولی با توجه به این که بازار اعتبارات بازار کاملی نیست و اصطکاک‌های زیادی مانند عدم تقارن اطلاعات وجود دارد، اعتباردهندگان (که در نظام مالی ایران عمدتاً بانک‌ها هستند) شناخت کاملی از متقاضیان تسهیلات ندارند و تصمیم‌گیری در خصوص نحوه تخصیص منابع مالی و همچنین نرخ آن بر اساس برخی معیارها و روابط شکل می‌گیرد. لذا علاوه بر عواملی مانند اندازه بنگاه، سودآوری بنگاه، وضعیت نقدینگی بنگاه که به نوعی در ریسک بنگاه موثر بوده و می‌تواند در تعیین نرخ سود تسهیلاتی که بنگاه می‌گیرد موثر باشد، عوامل دیگری مانند نحوه ارتباط بانک و بنگاه، سلامت بانک‌های اعتباردهنده نیز می‌تواند اثرگذار باشد.



تمرکز اصلی این مقاله بررسی اثر ساختار مالکیتی بنگاه‌ها و کیفیت رابطه بنگاه و بانک بر هزینه مالی بنگاه‌ها است. از این رو دو فرضیه اساسی این مطالعه عبارتند از:
- بنگاه‌هایی (شرکت‌های بورسی) که بانک‌ها، دولت و هلدینگ‌های بزرگ از سهام‌داران آن‌ها باشند، هزینه مالی کمتری پرداخت می‌کنند.

- سلامت بانک اعتباردهنده و ویژگی‌های دیگر آن این‌که بنگاه (شرکت بورسی) از چه بانکی با چه درجه‌ای از سلامت وام می‌گیرد و ترکیب بانک‌های اعتباردهنده (بانک‌های خصوصی، دولتی، طول رابطه با بانک‌ها، تعداد بانک‌های اعتباردهنده و...) چگونه باشد، می‌تواند هزینه مالی را تحت تاثیر قرار دهد. بر هزینه مالی بنگاه‌های اعتبارگیرنده موثر است. در بخش دوم مروری بر ادبیات موضوع از جنبه نظری و تجربی خواهد شد. در فصل بخش بعدی آماره‌های مربوط به هزینه مالی و عوامل تعیین‌کننده آن معرفی و تحلیل می‌شود. در بخش چهارم نتایج برآورد مدل اقتصادسنجی مطرح می‌شود و در انتها نتیجه‌گیری ارائه می‌گردد.

۲- ادبیات موضوع

مهم‌ترین عامل توضیح‌دهنده متفاوت بودن هزینه مالی تسهیلات بین بنگاه‌ها ریسک مالی آن‌ها است. از این رو مطالعات مختلف اثر شاخص‌هایی که به نوعی معین‌کننده ریسک بنگاه هستند - مانند اندازه (بووث (۱۹۹۲)، هیوستون و همکاران (۲۰۱۴))، سن (دایموند (۱۹۸۹)، پیتمن و فورتین (۲۰۰۴))، نو سانات جریان نقدی (لین و همکاران (۲۰۱۱)) و وضعیت نقدینگی (پیتمن و فورتین) - را در بررسی تغییرات هزینه مالی بنگاه‌ها در نظر گرفته‌اند. علاوه بر این عوامل، طیف وسیعی از ویژگی‌های ساختاری و نهادی مربوط به بنگاه و محیط کسب‌وکار بنگاه نیز به عنوان عامل موثر بر روی هزینه مالی تسهیلات بنگاه‌ها مورد بررسی قرار گرفتند. اما به‌طور کلی با توجه به این عوامل سه حوزه مطالعاتی در این موضوع می‌توان تعریف کرد.

شاخه اول از مطالعات در این حوزه به بررسی اثر ابعاد مختلف رابطه بانک و بنگاه بر هزینه مالی پرداخته‌است. تمرکز اصلی مطالعات در این شاخه به مساله اطلاعات نامتقارن بین اعتباردهنده و اعتبارگیرنده برمی‌گردد. دایموند (۱۹۸۹) اشاره می‌کند که روابط بلندمدت بین قرض‌گیرنده و قرض‌دهنده، از آنجاکه روابط بلندمدت مسئله نامتقارن بودن اطلاعات را تا حدود زیادی حل می‌کند، باعث ایجاد رانت برای قرض‌گیرندگان می‌شود و هزینه مالی گرفتن وام را برای آنها کاهش می‌دهد. در همین ارتباط راجان و پترسون (۱۹۹۴) با بررسی داده‌های بنگاه‌های آمریکایی نشان داده‌اند نحوه ارتباط بانک و بنگاه بر هزینه تسهیلات و میزان دسترسی به تسهیلات بنگاه موثر است؛ به‌گونه‌ای که رابطه نزدیک با بانک‌ها هزینه تسهیلات آنها را کاهش داده و میزان دسترسی آنها به تسهیلات را افزایش می‌دهد. همچنین آنها دریافتند که اگر بنگاه‌ها به جای تامین مالی از یک بانک از چند بانک وام بگیرند، هزینه مالی آنها افزایش می‌یابد. لمان و نیو برگر (۲۰۰۱) با مطالعه بنگاه‌های کوچک و متوسط (SMEs) اقتصاد آلمان، به‌عنوان یک اقتصاد بانک محور، به این نتیجه رسیده‌اند که نحوه روابط و تعامل بنگاه‌ها با بانک‌ها بر هزینه تسهیلات، وثیقه مورد نیاز و دسترسی به تسهیلات اثر معنی‌داری دارد. در مطالعه گتساکورتا (۲۰۰۸) این رابطه از بعد دیگری تایید شده‌است. وی نشان داده که بانک‌ها در تعیین نرخ بهره وام‌ها، مواردی مانند نقدینگی خود، سرمایه خود و میزان رابطه با وام‌گیرنده را هم در نظر می‌گیرند. مطالعات هوبارد و همکاران (۲۰۰۲) نشان داده‌اند وضعیت سلامت بانک‌ها و به خصوص نسبت سرمایه بانک‌ها بر روی هزینه مالی تسهیلات بنگاه‌های قرض‌گیرنده اثرگذار است. آنها نشان داده‌اند دریافت تسهیلات از بانک ضعیف می‌تواند هزینه مالی را افزایش دهد. سانتوس (۲۰۱۱) با بررسی بحران مالی سال ۲۰۰۷ نشان داده هزینه مالی بنگاه‌هایی که در دوران بحران از بانک‌های با زیان بالا وام گرفتند، بیشتر از سایر بنگاه‌ها



بوده است.

حوزه دوم مطالعاتی در این موضوع به بررسی اثر ساختار مالکیتی بنگاه‌ها بر هزینه مالی پرداخته‌اند. مطالعاتی مانند لین و همکاران (۲۰۱۱) و چاوا و همکاران (۲۰۰۹) به این مسئله از دیدگاه واگرایی و چند دستگی در کنترل و تصمیم‌گیری بنگاه پرداخته‌اند. آنها به این نتیجه رسیدند که هرچه مالکان و سهام‌داران، حقوق کنترلی بیشتری بر روی بنگاه داشته باشند و تصمیم‌گیری‌ها در بنگاه به جای این که متمرکز شود، در دست عده‌ای قرار داشته باشد، ریسک و در نتیجه هزینه مالی بنگاه بالاتر می‌رود. برخی دیگر از مطالعات به این مسئله از دیدگاه ترکیب سهام‌داران نگاه کرده‌اند. در این رابطه رابرت و یوان (۲۰۱۰) به نقش سهام‌داران نهادی بر هزینه مالی بنگاه‌ها اشاره کرده و به این نتیجه رسیدند که اثر کاهشی وجود سهام‌داران نهادی در یک بنگاه بر روی هزینه مالی آن زمانی که عدم تقارن در اطلاعات بیشتر است، قوی‌تر می‌شود. سانچز و گارسیا (۲۰۱۱) اثر سهام‌داری بانک‌ها و دولت را بر کاهش هزینه مالی موثر دانسته‌اند. بوریسوا و همکاران بوریسوا (۲۰۱۵) به اثر دوگانه مالکیت دولتی بنگاه بر هزینه مالی اشاره دارد. این مطالعه با بررسی بنگاه‌های ۴۱ کشور بین سال‌های ۲۰۱۰-۱۹۹۱ نشان داده که در دوره‌های غیر بحران مالی و بانکی اثر مالکیت دولتی بر هزینه مالی بنگاه‌ها مثبت است، در مقابل در دوره‌هایی که با بحران همراه است مالکیت دولتی می‌تواند هزینه مالی بنگاه را کاهش دهد. بخش دیگری از مطالعات این حوزه ساختار مالکیت بنگاه را از نظر ترکیب هیئت مدیره مورد توجه قرار داده است. هیوستون و همکاران (۲۰۱۴) نشان داده‌اند بنگاه‌هایی که یکی از اعضای هیئت مدیره شان دارای روابط سیاسی است هزینه تسهیلات شان به طور معنی‌داری پایین‌تر است. نویسندگان رابطه منفی هزینه مالی با روابط سیاسی در هیئت مدیره را از دو کانال قرض‌گیرنده و کانال بانک توضیح می‌دهند. کانال قرض‌گیرنده به این اشاره دارد که وجود روابط سیاسی در یک بنگاه می‌تواند ریسک آن بنگاه را کاهش داده و بر روی هزینه مالی آنها اثر داشته باشد و کانال بانک هم بیان می‌کند که خود بانکداران به دنبال روابط سیاسی هستند و قرض دادن به بنگاه‌ها و افراد دارای روابط سیاسی ممکن است برای بانکداران از این جهت که برای آنها روابط سیاسی ایجاد می‌کند، مطلوب باشد. همچنین اندرسون و همکاران (۲۰۰۴) نیز نشان داده‌اند استقلال هیئت مدیره و همچنین اندازه هیئت مدیره رابطه عکس با هزینه تسهیلات بنگاه‌ها دارد.

