

پژوهشکده پولی و بانکی
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران



هزینه افزایش نرخ سود بانکی بر بخش حقیقی؛ شواهدی از داده‌های شرکت‌های تولیدی

گزارش سیاستی

مهر ۱۴۰۲

www.mbri.ac.ir



پژوهشکده پولی و بانکی

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

شماره گزارش: MBRI-PR-140210

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش سیاستی: هزینه افزایش نرخ سود بانکی بر بخش حقیقی؛ شواهدی از داده‌های شرکت‌های تولیدی

نویسنده: سجاد ابراهیمی

واژگان کلیدی: نرخ سود بانکی، بنگاه تولیدی، سود عملیاتی، شرکت‌های بورسی

تاریخ انتشار گزارش: مهر ۱۴۰۲

خلاصه مدیریتی

براساس نظریه‌های اقتصادی و تجربه کشورهای مختلف، یکی از اصلی‌ترین راهکارهای کنترل تورم افزایش نرخ بهره است؛ اما براساس مطالعات، این سیاست می‌تواند رشد بخش حقیقی را به‌طور منفی تحت‌تأثیر قرار دهد. در ایران نیز سیاست‌گذار پولی برای افزایش نرخ‌های بانکی (در جهت کنترل تورم) همواره از این منظر تحت فشار بوده است که افزایش نرخ‌های سود بانکی می‌تواند اثر منفی در بخش تولیدی داشته باشد و یا حتی آن را وارد رکود کند. برای اینکه مشخص شود بار هزینه افزایش نرخ سود بانکی بر بنگاه‌های تولیدی چگونه بوده است، از داده‌های صورت‌های مالی ۴۰۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس و فرابورس در بازه ۱۳۹۰ تا فصل اول ۱۴۰۲ استفاده شده است. براساس بررسی‌های آماری انجام‌شده، نکات زیر قابل توجه هستند:

- سهم هزینه مالی به هزینه عملیاتی در بازه سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۶ که نرخ واقعی سود تسهیلات بانکی مثبت بوده، از دوره پیش و پس از این دوره بیشتر است. بالابودن نسبت هزینه مالی در این دوره با کاهش رشد شرکت‌های وابسته‌تر به تسهیلات همراه بوده، بلکه رشد این شرکت‌ها از شرکت‌های دیگر نیز بیشتر بوده است (جدول ۱).
- با ثابت نگه‌داشتن نرخ سود بانکی به‌رغم افزایش در تورم در بازه زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۱، روند نسبت هزینه مالی به هزینه عملیاتی روند کاهشی داشته و از بالای ۷ درصد به زیر ۱/۵ درصد رسیده است (شکل ۳). در این بازه، سهم هزینه مالی از سود عملیاتی نیز از بالای ۲۵ درصد به زیر ۵ درصد رسیده است.
- افزایش نرخ سود بانکی در زمستان ۱۴۰۱ سهم هزینه مالی از سود عملیاتی را از ۵/۲ درصد در سال ۱۴۰۱ به ۶/۲ درصد افزایش داده است؛ درحالی‌که متوسط این نسبت از سال ۱۳۹۱ تا بهار ۱۴۰۲ حدود ۱۳/۵ درصد است و به‌رغم این افزایش نیز هنوز سهم هزینه مالی از سود عملیاتی شرکت‌ها بسیار پایین‌تر از روند بلندمدت است.
- درجه وابستگی صنایع مختلف (با توجه ماهیت فرایندهای تولید آن‌ها) به تسهیلات بانکی متفاوت است و بدیهی است که افزایش نرخ سود تسهیلات بانکی به صنایع با وابستگی بیشتر به تسهیلات، بار مالی بیشتری وارد می‌کند. براساس بررسی داده‌های صورت‌های مالی چند سال اخیر، سه صنعت دارویی، لاستیک و پلاستیک، و ماشین‌آلات و تجهیزات (که البته در سال ۱۴۰۱ نسبت بدهی بالای ۶۰ درصدی داشته‌اند)، بیشترین وابستگی را به تسهیلات بانکی دارند و سهم بیشتری از سود عملیاتی خود را به سود تسهیلات اختصاص می‌دهند (جدول‌های ۲ و ۳).

در مجموع، در انتخاب سیاست مناسب برای تعیین نرخ سود بانکی، باید این نکته لحاظ شود که سیاست‌ها به سیاست‌های خوب و بد تقسیم نمی‌شوند، بلکه تمام سیاست‌ها دارای منافع و هزینه‌هایی هستند و زمانی یک سیاست برای سیاست‌گذار بهینه است که اعمال آن (در مقایسه با سایر سیاست‌های جایگزین) منفعی بیش از هزینه‌هایش داشته باشد. لذا، اگرچه سیاست انقباضی پولی و افزایش نرخ‌های بانکی به‌طور بالقوه می‌تواند آثار منفی داشته باشد، با توجه به بررسی شواهد آماری از وضعیت بنگاه‌ها، می‌توان گفت در شرایط فعلی به چند دلیل زیر این آثار منفی کم و قابل اغماض هستند:

اول، نرخ واقعی سود بانک‌ها در دوره‌های اخیر به‌شدت منفی بوده و افزایش نرخ سود بانکی در بازه نرخ واقعی سود منفی هزینه قابل ملاحظه‌ای بر بنگاه‌ها وارد نمی‌کند.

دوم، درحالی‌که سهم بانک‌ها از تأمین مالی بنگاه‌های تولیدی کاهش قابل توجهی نداشته است، سهم هزینه مالی از سود عملیاتی نسبت به سال ۱۳۹۵ به یک‌سوم این نسبت در سال ۱۳۹۵ و نصف میانگین بلندمدت کاهش داشته است (شکل ۶).

سوم، براساس شواهد سال ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۶ که نرخ واقعی سود مثبت بوده، افزایش نرخ سود بانکی با کاهش رشد شرکت‌های وابسته به تسهیلات همراه نبوده است (جدول ۱) و می‌توان نسبت به آثار منفی افزایش نرخ سود بانکی در رشد تولید صنایع تشکیک ایجاد کرد.

علاوه بر شواهدی که در بالا برای کم‌عمق بودن آثار منفی سیاست افزایش نرخ سود بانکی آورده شد، به این نکته نیز باید اشاره کرد که پایین نگه‌داشتن نرخ سود بانکی (به‌رغم تورم‌های بالا) می‌تواند تقاضای کاذب برای تسهیلات بانکی را تشدید و دسترسی شرکت‌های تولیدی به تسهیلات را مختل کند. براساس آمار شرکت‌های بورسی (جدول ۱)، رشد تولید شرکت‌های با محدودیت مالی (که وابستگی بیشتری به تسهیلات بانکی داشتند)، در مقایسه با سایر شرکت‌ها در دوره‌هایی که نرخ واقعی سود مثبت بوده، بهتر از دوره‌هایی بوده است که نرخ واقعی سود تسهیلات بانکی منفی بوده است. این می‌تواند به دلیل کاهش تقاضای سفته‌بازی تسهیلات بانکی و افزایش دسترسی به تسهیلات بنگاه‌ها در دوران نرخ واقعی سود مثبت باشد. لذا برای تعیین یا هدایت نرخ سود بانکی از مجاری مختلف، باید ملاحظات مربوط به اختلال در تخصیص تسهیلات بانکی در شرایط نرخ واقعی منفی سود بانکی و کم‌اهمیت بودن بار هزینه مالی نرخ سود تسهیلات در شرایط فعلی لحاظ شود.

فهرست مطالب

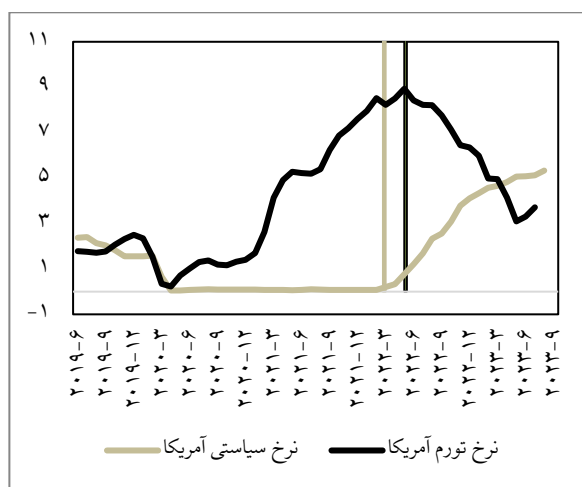
۱.....	۱ مقدمه
۲.....	۲ سهم هزینه مالی سود تسهیلات بانکی در بنگاه‌های تولیدی
۳.....	۱-۲ نسبت هزینه مالی
۴.....	۲-۲ سهم هزینه مالی از سود عملیاتی
۵.....	۳ نرخ سود تسهیلات و رشد تولید شرکت‌ها
۷.....	۴ هزینه تحمیلی نرخ سود به تفکیک صنایع
۹.....	۵ جمع‌بندی
۱۰.....	۶ منابع و مآخذ



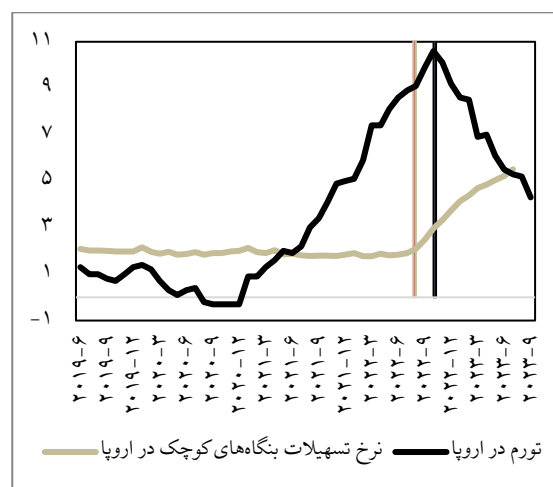
۱ مقدمه

اصلی‌ترین اقدام بانک‌های مرکزی دنیا در مهار تورم افزایش نرخ‌های بهره است. کانال اثرگذاری نرخ بهره توسط بسیاری از مطالعات اصلی‌ترین کانال اثرگذاری سیاست پولی شناخته شده است. افزایش نرخ بهره باعث کاهش تقاضای اعتبار شده و از این طریق در درآمد در اختیار قرض‌گیرندگان اثرگذار بوده و می‌تواند اثر انقباضی در بخش تقاضا ایجاد کند (گری و کرم^۱، ۲۰۱۳). این اثر انقباضی تقاضا می‌تواند رشد قیمت‌ها را کنترل کند و بانک مرکزی را به هدف خود برساند؛ اما از طرف دیگر، می‌تواند در بخش حقیقی نیز اثرگذار باشد. اگرچه برخی مطالعات مانند اوهلینگ^۲ (۲۰۰۵) براساس داده‌های کشورهای پیشرفته مانند آمریکا خنثی بودن سیاست پولی بر بخش حقیقی اقتصاد را نشان دادند، مطالعاتی مانند مالیک و سوسا^۳ (۲۰۱۲) و کاندیل^۴ (۲۰۱۴) اثر منفی سیاست‌های پولی در عملکرد بخش حقیقی را در اقتصادهای نوظهور و کشورهای در حال توسعه تأیید کردند. با این حال، به نظر می‌رسد اثر منفی سیاست‌های پولی در عملکرد بخش حقیقی را در بخش حقیقی برای دو گروه از کشورها بیشتر باشد: اول، کشورهایی که نظام تأمین مالی متکی به بانک دارند و بنگاه‌ها برای تأمین نیاز نقدینگی خود به بانک‌ها وابسته‌اند؛ و دوم، کشورهایی که ظرفیت مازاد استفاده‌نشده در بخش تولیدی دارند و محدودیت تقاضای کل محدودکننده رشد بخش حقیقی شود.