شاخه سوم مطالعاتی در این موضوع اثر شفافیت اطلاعاتی بنگاه‌ها بر هزینه مالی آنها بررسی کردند. پارک و وو (۲۰۰۹) و گراهام و همکاران (۲۰۰۸) نشان داده‌اند تعدیل مکرر اطلاعات صورت‌های مالی شرکت‌ها می‌تواند باعث افزایش هزینه مالی آنها شود. گراهام و همکاران (۲۰۰۸) همچنین نشان داده‌اند نرخ، وثیقه مورد نیاز، سررسید و شرایط قرارداد تسهیلات برای بنگاه‌هایی که اطلاعات مالی خود را (نسبت به بودجه پیش‌بینی شده شرکت) تغییر تعدیل می‌کنند می‌دهد بدتر از قبل از تغییر اطلاعات می‌شود. برخی مطالعات در این حوزه به نقش حسابرسی بر هزینه تسهیلات پرداختند. اندرسون و همکاران (۲۰۰۴) یافته‌اند که استقلال کامل کمیته حسابرسی بنگاه‌ها با هزینه بدهی آنها رابطه معکوس دارد.

در مجموع با توجه به ادبیات موضوع می‌توان گفت برای بررسی هزینه تسهیلات در سطح بنگاه، باید توجه کرد که آن بنگاه از چه بانک یا بانک‌هایی تسهیلات می‌گیرد و به طور کلی نوع رابطه با بانک‌ها (بلندمدت یا کوتاه‌مدت)، ترکیب بانک‌ها (متمرکز بر روی یک بانک یا از تعداد زیادی از بانک‌ها) و وضعیت سلامت بانک‌های اعتباردهنده چگونه است. همچنین علاوه بر اهمیت وضعیت ریسک بنگاه متقاضی وام در بررسی هزینه تسهیلات، ساختار مالکیتی آن بنگاه نیز دارای اهمیت است. در این مقاله تلاش شده تا حد امکان با توجه به ادبیات موضوع، تحلیل تجربی جامعی از تغییرات هزینه مالی در ایران ارائه شود.

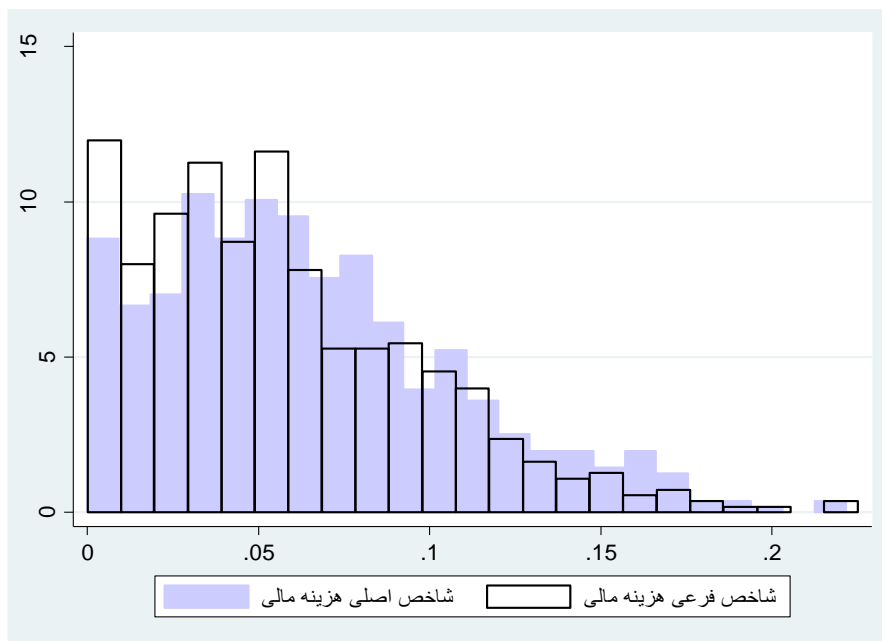


۳- آمار توصیفی

با توجه به این که بررسی هزینه مالی و هزینه تسهیلات بخش تولیدی نیاز به داده‌هایی در سطح بنگاه دارد و با توجه به در دسترس نبودن صورت‌های مالی بنگاه‌های غیربورسی، در این مقاله از اطلاعات مالی ۱۶۰ شرکت تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران استفاده شده است. تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در این بازارها بیشتر است، اما از آنجا که در این مطالعه علاوه بر اطلاعات مالی صورت‌های مالی از سه بانک داده مختلف بانک - بنگاه، و وضعیت صادرات و واردات و همچنین ساختار مالکیتی این بنگاه‌ها استفاده شده است، تعداد شرکت‌های با داده مکفی به ۱۶۰ تقلیل پیدا کرده است. داده‌های مورد استفاده در این پژوهش به صورت پنل نامتوازن برای بازه زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۳ است. با توجه به این که وجود داده‌های پرت می‌تواند بر برآوردها اثر سوئی داشته باشد، یک درصد از مشاهدات از بالا و از پایین حذف شده است.

به منظور کمی کردن هزینه تسهیلات از دو شاخص استفاده شده است. شاخص اصلی از تقسیم هزینه مالی (قلمی از صورت سود و زیان) بر متوسط مانده کل تسهیلات (از اقلام ترازنامه) به دست آمده است. همچنین شاخص فرعی که برای هزینه مالی از تقسیم پرداخت هزینه تسهیلات پرداختی (قلمی از صورت جریان وجوه نقد) بر متوسط مانده کل تسهیلات به دست می‌آید. نمودار ۱ توزیع این دو شاخص را در کنار یکدیگر نشان می‌دهد که تا حدود زیادی به هم نزدیک هستند. همچنین ضریب همبستگی مثبت و معنی‌دار ۵۶ درصد نشانه دیگری از همبستگی بالای این دو شاخص است.

نمودار ۱- توزیع شاخص‌های هزینه مالی در بین شرکت‌های بورسی در بازه زمانی ۱۳۸۶-۱۳۹۳



نمودار ۱ توزیع دو شاخص برای هزینه مالی را ارائه داده است. شاخص اصلی بر مبنای هزینه مالی صورت سود و زیان و شاخص فرعی بر اساس هزینه پرداختی برای تسهیلات از صورت جریان وجوه نقد است. توزیع داده‌های ۱۶۰ شرکت برای بازه زمانی ۱۳۸۶-۱۳۹۳ نشان می‌دهد که توزیع هر دو متغیر مشابه یکدیگر است.



داده‌های منتشر شده در یادداشت‌های توضیحی صورت‌های مالی شرکت‌های بورسی مشخص می‌کند که مانده تسهیلات دریافتی شرکت‌ها از هر یک از بانک‌ها چقدر است. با کمک این داده‌ها می‌توان ویژگی‌های رابطه بانک و بنگاه را بررسی کرد. با توجه به یافته‌های ادبیات، چگونگی رابطه بنگاه‌ها با بانک‌ها می‌تواند بر هزینه مالی آنها اثرگذار باشد. از این رو از این بانک داده برای هر بنگاه-سال متغیرهایی مانند تعداد بانک‌های تسهیلات‌دهنده، وضعیت مالکیت بانک‌های اعتباردهنده (خصوصی، خصوصی شده یا دولتی) و همچنین وضعیت سلامت بانک‌های اعتباردهنده از منظر شدت مطالبات غیرجاری (NPL) و رعایت کفایت سرمایه محاسبه و اثر آن بر هزینه مالی بنگاه‌ها بررسی شده است. به علاوه نسبت تسهیلات کوتاه‌مدت به کل تسهیلات و نسبت تسهیلات کل به دارایی نیز می‌تواند نحوه استراتژی بنگاه در تامین مالی و تعامل با بانک‌ها را نشان دهد. از این رو این دو متغیر هم در تحلیل‌ها مورد استفاده قرار گرفته است.

عامل دیگر معرفی شده در ادبیات، ساختار مالکیتی بنگاه متقاضی تسهیلات بود. با استفاده از فهرست سهام‌داران دارای سهم بیش از یک درصد می‌توان چند شاخص مرتبط با ساختار سهامداری شرکت‌ها را محاسبه کرد. اولین شاخص مربوط به سهم بانک‌ها و موسسات اعتباری از سهام شرکت است. در محاسبه این شاخص علاوه بر سهامداری مستقیم، سهامداری غیرمستقیم (سهامداری بانک از سهام‌داران شرکت) هم در نظر گرفته شده است. همچنین سه شاخص دیگر سهم سهامداری دولت و شرکت‌های دولتی، سهامداری هلدینگ‌های بزرگ و سهامداری خرد در نظر گرفته شده است.

علاوه بر متغیرهایی که اشاره شد اثر برخی متغیرهای دیگر مانند نسبت سود خالص به دارایی (ROA) به عنوان شاخص سودآوری، نسبت سرمایه در گردش به دارایی به عنوان شاخص نقدشوندگی، اندازه، قدرت وثیقه‌گذاری، میزان سرمایه‌گذاری به دارایی، سهم مواد اولیه وارداتی از مواد اولیه و سهم فروش صادراتی از فروش نیز به عنوان ویژگی‌های بنگاه کنترل شده‌اند. لازم به ذکر است که تعریف تمام متغیرهای استفاده شده در این پژوهش در پیوست آورده شده است.

جدول ۱ ضریب همبستگی هزینه مالی با متغیرهای توضیحی را نشان می‌دهد. بر اساس این جدول به جز اندازه، سایر متغیرهای توضیحی همبستگی معنی‌داری در سطح ۵ درصد با هزینه مالی شرکت‌ها دارند به صورتی که افزایش سودآوری، سرمایه در گردش، سهم صادرات از فروش، سهامداری بانکی‌ها، دولتی‌ها و هلدینگ‌ها با کاهش هزینه مالی بنگاه‌ها همراه می‌شود و سهم واردات از مواد اولیه، افزایش تعداد بانک‌های اعتباردهنده همچنین سطح NPL بانک‌های اعتباردهنده با افزایش در هزینه مالی همراه است.



جدول ۱- ضرایب همبستگی متغیرهای منتخب در شرکت‌های بورسی و شاخص‌های هزینه مالی ۱۳۸۶-۱۳۹۳

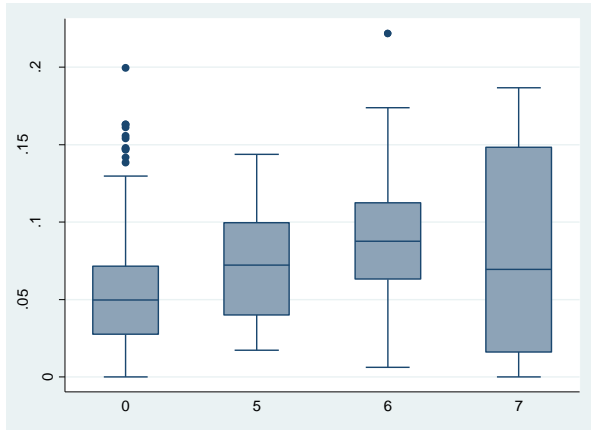
هزینه مالی (۲)	هزینه مالی (۱)	
	۱	هزینه مالی (۱)
۱	۰,۵۶*	هزینه مالی (۲)
-۰,۰۴	-۰,۲۹*	ROA
۰,۰۱	-۰,۲۲*	نسبت سرمایه در گردش
۰,۰۲	-۰,۰۷	اندازه
۰,۲۱*	۰,۲۵*	سهم مواد اولیه واردات
-۰,۰۸	-۰,۲۰*	سهم فروش صادرات
-۰,۰۶	-۰,۱۳*	سهامدار بانکی
-۰,۰۸*	-۰,۱۳*	سهامدار دولتی
-۰,۰۷	-۰,۱۰*	سهامدار هلدینگ
۰,۰۰۸	۰,۱۶*	سهامدار خرد
-۰,۰۰۳	۰,۱۴*	شاخص سلامت بانک اعباردهنده (NPL)
۰,۲۹*	۰,۴۶*	تعداد بانک‌های اعتباردهنده

جدول ۱ ضرایب همبستگی هزینه مالی شرکت‌ها و متغیرهای توضیحی منتخب را نشان می‌دهد که معنی‌داری ضرایب همبستگی در سطح ۵ درصد با علامت * نشان داده شده است.

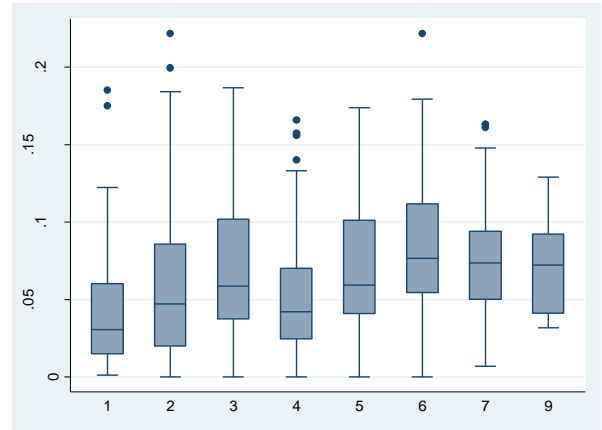
در راستای برای تحلیل بهتر همبستگی بین متغیرها، نمودار ۲ باکس پلات بین برخی متغیرهای توضیحی منتخب و هزینه مالی در نمودار ۲ را نشان می‌دهد داده شده است. بر اساس بخش (ب) این نمودار بنگاه‌هایی که از بانک‌های خصوصی بیشتر وام گرفته‌اند، هزینه مالی بیشتری دارند، در بخش (د) این نمودار نیز نشان داده شده است که افزایش سهامداری بانک‌ها هزینه مالی آنها را افزایش می‌دهد. به علاوه، بر اساس (ج) نمودار رابطه NPL بانک‌های اعتباردهنده با هزینه مالی شرکت‌های قرض گیرنده آن رابطه درجه دو است به صورتی که تا یک آستانه‌ای هرچه NPL بانک‌ها بیشتر شود هزینه مالی شرکت‌ها بیشتر می‌شود اما فراتر از یک حد آستانه افزایش NPL با کاهش در هزینه مالی همراه است (این نکته در برآوردها نیز مورد استفاده قرار گرفته است). بر اساس بخش (الف) همچنین افزایش سهم سهامداران خرد باعث افزایش در هزینه مالی بنگاه‌ها می‌شود. شاخص تمرکز نیز رابطه منفی با هزینه مالی را نشان می‌دهد.



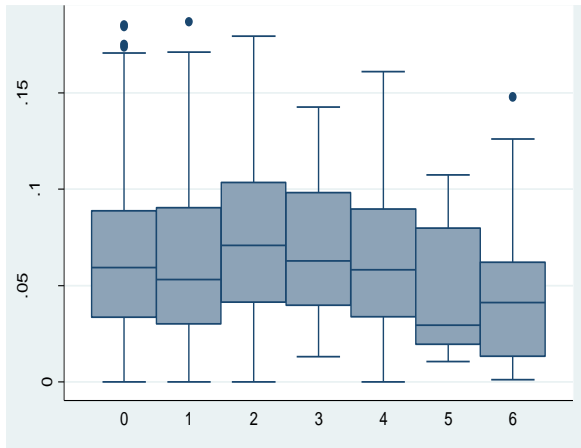
ب) سهم بانک‌های خصوصی



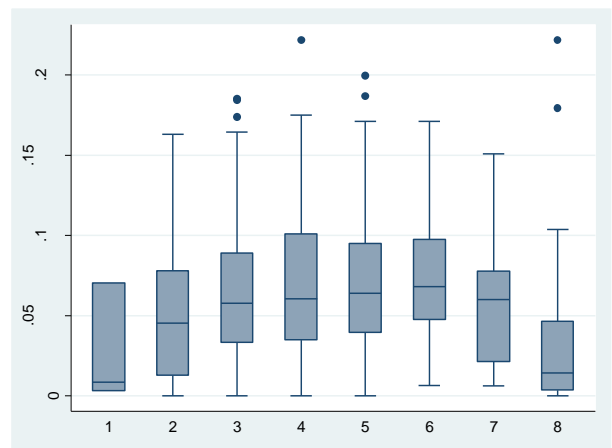
الف) سهامداران خرد



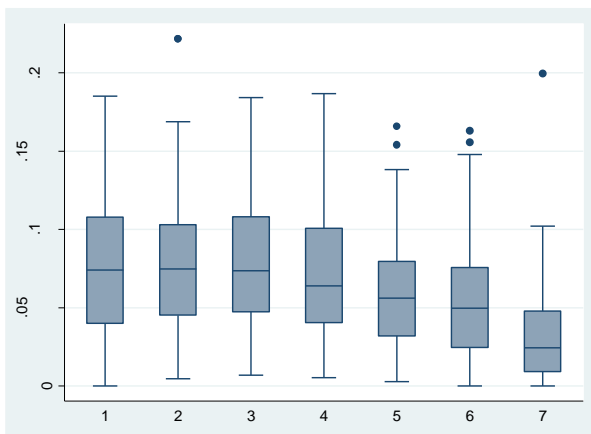
د) سهامداری بانک



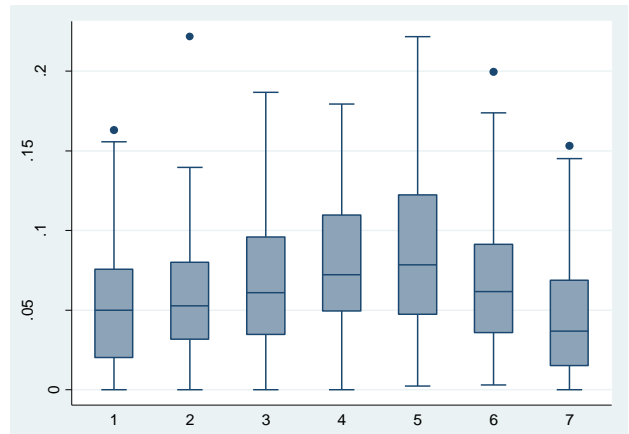
ج) شاخص سلامت بانک نماینده (NPL)