نمونه اجرای سیاست انقباضی پولی موفق در راستای مهار تورم را می‌توان در تجربه کشورهای غربی در سال اخیر دید. تقریباً از ابتدای سال ۲۰۲۲، نرخ تورم در کشورهای اروپایی و آمریکا روند صعودی گرفت و از نرخ‌های هدف این کشورها بیشتر شد. بانک‌های مرکزی اروپا و آمریکا در اقدام مشابهی با افزایش نرخ بهره، روند افزایشی تورم را کنترل کردند. سیاست انقباضی پولی در آمریکا با افزایش نرخ سیاستی در آوریل ۲۰۲۲ آغاز شد و پس از چند ماه در ژوئیه ۲۰۲۲ روند افزایشی تورم متوقف و روند کاهشی شد. در اروپا، سیاست انقباضی پولی دیرتر از آمریکا آغاز شد و از سپتامبر ۲۰۲۲ نرخ‌ها افزایش یافت که در نتیجه آن از دسامبر ۲۰۲۲، روند کاهشی تورم آغاز شد (شکل ۱). به رغم کاهش قابل توجه تورم در کشورهای اروپایی و آمریکا، این سیاست‌های انقباضی و افزایش نرخ بهره تازمانی که تورم به تورم هدف (که حدود ۲ درصد است) بانک مرکزی برسد، ادامه خواهد داشت.



سیاست انقباضی در اتحادیه آمریکا



سیاست انقباضی در اتحادیه اروپا

شکل ۱. اعمال سیاست انقباضی در اروپا و آمریکا و کنترل تورم

اقتصاد ایران به‌طور مزمّن در دهه‌های اخیر تورم بالایی داشته است؛ به‌گونه‌ای که میانگین و میانه تورم سالانه از ۱۳۷۰ تا ۱۳۹۷ به ترتیب ۱۹/۸ درصد و ۱۸ درصد بوده است؛ اما در سه سال اخیر به دلیل تحریم‌ها، جهش‌های ارزی، و سایر مسائل، نرخ تورم سالانه به بالای ۴۰

¹ Gray & Karam

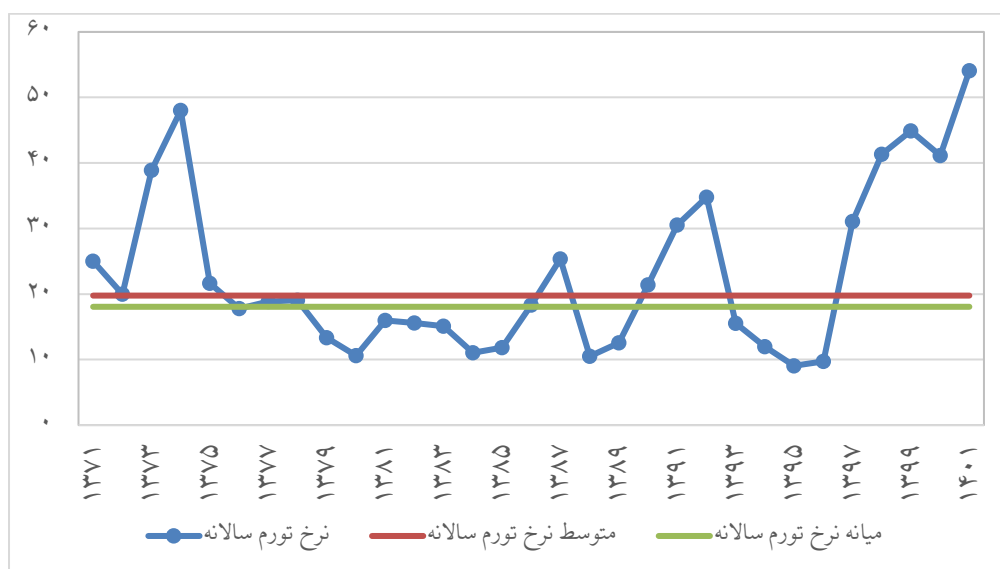
² Uhlig

³ Mallick & Sousa

⁴ Kandil



درصد رسیده است که بیش از دو برابر میانگین دوره‌های قبلی بوده است. اگرچه پس از التهاب‌های ارزی ۱۳۷۳ و ۱۳۹۱ نیز تورم رشد قابل توجهی داشته است، بعد از یک یا دو سال سطح تورم به سطح میانگین خود برگشته است (شکل ۲)؛ اما در سال‌های اخیر، بیش از چهار دوره تورم بالای ۴۰ درصد ثبت شده و در سال ۱۴۰۲ نیز تورم با تورم میانگین فاصله قابل ملاحظه‌ای دارد.



شکل ۲. نرخ تورم سالانه ایران در مقایسه با متوسط و میانگین بلندمدت (۱۳۷۰-۱۳۹۷) تورم (درصد)

در چنین شرایطی، بانک مرکزی در زمستان ۱۴۰۱ نرخ سود تسهیلات بانکی را که از سال ۱۳۹۵ در سطح ۱۸ درصد ثابت بود، به ۲۳ درصد افزایش داد. همچنین، نرخ بازار بین بانکی نیز که در سه فصل ابتدایی سال ۱۴۰۱ تقریباً زیر ۲۱ درصد بود، در زمستان ۱۴۰۲ به بالای ۲۳ درصد رسید؛ ولی با توجه به اینکه سطح تورم همچنان در سطوح بالایی نسبت به روند بلندمدت خود قرار دارد، تجویز سیاست پولی انقباضی برای کنترل تورم از نظر نظری و تجربی مورد تأیید است؛ اما ملاحظات سیاستی که در خصوص آثار منفی سیاست‌های انقباضی افزایش نرخ در بخش تولیدی وجود دارد، مانع از اعمال چنین سیاستی شده است. اصلی‌ترین کانال انتقال آثار منفی سیاست انقباضی این است که افزایش نرخ سود می‌تواند هزینه تولید را افزایش دهد و در نتیجه اثر منفی در میزان تولید بنگاه‌ها داشته باشد. در این نوشتار با استفاده از داده‌های بیش از ۴۰۰ شرکت بورسی، تلاش می‌شود به این پرسش پاسخ داده شود که هزینه تسهیلات چه سهمی از هزینه بنگاه‌های تولیدی را شامل می‌شود و اینکه در چنین شرایطی هزینه افزایش نرخ سود بانکی تا چه حد می‌تواند فعالیت و سودآوری بنگاه‌ها را به خطر بیندازد.

۲ سهم هزینه مالی سود تسهیلات بانکی در بنگاه‌های تولیدی

با استفاده از اطلاعات ۴۰۷ شرکت بورسی که اطلاعات صورت سود و زیان و ترازنامه آن‌ها برای دوره‌های اخیر در دسترس است،^۱ می‌توان نسبت‌هایی را محاسبه کرد که بار مالی هزینه تسهیلات در بنگاه را مشخص می‌کند. آیت‌م که در صورت سود زیان گزارش می‌شود هزینه مالی است که عمدتاً شامل میزان هزینه‌ای است که بنگاه‌ها در هر دوره بابت سود تسهیلات متحمل می‌شوند.^۲ با استفاده از اطلاعات این آیت‌م و سایر آیت‌های صورت‌های مالی، می‌توان نسبت‌های مختلفی را محاسبه کرد که در این بخش به آن پرداخته می‌شود.

^۱ در شرکت‌های مورد بررسی، فقط شرکت‌هایی در نظر گرفته شده‌اند که ماهیت تولیدی دارند و عمده درآمد آن‌ها از طریق فعالیت مستقیم در یک رشته فعالیت به دست آمده و فعالیت سرمایه‌گذاری و مدیریتی شرکت سهم کمتری از فعالیت اصلی داشته است.

^۲ البته، این آیت‌م شامل هزینه‌های کارمزد بانکی نیز می‌شود؛ اما سهم بیش از ۹۵ درصدی سود تسهیلات در این آیت‌م باعث شده است که عملاً این آیت‌م تغییرات سود تسهیلات شرکت‌ها را به خوبی نشان می‌دهد.



۱-۲ نسبت هزینه مالی

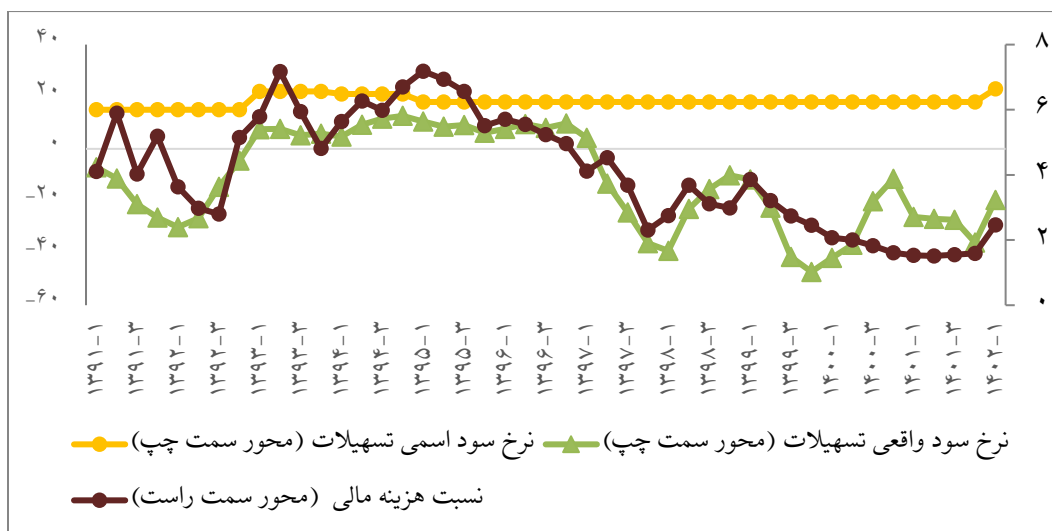
نسبت هزینه مالی از تقسیم آئتم هزینه مالی به بهای تمام‌شده کالای فروش‌رفته^۱ در هر فصل محاسبه می‌شود. این نسبت نشان می‌دهد که هزینه مالی که بنگاه‌ها بابت سود تسهیلات پرداخت می‌کنند، چه نسبتی از هزینه عملیاتی است. بالا بودن این نسبت به این معنی است که هزینه تسهیلات برای بنگاه واقعاً معنی‌دار بوده و تغییرات آن می‌تواند سودآوری شرکت را به خطر بیندازد. برای تجمیع این نسبت و به‌دست‌آوردن یک نسبت کلی هزینه مالی برای کل بنگاه‌های تولیدی، از میانگین وزنی استفاده شده است؛ به‌گونه‌ای که شرکت‌هایی که مبلغ فروش بالاتری داشتند، سهم بیشتری در میانگین هزینه مالی داشتند. براین اساس، نسبت هزینه مالی از ابتدای سال ۱۳۹۳ تا فصل اول ۱۴۰۲ محاسبه و در شکل ۳ روند آن نشان داده شده است. بر مبنای این شکل، در بازه ۱۳۹۳ تا انتهای سال ۱۳۹۴ که تورم در سطح پایینی قرار داشت و نرخ سود بانکی در بازه ۲۱ درصد و ۲۲ درصد بود، نسبت هزینه مالی به هزینه عملیاتی بین ۵ درصد تا ۷ درصد بوده است و در بیشترین حالت به ۷/۲ درصد رسید. تفسیر این نسبت به این صورت است که اگر هزینه ساخت یک کالا ۱۰۰ ریال باشد، شرکت بایستی در آن دوره ۷/۲ ریال برای سود تسهیلات پرداخت می‌کرد. با افزایش تورم و کاهش نرخ سود بانکی به ۱۸ درصد، روند نزولی نسبت هزینه مالی آغاز شد. اگرچه با کنترل نسبی تورم در سال ۱۳۹۸ روند نزولی در چندین فصل متوقف شد، می‌توان گفت از سال ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۱، روند سهم هزینه مالی نزولی بوده است؛ به‌گونه‌ای که از پاییز ۱۴۰۰، این نسبت به زیر ۲ درصد رفت و در تابستان ۱۴۰۱ به ۱/۵ درصد رسید که پایین‌ترین مقدار این نسبت در دوره موردبررسی بوده است. با افزایش نرخ سود بانکی در زمستان ۱۴۰۱، این نسبت نیز افزایش یافت و به ۲/۵ درصد رسید. به‌رغم این افزایش، هنوز این نسبت در مقایسه با آمار ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۶ رقم بسیار پایینی به حساب می‌آید.