و) شاخص تمرکز



ه) شاخص سلامت بانک نماینده (نسبت سرمایه)



نمودار ۲- رابطه برخی از متغیرهای توضیحی و هزینه مالی در بین شرکت‌های بورسی در بازه زمانی ۱۳۸۶-۱۳۹۳



نمودار ۲ باکس پلات هزینه مالی با چند متغیر توضیحی منتخب را برای شرکت های بورسی در بازه ۱۳۹۳-۱۳۸۶ نشان می دهد. این نمودارها نشان می دهد که در طول تغییر در متغیرهای توضیحی هزینه مالی چگونه تغییر می کند. این شکل از ۶ نمودار تشکیل شده است که تغییرات هزینه مالی در طول متغیرهای سهامداران خرد، سهم بانک های خصوصی، شاخص های سلامت بانک (نسبت سرمایه و NPL)، سهامداری بانک و شاخص تمرکز آورده شده است (تعاریف متغیرها در پیوست ۱ آورده شده است).

۴- برآورد مدل آماری

همان طور که هم از نظر آماری و هم بر اساس مطالعات مشخص شد، براساس مطالعات می توان بیان کرد که ساختار مالکیتی و نحوه ارتباط با بانک ها جز عوامل موثر بر هزینه مالی بنگاه های تولیدی است. این موضوع با توجه به بررسی و تحلیل اولیه داده ها نیز تایید شد. از این رو می توان رابطه مربوط به هزینه مالی را در قالب مدل پانل به این صورت نوشت:

$$fcost_{i,t} = \alpha + \delta_j + \omega_t + \beta fcost_{i,t-1} + \gamma B_{i,t-1} + \theta W_i + \mu C_{i,t-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

که در آن $fcost_{i,t}$ هزینه مالی بنگاه تولیدی i ام در دوره t است. در بررسی هزینه مالی، وقفه هزینه مالی ($fcost_{i,t-1}$) نیز به عنوان متغیر توضیحی وارد مدل شده است. توجیه وجود وقفه متغیر وابسته را می توان این گونه عنوان کرد که سطح نرخ هزینه مالی در بین برخی بنگاه ها به طور سیستماتیک بالاست و در برخی پایین قرار دارد و این تفاوت در سطح می تواند به برخی عوامل وابسته باشند که اطلاع دقیقی از آنها نیست و شاید نتوان با متغیرهای موجود این تفاوت را به طور کامل توضیح داد. از این رو وقفه متغیر وابسته وارد مدل می شود تا در واقع بتوان با لحاظ برخی از این تفاوت ها اثر متغیرهای مختلف را برآورد کرد. به علاوه نحوه محاسبه متغیر وابسته به گونه ای است که ممکن است متاثر از وام های دوره های قبل با نرخ های آن دوره باشد، لذا برای بررسی اثر تغییر یک متغیر در دوره جاری باید وقفه متغیر وابسته نیز لحاظ شود. با توجه به ساختارهایی که وجود دارد وابسته به موقعیت هزینه مالی بنگاه در دوره قبل خود ($fcost_{i,t-1}$) دارد. از این رو باتوجه به وجود وقفه متغیر وابسته باید از روش آرانو و باند (۱۹۹۱) در برآورد مدل پانل پویا استفاده کرد.

همچنین $B_{i,t-1}$ بردار متغیرهای رابطه بانک- بنگاه، W_i برداری از متغیرهای ساختار مالکیت و $C_{i,t-1}$ بردار متغیرهای کنترل بنگاه i ام در دوره t است. به علاوه، δ_j و ω_t اثرات ثابت صنعت و اثرات ثابت زمان را در نظر می گیرند. به منظور اینکه مشکل درونزایی تخفیف یابد، تمامی متغیرهای توضیحی با یک وقفه وارد مدل شده اند.

بردار B شامل شاخص های سلامت بانک اعتباردهنده اعم از نسبت کفایت سرمایه و نسبت مطالبات غیرجاری (NPL)، سهم بانک های خصوصی در تسهیلات بنگاه، تعداد بانک های وام دهنده به بنگاه، تسهیلات کوتاه مدت به کل تسهیلات و تسهیلات به دارایی است. همچنین بردار W_i که ساختار مالکیتی بنگاه را نشان می دهد شامل سهم سهامداری بانک ها، سهم سهامداری دولت، سهم سهامداری هلدینگ ها و سهم سهامداران خرد است. متغیرهای ساختار مالکیتی وابسته به زمان نیستند. چون توجه به این که این متغیرها ماهیتی ساختاری دارند و در طول دوره زمانی که مورد بررسی ما بوده است تغییرات قابل توجهی نداشته اند، تغییرات این متغیرها در طول زمان نادیده گرفته شده و تنها بین بنگاه ها تغییر می کنند. از این رو این متغیرها را برای انتهای دوره مورد بررسی ۱۳۹۳ محاسبه کرده ایم. با توجه به ماهیت هزینه مالی، بردار C شامل متغیرهای کنترل قدرت وثیقه گذاری، میزان سرمایه گذاری به دارایی، درصد فروش صادراتی بودن محصول و مواد اولیه وارداتی بودن مواد اولیه، اندازه بنگاه، نسبت سرمایه در گردش و بازده دارایی است.

در ستون اول جدول ۲ نتایج مدل اصلی که تشریح شده گزارش شده است. بر اساس این نتایج می توان گفت که در بین متغیرهای بانکی NPL بانک اعتباردهنده، نسبت سرمایه و سهم بانک خصوصی اثر معنی داری دارند. افزایش نسبت سرمایه



در بانک‌ها باعث کاهش هزینه مالی بنگاه‌های اعتبارگیرنده می‌شوند. همچنین بنگاه‌هایی که از بانک‌های خصوص وام می‌گیرند، هزینه تسهیلات بالاتری دارند. در خصوص اثرگذاری NPL در تمام رگرسیون‌ها خود NPL ضریب مثبت و معنی‌دار و توان ۲ آن ضریب منفی و معنی‌دار داشته که نشان می‌دهد افزایش NPL بانکی که به بنگاه وام می‌دهد تا یک آستانه‌ای باعث افزایش هزینه مالی می‌شود اما از آن به بعد باعث کاهش هزینه مالی می‌شود، نکته‌ای که در نمودار ۲ هم مشاهده شد. این نتیجه می‌تواند حاصل این باشد که شرکت‌های بورسی که از یک بانک با NPL بالا وام می‌گیرند، علاوه بر این که اثر سوء سلامت بانکی هزینه مالی را بالا می‌برد، تعامل بیشتر با آن بانک هر چند نا سالم می‌تواند هزینه مالی آن را کاهش دهد. نسبت سرمایه بانک در برخی از رگرسیون‌ها اثر منفی و معنی‌داری بر هزینه مالی بنگاه دارد، با این حال، در برخی از رگرسیون‌ها معنی‌دار نیست. لذا باتوجه به نتایج برآورد سایر رگرسیون‌ها نمی‌تون آن را متغیر موثر و معنی‌دار دانست. همچنین، هرچه سهم بانک‌های خصوصی در تسهیلات بنگاه‌ها بیشتر باشد، هزینه مالی کمتری بیشتری خواهد داشت.

در متغیرهای ساختار مالکیتی، سهام‌داری بیشتر بانک‌ها و هلدینگ‌های بزرگ در یک بنگاه با کاهش هزینه مالی بنگاه همراه خواهد بود. اما مالکیت بیشتر دولت و سهام‌داران خرد اثری معنی‌دار بر هزینه مالی بنگاه‌ها نداشته است. در خصوص متغیرهای کنترلی برخی متغیرها مانند قدرت وثیقه‌گذاری و سودآوری اثر منفی و معنی‌دار و میزان وارداتی بودن مواد اولیه اثر مثبت معنی‌دار بر هزینه مالی داشته است. اگرچه ضرایب این متغیرها در برخی از رگرسیون‌ها معنی‌دار نشده ولی در بیشتر برآوردها این ضرایب برای متغیرهای فوق به صورت معنی‌دار تکرار شده است.