شکل ۳. نسبت هزینه مالی (به هزینه عملیاتی) برای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و فرابورس (درصد)

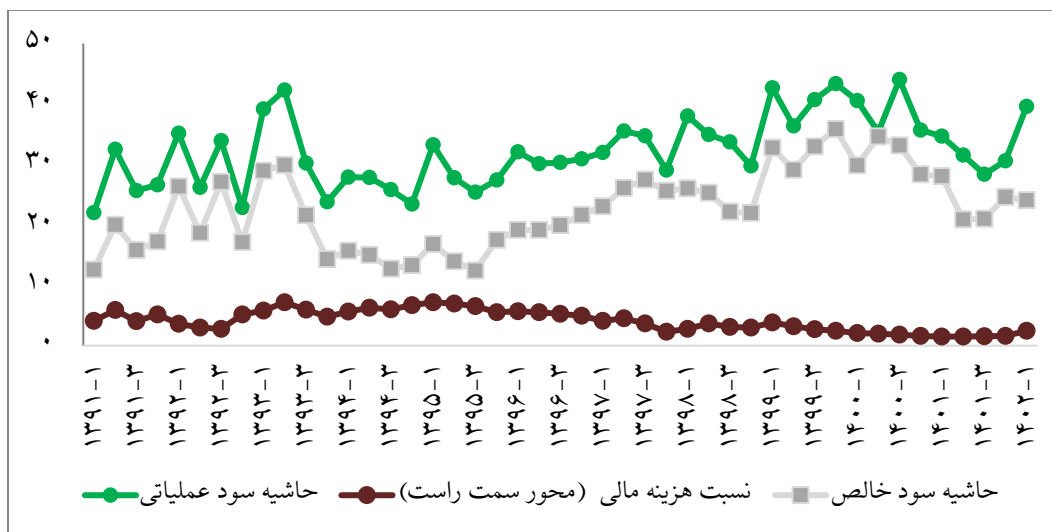
برای اینکه مشخص شود نسبت هزینه مالی به‌خوبی تغییرات بار مالی بنگاه‌های تولیدی را نشان می‌دهد، روند تغییرات این نسبت در شکل ۴ با روند تغییرات نرخ واقعی سود تسهیلات ترسیم شده است. براساس این آمار، می‌توان نشان داد که نسبت هزینه مالی و نرخ واقعی سود تسهیلات هم‌راستایی و همبستگی بالایی دارند و در دورانی که نرخ واقعی سود کاهشی شده، بار هزینه مالی نیز کاهش داشته است. با توجه به اینکه از سال ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۱ نرخ اسمی تسهیلات تقریباً ثابت و ۱۸ درصد بوده است، می‌توان گفت در این مدت افزایش تورم باعث شده است سهم هزینه مالی در بنگاه‌ها کاهش یابد و سهم سایر اقلام افزایش پیدا کند. البته، زمانی‌که تب تورم نیز در سال ۱۳۹۸ کاهش داشته است، سهم هزینه مالی نیز افزایش نشان می‌دهد.

^۱ بهای تمام‌شده کالای فروش‌رفته در واقع هزینه‌های مستقیم مربوط به تولید کالاهای فروخته‌شده توسط یک شرکت است. این مقدار شامل هزینه مواد مصرفی در تولید کالا و هزینه‌های مستقیم نیروی کار مورد استفاده در تولید آن است.



شکل ۴. مقایسه نسبت هزینه مالی متوسط کل شرکت‌های بورسی با نرخ سود اسمی و واقعی (درصد)

برای ارزیابی دقیق‌تر بار مالی سود تسهیلات برای بنگاه‌ها، مقایسه هزینه مالی بنگاه‌ها با حاشیه سود عملیاتی (نسبت سود عملیاتی^۱ به بهای تمام‌شده کالای فروش‌رفته)، و حاشیه سود خالص (نسبت سود خالص^۲ به بهای تمام‌شده کالای فروش‌رفته) صورت‌گرفته که در شکل ۵ نشان داده شده است. از سال ۱۳۹۷ تا فصل اول ۱۴۰۲، حاشیه سود عملیاتی شرکت‌های بورسی بین ۳۰ درصد تا ۴۵ درصد و حاشیه سود خالص آن‌ها بین ۲۲ درصد تا ۳۶ درصد بوده است. در همین بازه، نسبت هزینه مالی شرکت‌ها بین ۴/۵ درصد تا ۱/۵ درصد نوسان داشته است. همان‌طور که مشخص است، حاشیه سود عملیاتی و خالص شرکت‌ها از سال ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۱ روند صعودی داشته، ولی نسبت هزینه‌های مالی به هزینه عملیاتی کاهش داشته است.



شکل ۵. مقایسه نسبت هزینه مالی متوسط کل شرکت‌های بورسی با حاشیه سود خالص و حاشیه سود عملیاتی (درصد)

۲-۲ سهم هزینه مالی از سود عملیاتی

در محاسبه سود، شرکت‌ها هزینه مالی و نرخ سود تسهیلات را از سود عملیاتی کم می‌کنند و پس از کسورات دیگر، مانند مالیات به سود خالص می‌رسند. برای اینکه بار مالی نرخ سود تسهیلات برای بنگاه‌ها مشخص شود، نسبت هزینه مالی به سود عملیاتی می‌تواند مفید باشد.