برای اطمینان از پایداری نتایج به دست آمده، در ستون دوم تا چهارم جدول ۲ و همچنین در قسمت بعدی با تغییر در ترکیب و تعریف متغیرها ضرایب برآوردی بررسی و مقایسه شده‌اند. در ستون ۲، تنها متغیرهای بانکی وارد شده‌اند و در ستون سوم نیز متغیرهای بانکی به همراه متغیرهای کنترل وارد شده‌اند. نکته مهم آن است که ضرایب برآوردی مربوط به متغیرهای معنی‌دار بانکی در برآورد اصلی و در این دو برآورد یکسان و مشابه به هم بوده و به نوعی دو ستون بعدی ضرایب متغیرهای بانکی در برآورد اصلی را تایید می‌کنند. همچنین در ستون آخر این جدول متغیرهای ساختاری و متغیرهای کنترل وارد مدل شده‌اند که نتایج مشابه با برآورد اصلی نشان می‌دهد سهام‌داری بانک‌ها و هلدینگ‌ها باعث کاهش هزینه مالی می‌شود.



جدول ۲- برآورد اثر متغیرها بر روی هزینه مالی (متغیر وابسته = هزینه مالی)

برآورد مدل به روش Arellano & Bond				
۰/۷۱***	۰/۶۱***	۰/۵۹***	۰/۵۸***	وقفه متغیر وابسته
(۱۶/۳)	(۳/۴۷)	(۳/۴۵)	(۴/۰۷)	
	۰/۲۰**	۰/۲۹***	۰/۱۲*	متغیرهای رابطه بانکی
	(۲/۱۵)	(۲/۹۳)	(۱/۹۴)	
	-۰/۰۰۶۲**	-۰/۰۰۸۷***	-۰/۰۰۳۶*	
	(-۲/۰۳)	(-۳/۰۵)	(-۱/۷۹)	
	-۰/۴۶	-۱/۴۱	-۱/۴۹**	
	(-۰/۴۷)	(-۱/۱۱)	(-۲/۱۷)	
	۱/۸۱***	۱/۴۸**	۰/۵۱*	
	(۲/۵۹)	(۲/۰۱)	(۱/۷۹)	
	-۰/۰۶	-۰/۰۲	-۰/۰۱	
	(-۰/۸۹)	(-۰/۳۲)	(-۰/۳۸)	
	۱/۰۰**	۰/۶۴	۰/۵۷*	متغیرهای ساختار مالکیتی
	(۲/۴۱)	(۱/۶)	(۱/۸۷)	
	۱/۰۱*	۰/۱۳	۰/۶۱	
	(۱/۸)	(۰/۱۸)	(۱/۰۴)	
-۰/۰۱۹**			-۰/۰۲۰**	
(-۲/۵۱)			(-۲/۰۱)	
۰/۰			۰/۰	
(-۰/۳۲)			(۰/۰۷)	
-۰/۰۸۳***			-۰/۰۸۷*	
(-۴/۳۹)			(-۱/۷۳)	
-۰/۰۱			۰/۰	
(-۱/۳۰)			(-۰/۸۳)	
-۰/۹۷**	-۰/۳۱		۰/۴	متغیرهای کنترل
(-۲/۳۷)	(-۰/۳۶)		(۰/۶۱)	
-۰/۰۴	۰/۱۴		۰/۰۶	
(-۰/۲۴)	(۰/۵۴)		(۰/۲۴)	
-۰/۳۵	-۰/۳۴		۰/۰۲	
(-۱/۱۲)	(-۰/۵۷)		(۰/۰۷)	
۰/۷۸***	۰/۶۷**		۰/۳۵	
(۳/۳۹)	(۲/۱۷)		(۱/۴۲)	
۰/۰	۰/۰		-۰/۰۱	
(۰/۳۱)	(-۰/۱۱)		(-۰/۳۵)	
-۰/۲۳	۰/۴۵		۰/۴۲	
(-۰/۷۳)	(۰/۷۳)		(۰/۸)	
-۰/۴۸***	-۰/۱۶		-۰/۳۵	
(-۳/۰۴)	(-۰/۴۸)		(-۱/۴۰)	
-۰/۵	-۴/۵۱***	-۴/۴۶***	-۲/۶۵***	Constant
(-۱/۵۹)	(-۳/۷۵)	(-۴/۱۸)	(-۲/۸۰)	
۳۴۱	۳۳۶	۴۳۰	۳۳۴	N

در جدول بالا برآورد چهار رگرسیون آمده که ستون اول از راست تمام متغیرهای توضیحی وارد شده است. ستون دوم تنها متغیرهای مربوط به رابطه بانکی در ستون سوم متغیرهای رابطه بانکی و متغیرهای کنترل و در ستون آخر متغیرهای ساختار مالکیتی و متغیرهای کنترل وارد شده است. نکته قبل توجه باثبات بودن نتایج برآورد است.



برای بررسی قدرت و پایداری نتایج به دست آمده در برآورد اصلی مدل در این بخش تغییرات متفاوتی به مدل داده مدلی را با بکارگیری روش های مختلف دیگری برآورد کرده ایم. وارد کردن تک تک متغیرها، بکارگیری تعریف متفاوت برای متغیرهای توضیحی و متغیر وابسته (هزینه مالی) و بکارگیری روش های مختلف برآورد از جمله برآوردهایی است که برای بررسی حساسیت نتایج بدست آمده انجام شده است که در ورژن مقاله پژوهشی این کار آورده شده است. تمامی این برآوردها پایداری نتایج بدست آمده را تایید می کنند.

۵- نتیجه گیری

در این مقاله، عوامل سطح خرد موثر بر هزینه مالی بنگاه در بستر اقتصادی مواجه با سرکوب مالی بررسی شده است. تمرکز اصلی بر رابطه بانک و بنگاه و ساختار مالکیت بنگاه بوده است. به این منظور بانک داده منحصر به فردی از شرکت های بوری را در سال های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۳ تشکیل دادیم و بر اساس آن قواعد حاکم بر هزینه مالی بنگاه را شناسایی کردیم. در سطح ویژگی های ساختار مالکیت بنگاه به دست آوردیم که افزایش در صد سهامداری بانکها و هلدینگ های بزرگ به صورت معنی داری باعث کاهش در هزینه مالی بنگاهها می شود. این در حالی است که سهامداری دولت اثر معنی داری بر هزینه مالی ندارد. به علاوه بنگاههایی که سهامداران خرد مالکیت بیش از ۶۶ درصد از بنگاه را در اختیار دارند، هزینه مالی افزایش می یابد.

در سطح اثرپذیری از کیفیت رابطه بانک و بنگاه مستند کردیم که هزینه مالی بنگاههایی که از بانکهای سالم تر (از منظر NPL و نسبت سرمایه) وام می گیرند کمتر است. البته رابطه NPL بانک و هزینه مالی بنگاه قرض گیرنده رابطه درجه دو است. به این معنی که از یک آستانه ای به بعد افزایش NPL باعث افزایش هزینه مالی نمی شود. همچنین هزینه مالی بنگاههایی که از بانکهای خصوصی وام می گیرند بیشتر از سایر بنگاهها است.

این نتایج نسبت به آزمون های پایداری روش برآورد، روش محاسبه متغیر وابسته و تغییر ترکیب و تعریف متغیرهای مستقل حساس نیستند. نتایج این مقاله تنها بر اساس داده های شرکت های بوری بوده و با توجه به دسترس نبودن اطلاعات سایر شرکتها، فرض می شود که سایر شرکتها نیز از الگوی مشابهی پیروی می کنند. به نظر می رسد توجه به مدل سازی تفویضی این موضوع با توجه به محدودیت های بازارهای مالی ایران و گسترش مدل تجربی در ابعاد نمونه مورد بررسی، بازه مورد بررسی و افزایش کیفیت متغیرها درک ما از متغیرهای موثر در هزینه مالی بنگاهها را بهبود بخشد.

هزینه مالی بالا در بنگاه های تولیدی می تواند آثار سوئی بر عملکرد بنگاهها داشته باشد و می توان هزینه بالای تسهیلات برای یک بنگاه را محدودیت دسترسی به منابع مالی برای آن بنگاه ترجمه کرد که می تواند باعث کاهش تولید و سرمایه گذاری در شرکت شود. با توجه به مطالعات انجام شده، علاوه بر عواملی که بر ریسک شرکت موثر هستند مانند روند سودآوری، وضعیت نقدینگی، وضعیت بازار و... برخی عوامل دیگر مانند ساختار مالکیت بنگاهها و نحوه ارتباط بین بنگاه با بانکها می تواند در هزینه مالی بنگاهها اثرگذار باشد. در این مقاله، مطالعه آماری بر روی هزینه مالی شرکت های بوری انجام شده و اثر عوامل مختلف بر روی آن بررسی شده است.