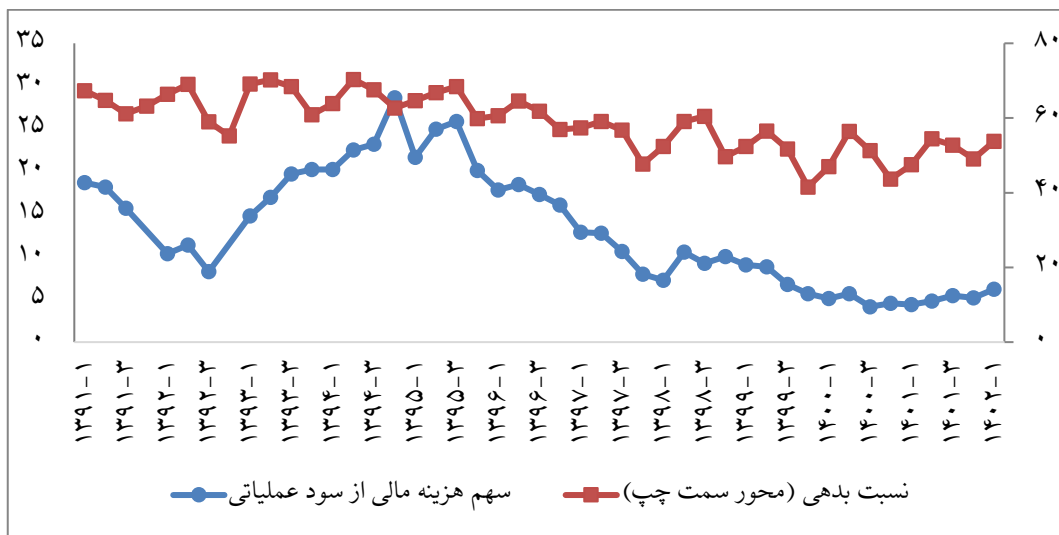
^۱ از تفاضل درآمد فروش و بهای تمام‌شده کالای فروش‌رفته، سود عملیاتی به دست می‌آید.

^۲ سود بعد از کسر هزینه‌های غیرمستقیم، هزینه‌های مالی، و مالیات از سود عملیاتی را سود خالص می‌گویند.



شکل ۶ سهم هزینه مالی از سود عملیاتی را از سال ۱۳۹۱ تا فصل اول ۱۴۰۲ نشان می‌دهد. براین اساس، سهم هزینه مالی از سود عملیاتی در سال ۱۳۹۲ بین ۱۰ درصد تا ۱۵ درصد بود که پس از افزایش نرخ واقعی سود تسهیلات در سال ۱۳۹۳، در سال ۱۳۹۵ از ۲۵ درصد نیز فراتر رفت؛ پس از سال ۱۳۹۵، سهم هزینه مالی از سود عملیاتی روند کاهشی داشته و در سال ۱۴۰۰ به زیر ۵ درصد رسیده است. در فصل اول ۱۴۰۲ نیز سهم هزینه مالی از سود عملیاتی به ۶/۲ درصد رسیده است که اگرچه بیشتر از سال ۱۴۰۰ است، در مقایسه با متوسط بلندمدت در سطح پایینی قرار دارد.

سؤالی که مطرح می‌شود این است که اصولاً سهم هزینه مالی از سود عملیاتی به چه عاملی بستگی دارد و چند درصد باید باشد. در این راستا، باید اشاره کرد مهم‌ترین عاملی که در سهم هزینه مالی از سود عملیاتی نقش دارد، سهم تسهیلات و بدهی‌ها از تأمین مالی دارایی شرکت است؛ یعنی اگر دو طول ادوار مختلف سهم بدهی و تسهیلات بانکی از تأمین مالی شرکت بیشتر شده باشد، منطقی است که سهم هزینه مالی نیز از سود عملیاتی بیشتر شود. در شکل ۵، نسبت بدهی (به دارایی کل) در کنار سهم هزینه مالی از سود عملیاتی نشان داده شده است. نکته‌ای که در نحوه محاسبه نسبت بدهی هست این است که با توجه به اینکه آیتم‌های بدهی‌ها به قیمت‌های جاری هستند ولی دارایی‌های ثابت در نگاه‌ها همواره با قیمت‌های جاری تجدید ارزیابی نمی‌شوند، لذا مقادیر نسبت بدهی واقعی نیستند و سهم بدهی از تأمین مالی را بیشتر از آن چیزی که در واقعیت است، نشان می‌دهد. با این حال، تحلیل این نسبت هم نشان می‌دهد که نسبت بدهی روند کاهشی قابل توجهی نداشته و به عبارت دیگر سهم بدهی از تأمین مالی کاهش قابل توجهی نداشته است که کاهش قابل توجه سهم هزینه مالی از سود عملیاتی را توجیه کند. لذا، این کاهش سهم هزینه مالی از سود عملیاتی صرفاً براساس اتخاذ سیاست ثابت نگه داشتن نرخ سود بانکی زیر ۲۰ درصد با وجود تورم بالای ۴۰ درصد بوده است.



شکل ۶. سهم هزینه مالی از سود عملیاتی و نسبت بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرابورس (درصد)

۳ نرخ سود تسهیلات و رشد تولید شرکت‌ها

برای پاسخ به این پرسش که آیا افزایش هزینه مالی ناشی از سود تسهیلات منجر به کاهش رشد تولید در ایران شده است یا خیر، نیاز به مطالعه آماری دقیق است؛ اما بررسی همبستگی تغییرات هزینه تسهیلات و عملکرد شرکت‌ها می‌تواند دید بهتری در این موضوع ارائه دهد. برای تحلیل دقیق‌تر، ابتدا شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی هستند و وابستگی بالایی به تسهیلات بانکی دارند، مشخص می‌شوند. برای این کار، از شاخص محدودیت مالی وایتد و وو^۱ (۲۰۰۶) استفاده شده است که پارامترهای آن برای اقتصاد ایران توسط مطالعه محمودزاده و همکاران (۱۳۹۵) محاسبه شده است. اثر منفی نرخ سود بانکی و هزینه آن طبیعتاً در شرکت‌های با وابستگی بیشتر به تسهیلات بیشتر خواهد بود و اگر بنا به محدود شدن رشد تولید ناشی از افزایش نرخ سود بانکی باشد، شرکت‌های با محدودیت مالی بیشتر کاهش تولید بیشتری دارند و رشد تولید آن‌ها کمتر از متوسط خواهد بود.

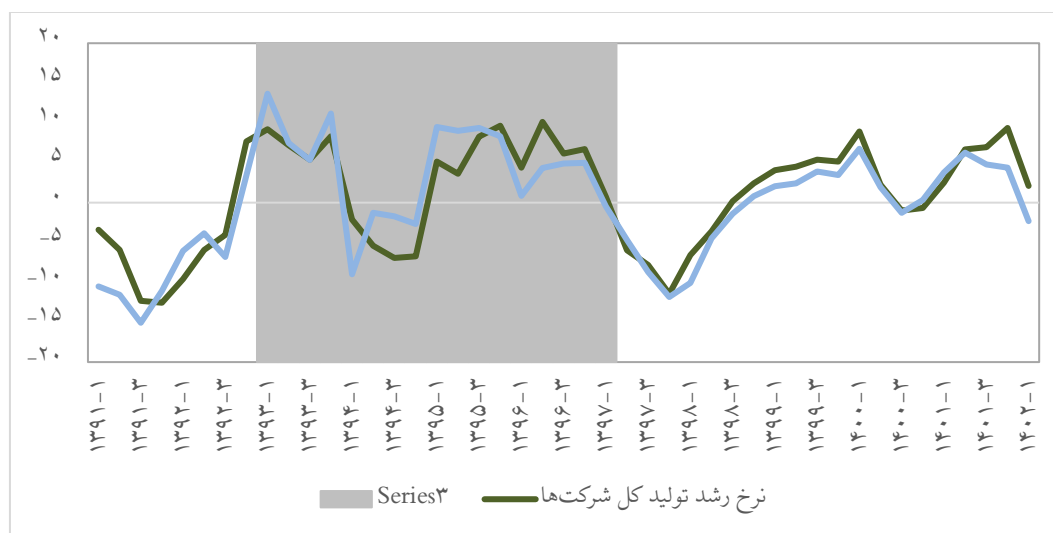
¹ Whited & Wu



در طول دو دهه اخیر در بازه ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۶، نرخ سود بانکی بیشتر از تورم بوده و به عبارت دیگر نرخ واقعی سود تسهیلات مثبت بوده است. در جدول ۱، این دوره با دوره پیش و پس از آن مقایسه شده است. در این دوره، نرخ واقعی سود به طور متوسط ۸/۳ درصد بوده است، در حالی که در سال‌های ۱۳۹۱ و ۱۳۹۲، نرخ واقعی سود تسهیلات منفی ۱۷/۷ درصد و در سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱ متوسط نرخ واقعی سود تسهیلات منفی ۲۵ درصد بوده است. به تبع این نرخ، نسبت هزینه مالی نیز در دوره ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۶ به طور متوسط ۶ درصد بوده است، در حالی که در دوره قبل و بعد از آن به ترتیب ۴/۲۲ و ۲/۶۶ درصد بوده است. بنابراین، مشخص است که بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۶ هزینه مالی تحمیلی به بنگاه‌ها به طور معنی داری بالاتر از دوره‌های قبل و بعد از آن بوده است و انتظار می‌رود که اگر افزایش نرخ سود اثر منفی و محدودکننده در بخش حقیقی داشته باشد، بتوان آن را در این دوره مشاهده کرد و نتیجتاً بنگاه‌های با وابستگی بیشتر به تسهیلات، رشد تولید کمتری داشته باشند. همان‌طور که در شکل ۷ و جدول ۱ نشان داده شده است، نکات زیر قابل احصا هستند:

- متوسط رشد تولید شرکت‌ها در بازه ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۶ بیشتر از رشد این شرکت‌ها در دوره پیش و پس از آن بوده است.
- برخلاف دوره‌های ۱۳۹۱-۱۳۹۲ و دوره ۱۳۹۷-۱۴۰۱ (دوره‌های با نرخ واقعی سود منفی) که متوسط نرخ رشد تولید شرکت‌های با محدودیت مالی منفی بوده است، در دوره ۱۳۹۳-۱۳۹۶ نرخ رشد تولید این شرکت‌ها مثبت بوده است.
- در دوره‌های ۱۳۹۱-۱۳۹۲ و دوره ۱۳۹۷-۱۴۰۱ (دوره‌های با نرخ واقعی سود منفی) رشد شرکت‌های دارای محدودیت مالی به طور متوسط کمتر از رشد کل شرکت‌ها بوده است؛ اما در دوره‌ای که نرخ واقعی سود مثبت بوده است این اتفاق نیفتاده، بلکه رشد شرکت‌های دارای محدودیت مالی بیشتر از سایر شرکت‌ها بوده است.