بر اساس نتایج برآوردها، هزینه مالی بنگاههایی که از بانکهای سالم تر (از منظر NPL و نسبت سرمایه) وام می گیرند کمتر است. البته رابطه NPL بانک و هزینه مالی بنگاه قرض گیرنده رابطه درجه دو است. به این معنی که از یک آستانه ای به بعد افزایش NPL باعث افزایش هزینه مالی نمی شود. همچنین هزینه مالی بنگاههایی که از بانکهای خصوصی وام می گیرند بیشتر از سایر بنگاهها است. به علاوه در بین متغیرهای ساختار مالکیتی نیز افزایش درصد سهامداری بانکها و هلدینگ های بزرگ به صورت معنی داری باعث کاهش در هزینه مالی بنگاهها می شود. این در حالی است که سهامداری دولت اثر معنی داری بر هزینه مالی ندارد.



- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of accounting and economics*, 37(3), 315-342.
- Booth, J.R., 1992. Contract costs, bank loans, and the cross-monitoring hypothesis. *Journal of Financial Economics* 31, 25-41.
- Borisova, G., Fotak, V., Holland, K., & Megginson, W. L. (2015). Government ownership and the cost of debt: Evidence from government investments in publicly traded firms. *Journal of Financial Economics*, 118(1), 168-191.
- Chava, S., Livdan, D., & Purnanandam, A. (2009). Do shareholder rights affect the cost of bank loans?. *Review of Financial Studies*, 22(8), 2973-3004.
- Diamond, D. W. (1989). Reputation acquisition in debt markets. *Journal of political Economy*, 97(4), 828-862 .
- Gambacorta, L. (2008). How do banks set interest rates?. *European Economic Review*, 52(5), 792-819.
- Graham, J. R., Li, S., & Qiu, J. (2008). Corporate misreporting and bank loan contracting. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 44-61.
- Houston, J. F., Jiang, L., Lin, C., & Ma, Y. (2014). Political connections and the cost of bank loans. *Journal of Accounting Research*, 52(1), 193-243.
- Hubbard, R. G., Kuttner, K. N., & Palia, D. N. (2002). Are there bank effects in borrowers' costs of funds? Evidence from a matched sample of borrowers and banks. *The Journal of Business*, 75(4), 559-581.
- Lehmann, E., & Neuberger, D. (2001). Do lending relationships matter?: Evidence from bank survey data in Germany. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 45(4), 339-359.
- Levine, R. (2005). Finance and growth: theory and evidence. *Handbook of economic growth*, 1, 865-934.
- Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P., & Xuan, Y. (2011). Ownership structure and the cost of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 100(1), 1-23.
- Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P., & Xuan, Y. (2011). Ownership structure and the cost of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 100(1), 1-23.
- Musso, P., & Schiavo, S. (2008). The impact of financial constraints on firm survival and growth. *Journal of Evolutionary Economics*, 18(2), 135-149.
- Park, J. C. and Wu, Q. (2009), Financial Restatements, Cost of Debt and Information Spillover: Evidence From the Secondary Loan Market. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36: 1117-1147.
- Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (1994). The benefits of lending relationships: Evidence from small business data. *The journal of finance*, 49(1), 3-37.
- Pittman, J. A., & Fortin, S. (2004). Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms. *Journal of accounting and economics*, 37(1), 113-136.



- Roberts, G., & Yuan, L. E. (2010). Does institutional ownership affect the cost of bank borrowing?.
Journal of Economics and Business, 62(6), 604-626.
- Sanchez-Ballesta, J. P., & Garcia-Meca, E. (2011). Ownership structure and the cost of debt.
European Accounting Review, 20(2), 389-416.
- Santos, J. A. (2011). Bank corporate loan pricing following the subprime crisis. *Review of Financial Studies*, 24(6), 1916-1943.



فهرست گزارش های پژوهشی

نویسنده / نویسندگان	کد گزارش	عنوان
۱۳۹۶		
مریم همتی	MBRI-PN-96004	شناسایی منحنی فیلیپس سازگار با اقتصاد ایران
زهرا خوشنود، مرضیه اسفندیاری	MBRI-PN-96003	واکاوی ظرفیت تأمین مالی مغفول به پشتوانه وثایق منقول در شبکه بانکی
مهشید شاهچرا، ماندانا طاهری	MBRI-PN-96002	تأمین مالی پایدار و سودآوری بانک
لیلا محرابی، رسول خوانساری	MBRI-RP-96001	بررسی تجربه کشورها در تدوین سند راهبردی بانکداری اسلامی
۱۳۹۵		
سعید بیات	MBRI-RR-95017	شواهدی از رفتار قیمت گذاری در نرخ های تورم پایین و بالا
زهرا خوشنود، مرضیه اسفندیاری	MBRI-PP-95016	الگوی رفتاری سپر سرمایه قانونی بانکها
محمد حسین رضایی	MBRI-RR-95015	بروزرسانی جعبه ابزار پیش بینی تورم
اعظم احمدیان، هادی حیدری	MBRI-PP-95014	طراحی سیستم هشدار سریع در شبکه بانکی کشور
وهاب قلیچ	MBRI-PP-95013	تبیین ظرفیت ابزارهای مالی اسلامی در تامین مالی طرح های غیرانتفاعی
محمدولی پور پاشاه و محمد ارباب افضلی	MBRI-PP-95012	آثار بی ثباتی بازار ارز بر بازدهی شبکه بانکی ایران
لیلا محرابی	MBRI-TR-95011	رتبه بندی مؤسسات مالی اسلامی برتر جهان در سال ۲۰۱۵
رسول خوانساری	MBRI-PN-95010	فرصت ها و چالش های کارت اعتباری بین المللی در نظام بانکی ایران
علی بهادر	MBRI-PP-95009	ارکان اصلاحات نهادی لازم برای نهادینه سازی ثبات بخش مالی
زهرا خوشنود	MBRI-PP-95008	واکاوی ابعاد حقوقی سرمایه گذاری خارجی در صنعت بانکی ایران
کارگروه مطالعاتی IFRS در صنعت بانکداری	MBRI-RR-95007	صورت های مالی لازم الاجرای بانک های ایران: تقابل قانون با استاندارد یا همزیستی مسالمت آمیز؟
کارگروه مطالعاتی IFRS در صنعت بانکداری	MBRI-RR-95006	چارچوب گزارشگری مالی بانک های ایران
مهرداد سپهوند	MBRI-RR-95005	جایگاه مؤسسات اعتباری و واسطه گری مالی غیربانکی در نظام مالی
فرشته ملاکریمی، وهاب قلیچ	MBRI-RR-95004	موانع حذف ربا از نظام بانکی ایران و ارائه راهکارهای اصلاحی
اکبر کمیجانی، حمید زمان زاده، علی بهادر	MBRI-PP-95003	سازوکار مدیریت نرخ های سود در چارچوب سیاست پولی
احمد بدری	MBRI-PP-95002	صورت عملکرد سپرده های سرمایه گذاری: ارتقای پاسخگویی در مدل کسب و کار بانکداری بدون ربا، همگرا با IFRS
علی بهادر	MBRI-PN-95001	لزوم اصلاحات ساختاری پایدارکننده ی نرخ تورم تکرقمی در شبکه ی بانکی
۱۳۹۴		
حسین میثمی	MBRI-PN-94025	آسیب شناسی اوراق مشارکت بانک مرکزی از دیدگاه فقهی-اقتصادی
مریم همتی	MBRI-PN-94024	مدیریت بدهی بانکها به بانک مرکزی: پیش شرط تحقق نرخ تورم تکرقمی
علی بهادر	MBRI-PN-94023	کاستی های بازارهای مالی ایران و ثبات قیمتی
محمد ارباب افضلی، مهشید شاهچرا، ماندانا طاهری	MBRI-PN-94022	کلان نگاری بانکداری سایه ای در ایران
زهرا خوشنود	MBRI-RR-94021	مسیر آتی نظام مالی: بانک محور یا بازار محور
حسین باستانزاد، محمدولی پور پاشا، هادی حیدری	MBRI-PN-94020	آثار مؤلفه های بخش حقیقی و رشد قیمت دارایی ها در مطالبات غیرجاری بانکها
سجاد ابراهیمی	MBRI-RP-94019	شاخص سازی قیمت های تجارت خارجی ایران
رسول خوانساری و امیر حسین اعتصامی	MBRI-PN-94018	طراحی اوراق بهادار اسلامی تورم پیوند در نظام مالی ایران
مجید عینیان	MBRI-PN-94017	شمول مالی در ایران: مقایسه ای بر اساس معیارهای پایه ای گروه ۲۰
	MBRI-SR-94016	نقد و بررسی پیش نویس طرح قانون عملیات بانکی بدون ربا
زهرا خوشنود، مرضیه اسفندیاری	MBRI-PN-94015	تحلیل سازوکار تعدیل نسبت کفایت سرمایه در دوره های رکود و رونق
وهاب قلیچ	MBRI-PP-94014	نقش اوراق بهادار اسلامی در تأمین کسری بودجه دولتی
مهرداد سپهوند، حمید قنبری، امین جعفری، لیلا محرابی	MBRI-RR-94013	حکمرانی شرکتی در نظام های بانکی منتخب و نقش بانک های مرکزی
حسین میثمی، حسین توکلیان	MBRI-PN-94012	طراحی ابزارهای اسلامی جهت ارائه تسهیلات قاعده مند توسط بانک مرکزی
احمد بدری	MBRI-PP-94011	صورت عملکرد سپرده های سرمایه گذاری: ارتقای پاسخگویی در مدل کسب و کار بانکداری بدون ربا، همگرا با IFRS



عنوان	کد گزارش	نویسنده / نویسندگان
قواعد مالی و هدف گذاری تورمی	MBRI-PN-94010	ژاله زارعی
عملیات بازار باز در بانکداری مرکزی نوین و تحلیل آن از منظر فقهی	MBRI-RR-94009	حسین میثمی
عوامل موثر بر تحقق سیاست های کلی اقتصاد مقاومتی در نظام بانکی	MBRI-PN-94008	وهاب قلیچ و رسول خوانساری
ناختمایی عملیات بازار باز	MBRI-WP-94007	پیر پائولو بنینو، سالواتور نیستیکو
برآورد ارزش خدمات خانگی کشور با تأکید بر خدمات زنان خانه دار	MBRI-RR-94006	ابوالفضل خاوری نژاد
افق زمانی گذار به تورم تک رقمی پایدار در سایه سیاست پولی و ارزی	MBRI-PN-94005	حمید زمان زاده
برگزیدگان حوزه های مختلف بانکداری مرکزی در سال ۲۰۱۴	MBRI-TR-94004	ژاله زارعی و ایلناز ابراهیمی
نظام های ارزی: دسته بندی، شناسایی و آثار اقتصادی	MBRI-RP-94003	علی بهادر
قدرت قانونی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران	MBRI-WP-94002	زهرا خوشنود، پی بی. ی. بولتز
معرفی یک شاخص شرایط پولی جدید برای اقتصاد ایران	MBRI-WP-94001	مریم همتی، رضا بوستانی
۱۳۹۳		
عوامل موثر بر بهره مندی از وام و شکل گیری تقاضا برای وام در خانوارهای شهری	MBRI-RR-93042	فرهاد نیلی و مرضیه اسفندیاری
ساختار هزینه های بنگاه ها و تقاضا برای منابع مالی	MBRI-PN-93041	فرهاد نیلی و امینه محمودزاده
رتبه بندی موسسات مالی اسلامی برتر جهان در سال ۲۰۱۴	MBRI-TR-93040	لیلا محرابی
تحلیل پویایی های تورم و رشد اقتصادی در ایران	MBRI-PN-93039	سیدعلی مدنی زاده، هومن کرمی، سعید بیات
بررسی آمار و اطلاعات حوزه تأمین مالی	MBRI-PN-93038	مجید عینیان، امینه محمودزاده
ارزیابی ساختار ترازنامه و واسطه گیری مالی شبکه بانکی کشور	MBRI-PN-93037	مهشید شاهچرا و ماندانا طاهری
چارچوبی برای اصلاح سیاست گذاری پولی در ایران	MBRI-PP-93036	سید احمدرضا جلالی نائینی و محمدامین نادریان
قواعد مالی و پیاده سازی آن در ایران	MBRI-PP-93035	ژاله زارعی
گزارش ادواری «چشم انداز کوتاه مدت اقتصاد کلان ایران» دی ماه ۱۳۹۳	MBRI-PR-93034	حمید زمان زاده
گزارش ماهانه پیش بینی تورم، دی ماه ۱۳۹۳	MBRI-PR-93033	سیدعلی مدنی زاده، سعید بیات، هومن کرمی
رهنگاشت بانکداری مرکزی ایران در افق میان مدت	MBRI-PP-93032	حمید زمان زاده، مریم همتی و حسین توکلیان
تجربه شیلی، ترکیه و برزیل در بازنگری چارچوب سیاست پولی	MBRI-PN-93031	ایلناز ابراهیمی
تنگنای اعتباری از شواهد خرد تا پیامدهای کلان	MBRI-PP-93030	فرهاد نیلی و امینه محمودزاده
صکوک بیع دین به عنوان ابزار سیاست پولی	MBRI-PN-93029	حسین میثمی
رکود تورمی و راهکارهای خروج	MBRI-PP-93028	محمدحسین رحمتی و سیدعلی مدنی زاده
رکود تورمی در ایران: نظم های آماری و عوامل آن	MBRI-PP-93027	محمدحسین رحمتی، سیدعلی مدنی زاده، فاطمه نجفی
مدیریت نرخ ارز تحت نظام ارزی خزنده در کریدور	MBRI-PP-93026	حمید زمان زاده، علی بهادر، حسین باستانزاد، حسین توکلیان
مطالبات غیر جاری یا دارایی های مسموم بانک ها	MBRI-PP-93025	فرهاد نیلی و امینه محمودزاده
گزارش ادواری «چشم انداز کوتاه مدت اقتصاد کلان ایران» (آبان ماه ۱۳۹۳)	MBRI-PR-93024	حمید زمان زاده
گزارش فصلی متغیرهای اقتصاد کلان (تابستان ۱۳۹۳)	MBRI-PR-93023	دکتر سیدعلی مدنی زاده، دکتر رامین مجاب، سجاد ابراهیمی، سعید بیات، مجید عینیان، هومن کرمی
گزارش ماهانه پیش بینی تورم (آبان ماه ۱۳۹۳)	MBRI-PR-93022	دکتر سیدعلی مدنی زاده، سعید بیات، هومن کرمی
گزارش فصلی تولید صنعتی ایران (تابستان ۱۳۹۳)	MBRI-PR-93021	سجاد ابراهیمی
شکست بازار اعتبارات	MBRI-PP-93020	فرهاد نیلی و امینه محمودزاده
سیستم حسابهای ادغام شده محیط زیستی و اقتصادی ایران (حساب اقماری محیط زیست ایران) (SEEAIRAN)	MBRI-RR-93019	ابوالفضل خاوری نژاد
بررسی اثرات دور اول و دوم تحولات اقتصاد کلان بر ترازنامه بانک ها	MBRI-PN-93018	هادی حیدری
گواهی سپرده مدت دار سرمایه گذاری خاص: کاستی ها و راه حل ها	MBRI-PN-93017	رسول خوانساری، ماندانا طاهری، حمید زمان زاده
پیش بینی تورم ایران با استفاده از منحنی فیلیپس	MBRI-WP-93016	سید مهدی برکچیان، سعید بیات، هومن کرمی
چرخه های تجاری و اعتباری	MBRI-PP-93015	فرهاد نیلی و امینه محمودزاده



نویسنده / نویسندگان	کد گزارش	عنوان
رامین مجاب	MBRI-PP-93014	ارتباط پول و قیمت؛ با تمرکز بر اجزای شاخص قیمت مصرف‌کننده
اعظم احمدیان	MBRI-PN-93013	ارزیابی پویایی صنعت بانکداری ایران با تأکید بر رقابت‌پذیری
ایلناز ابراهیمی	MBRI-PN-93012	هدف‌گذاری تورم؛ لزوم اعمال و پیش‌شرط‌های اساسی
مریم همتی	MBRI-PP-93011	ضرورت بازسازی چارچوب ارتباطی بانک مرکزی
سید مهدی برکچیان، سعید بیات، هومن کرمی	MBRI-WP-93010	کنترل اثرات ناپایداری و شکست ساختاری تورم با مدل‌های غیرخطی و زمان‌متغیر
وهاب قلیچ و فرشته ملاکریمی	MBRI-PN-93009	راهکاری در جهت تقویت رعایت اصول شریعت در قراردادهای بانکی
زهرا خوشنود و مرضیه اسفندیاری	MBRI-PN-93008	ارزیابی سرمایه بانک‌ها بر اساس استانداردهای بین‌المللی
سید مهدی برکچیان، سعید بیات، هومن کرمی	MBRI-WP-93007	پیش‌بینی تورم ایران با استفاده از عوامل مشترک اجزای شاخص قیمت کالاها و خدمات
مجید عینیان	MBRI-PN-93006	وضعیت صنایع در دوره‌های رونق و رکود
لیلا محرابی	MBRI-PN-93005	ارزیابی وضعیت مطالبات غیرجاری در نظام بانکی ایران و مقایسه آن با سایر کشورها
لیلا محرابی	MBRI-PN-93004	معرفی روش‌های تأمین مالی اسلامی در کشورهای مختلف
زهرا خوشنود	MBRI-PP-93003	سپهر سرمایه مخالف چرخه سندی از جمله اسناد توافق‌نامه سرمایه‌بال سه
رسول خوانساری	MBRI-PP-93002	آسیب‌شناسی بازار بین‌بانکی ریالی در ایران با تأکید بر ابعاد فقهی
سامان قادری	MBRI-RR-93001	اثر پسماند جانشینی پول در ایران
۱۳۹۲		
مریم همتی	MBRI-9228	ضرورت بازسازی چارچوب ارتباطی بانک مرکزی
مریم همتی	MBRI-9227	استقلال بانک مرکزی؛ گام نخست در پیشبرد اهداف سیاست‌گذاری پولی
حامد عادل نیک	MBRI-9226	تأثیر نوسانات متغیرهای کلان اقتصادی بر مطالبات غیرجاری بخش بانکی؛ رهیافت اقتصادسنجی
احمدعلی رضایی	MBRI-9225	اثرات پویای حجم کل بدهی‌ها بر بخش واقعی اقتصاد ایران (۱۳۹۰-۱۳۶۰) و ارزیابی آن به عنوان سازوکار هشداردهنده وقوع بحران مالی
اعظم احمدیان	MBRI-9224	ارزیابی عملکرد بانک‌ها در سید دارایی، بدهی، سود و زیان در سال‌های ۱۳۹۲-۱۳۹۱
اعظم احمدیان	MBRI-9223	تحلیل سهم از بازار بانک‌ها (۱۳۹۱-۱۳۹۰)
اعظم احمدیان	MBRI-9222	ارزیابی شاخص‌های سلامت بانکی، در بانک‌های ایران (۱۳۹۱-۱۳۹۰)
لیلا محرابی	MBRI-9221	تجربه بانک‌های توسعه‌ای در بحران اقتصادی جهان و تحولات پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در اقتصاد جهانی
وهاب قلیچ، لیلا محرابی	MBRI-9220	وضعیت آماری موسسات مالی اسلامی برتر در جهان (با تأکید بر نقش بانک‌های ایرانی)
حجت تقی‌لو	MBRI-9219	پایداری تورم و عوامل موثر بر آن در اقتصاد ایران
دکتر محمداسماعیل توسلی و وهاب قلیچ	MBRI-9217	مالیات تورمی در ترازوی عدالت
رسول خوانساری، رضا یارمحمدی	MBRI-9216	مدیریت ثروت اسلامی
فرشته ملاکریمی	MBRI-9215	بررسی دیدگاه‌های فقهی پیرامون مسأله جبران کاهش ارزش پول
ماندانا طاهری، فرهاد نیلی	MBRI-9214	تحلیل عاملی نسبت‌های مالی بنگاه‌های صنعتی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران
رسول خوانساری، حسین میثمی، لیلا محرابی	MBRI-9213	صکوک کوتاه‌مدت و کاربردهای آن در بانکداری و مالی اسلامی
سید مهدی برکچیان، سعید بیات، هومن کرمی	MBRI-9212	جعبه ابزار پیش‌بینی تورم در اقتصاد ایران
حسین میثمی	MBRI-9211	محاسبه سود قطعی سپرده‌گذاران در بانکداری بدون ربا
اعظم احمدیان	MBRI-9210	ارزیابی عملکرد صنعت بانکداری در ایران (مقایسه سال‌های ۱۳۸۹ و ۱۳۹۰)
حمید قنبری	MBRI-9209	نگاهی به چارچوب قانونی، نهادی و نظارتی ورشکستگی بانک
اعظم احمدیان	MBRI-9208	تحلیل شاخص‌های عملکرد شبکه بانکی در تأمین مالی تولید
مصعب عبدالهی آرائی	MBRI-9207	بسترهای تشکیل منطقه بهینه پولی بین کشورهای سازمان همکاری اقتصادی (اگو)
حسین میثمی	MBRI-9206	حاکمیت شرکتی، نظارت و مقررات احتیاطی در موسسات مالی اسلامی: گزارش پنجمین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی
وهاب قلیچ	MBRI-9205	استانداردهای حسابداری و حسابرسی در موسسات مالی اسلامی: گزارش چهارمین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی
لیلا محرابی	MBRI-9204	مدیریت دارایی و بدهی در بانک‌های اسلامی: گزارش سومین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی
رسول خوانساری	MBRI-9203	مدیریت ریسک در بانک‌های اسلامی: گزارش دومین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی



پژوهشکده پولی و بانکی
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

نویسنده / نویسندگان	کد گزارش	عنوان
فرشته ملاکریمی	MBRI-9202	اصول و مقررات شرعی در معاملات و تأمین مالی: گزارش اولین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی
حسین میثمی	MBRI-9201	تورم و جبران کاهش ارزش پول از دیدگاه اسلامی: گزارش هفتمین جلسه نقد پژوهش‌های بانکداری و مالی اسلامی
۱۳۹۱		
حسین میثمی	MBRI-9111	پولی کردن کسری بودجه از منظر اقتصاد اسلامی: گزارش ششمین جلسه نقد پژوهش‌های بانکداری و مالی اسلامی
فرشته ملاکریمی	MBRI-9110	مجموعه روایات ربا(بخش اول)
فرشته ملاکریمی	MBRI-9109	بررسی فقهی و حقوقی وثایق بانکی
فرهاد نیلی و مرضیه اسفندیاری	MBRI-9108	عوامل مؤثر بر استفاده خانوارهای شهری از انواع خدمات مالی
زهرا خوشنود	MBRI-9107	ضرورت معرفی رهنمود جدیدی در مدیریت ریسک نقدینگی با توجه به تحولات سیستم مالی در ایران
لیلا محرابی	MBRI-9106	ساختار بانکداری اسلامی در کشورهای اسلامی: نمونه موردی کشور مالزی
حسین میثمی	MBRI-9105	مفهوم‌شناسی ربا و بهره
وهاب قلیچ	MBRI-9104	تورق چیست؟
لیلا محرابی	MBRI-9103	چشم‌انداز اقتصاد اسلامی بر بحران مالی جهانی
لیلا محرابی	MBRI-9102	وضعیت بانکداری اسلامی در کشورهای منطقه MENA
ایلناز ابراهیمی	MBRI-9101	بحران یورو؛ ریشه‌های پیدایش و سناریوهای آینده
۱۳۹۰		
حسین قضاوی، حسین بازمحمدی	MBRI-9008	عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا (تابستان ۱۳۹۰)
فرهاد نیلی	MBRI-9007	کتاب‌شناسی اقتصاد ریاضی (پاییز ۱۳۹۰)
سید صفدر حسینی	MBRI-9006	برآورد قدرت بازاری در شبکه بانک‌های دولتی ایران (بهار ۱۳۹۰)
ابوالفضل اکرمی، پیمان قربانی	MBRI-9005	جنبه‌های اساسی تغییر واحد پول ملی؛ تجربه ونزوئلا (تابستان ۱۳۹۰)
حسین معصومی، محمد روشن‌دل	MBRI-9004	اصول اساسی اثربخشی نظام‌های بیمه سپرده (تابستان ۱۳۹۰)
زهرا سلطانی، زهرا خوشنود، طاهره اکبری آلاشتی	MBRI-9003	ساز و کارهای تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط (بهار ۱۳۹۰)
وهاب قلیچ	MBRI-9002	بانکداری اخلاقی در جهان (بهار ۱۳۹۰)
حسین قضاوی	MBRI-9001	مالیات تورمی دلار (بهار ۱۳۹۰)
۱۳۸۹		
علی حسن‌زاده، اعظم احمدیان	MBRI-8911	بورس اوراق بهادار در ایران و برخی کشورهای منتخب
امیر حسین امین آزاد، حسین معصومی	MBRI-8910	قانون بانک مرکزی فدراسیون روسیه
مهدی منجمی	MBRI-8909	سیاست‌های پولی و قیمت نفت
هادی حیدری، زهرا زواریان، ایمان نوربخش	MBRI-8908	مدیریت نقدینگی وجوه نقد صندوق شعب با استفاده از مدل انتشار
لیلا محرابی	MBRI-8907	مصوبه تشکیل مراکز خدمات سرمایه‌گذاری استانی
مehشید شاهچرا	MBRI-8906	بررسی برنامه پنجم توسعه کشور
طاهره اکبری آلاشتی	MBRI-8905	آیین‌نامه اجرایی حمایت از صادرکنندگان خدمات فنی و مهندسی
ترانگ بوی، تامیم بایومی، مترجم: سوفی بیگلری	MBRI-8904	اثر خارجی بحران‌های مالی آمریکا و انگلستان بر دیگر نقاط جهان
پرستو شجری	MBRI-8903	نقش یوان در موفقیت تجاری چین
مجید صامتی، سعید دانی کریم‌زاده، لیلا نیلفروشان	MBRI-8902	ادوار تجاری و آزمون علیت گرنجر
حسین میثمی، محسن عبدالهی، مهدی قائمی‌اصل	MBRI-8901	امکان‌سنجی فقهی-اقتصادی استفاده از نهاد وقف در تأمین مالی خرد اسلامی



پژوهشکده پولی و بانکی

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

تهران: میدان آرژانتین، ابتدای بزرگراه آفریقا، پلاک ۱۰
کدپستی: ۱۵۱۴۹۴۷۱۱۱ صندوق پستی: ۷۹۴۹-۱۵۸۷۵

www.mbri.ac.ir