همه این شواهد نشان می‌دهد که افزایش هزینه مالی بنگاه‌ها (با افزایش نرخ سود بانکی) نتوانسته اثر منفی در رشد تولید شرکت‌ها داشته باشد و تغییرات رشد تولید شرکت‌ها را عواملی غیر از هزینه مالی و نرخ سود تسهیلات توضیح می‌دهند. این آمار نشان می‌دهد که پس از ۱۳۹۶ که به خاطر کمک به تولید نرخ سود اسمی تسهیلات به رغم افزایش قابل توجه تورم، ثابت ماند، اثری مثبت در نرخ رشد تولید شرکت‌ها نداشته، بلکه این اثر منفی بوده است. به عبارت دیگر، در دوره‌هایی که نرخ سود بانکی بالاتر از تورم بوده، شرکت‌های با محدودیت مالی عملکرد بهتری نسبت به سایر دوره‌ها داشته است. علت این اتفاق را می‌توان این‌گونه تفسیر کرد عاملی که می‌تواند محدودیت رشد تولید شرکت‌های وابسته به تسهیلات را بیشتر کند، دسترسی محدود یا عدم دسترسی به تسهیلات است نه نرخ بالای تسهیلات. لذا، در دوره‌هایی که نرخ واقعی سود تسهیلات بانکی منفی است، تقاضای کاذب و سفته‌بازی برای تسهیلات به شدت افزایش می‌یابد و دسترسی بنگاه‌های تولیدی به تسهیلات را مختل می‌کند؛ اما زمانی که نرخ واقعی سود تسهیلات مثبت است، تقاضای کاذب و سفته‌بازی برای تسهیلات کنترل می‌شود و دسترسی بنگاه‌های تولیدی به تسهیلات بیشتر شده و عملکرد تولیدی آن‌ها نیز بهبود پیدا می‌کند. بنابراین، پایین نگه داشتن نرخ سود بانکی نه تنها نفعی به شرکت‌های تولیدی نرسانده، بلکه به واسطه طولانی کردن صف تقاضای تسهیلات و محدود کردن دسترسی به تسهیلات، اثر منفی در عملکرد شرکت‌ها داشته است.



شکل ۷. مقایسه نرخ رشد تولید شرکت‌های بوری با محدودیت مالی و کل شرکت‌های بوری (درصد)



جدول ۱. نرخ رشد تولید شرکت‌های با محدودیت مالی در دوره‌های با نرخ واقعی سود مثبت و منفی (درصد)

متغیر	دوره مورد بررسی		
	۱۳۹۷-۱۴۰۱	۱۳۹۳-۱۳۹۶	۱۳۹۱-۱۳۹۲
نرخ واقعی سود تسهیلات بانکی	-۲۵	۸/۳	-۱۷/۷
نسبت هزینه مالی (به هزینه عملیاتی)	۲/۶۶	۶/۰۰	۴/۲۲
نرخ رشد تولید کل شرکت‌ها	۱/۱۰	۳/۹۴	-۵/۷۶
نرخ رشد تولید شرکت‌های با محدودیت مالی بیشتر	-۰/۱۰	۴/۶۴	-۹/۲۷

۴ هزینه تحمیلی نرخ سود به تفکیک صنایع

با توجه به اینکه فرایندهای تولید و چرخ جریان وجوه نقد در صنایع مختلف متفاوت است، میزان وابستگی صنایع به هزینه مالی نیز متفاوت است. بنابراین، بدیهی است که سهمی که هزینه مالی از سود عملیاتی و هزینه عملیاتی داشته باشد نیز متفاوت باشد. جدول‌های ۲ و ۳ نسبت هزینه مالی از هزینه عملیاتی و سهم هزینه مالی از سود عملیاتی را در بین صنایع مختلف نشان می‌دهد. براساس آمار جدول ۲، نسبت هزینه مالی از هزینه عملیاتی در رشته فعالیت‌های فراورده‌های نفتی، حمل‌ونقل، و زراعت و دامپروری^۱، در فصل اول ۱۴۰۱ زیر ۱ درصد بوده، درحالی‌که این نسبت در این دوره برای شرکت‌های دارویی بالای ۱۱ درصد است.

جدول ۳ سهم هزینه مالی از سود عملیاتی در صنایع را نشان می‌دهد. براین اساس مشابه جدول ۲، صنایع حمل‌ونقل، زراعت و دامپروری، محصولات شیمیایی و فراورده‌های نفتی سهم کمتری از سود عملیاتی به‌دست‌آمده را به هزینه مالی اختصاص می‌دهند. همچنین در صنعت دارویی در سال‌های ۱۴۰۰ و ۱۴۰۱، حدود ۱۸ درصد و در سه‌ماهه ابتدایی ۱۴۰۲ حدود ۲۱ درصد از سود عملیاتی این صنعت به هزینه مالی اختصاص داده شده است. بیشترین سهم هزینه مالی در صنعت دارویی مربوط به سال ۱۳۹۶ بوده که به‌طور متوسط حدود ۳۲ درصد از سود عملیاتی به هزینه تسهیلات اختصاص داشته است. البته، برخی تفاوت‌ها بین صنایع را می‌توان با نسبت بدهی توجیه کرد؛ به‌عنوان نمونه در سال ۱۴۰۱، نسبت بدهی متوسط در صنعت دارویی حدود ۶۹/۴ درصد بوده، درحالی‌که این نسبت در شرکت‌های صنعت فلزات اساسی در این سال ۴۱ درصد بوده است. به‌عبارت دیگر، نقش تسهیلات بانکی در صنعت دارویی بیشتر از فلزات اساسی بوده و بدیهی است که سهم بیشتری از سود عملیاتی این صنعت (در مقایسه با فلزات اساسی) به هزینه مالی اختصاص پیدا کند. پس از صنعت دارویی، سهم هزینه تسهیلات در صنایع لاستیک و پلاستیک و ماشین‌آلات و تجهیزات در سال‌های اخیر بیشتر از سایر صنایع بوده است که نسبت بدهی هر سه صنعت در سال ۱۴۰۱ بالای ۶۰ درصد بوده است.

بنابراین، می‌توان این‌گونه عنوان کرد که بار مالی افزایش نرخ سود تسهیلات در صنایع مختلف متفاوت است و در صنایعی که وابستگی بیشتری به تسهیلات بانکی دارند، مانند صنعت دارویی، لاستیک و پلاستیک و ماشین‌آلات و تجهیزات بار مالی تسهیلات بیشتر است و در برخی صنایع مانند فراورده‌های نفتی، حمل‌ونقل، و زراعت و دامپروری، بار مالی افزایش نرخ تسهیلات کمتر است.

^۱ البته، نمونه مورد بررسی از زراعت و دامپروری محدود به چند شرکت کشت و صنعت و چند شرکت در صنعت مرغداری می‌شود که ممکن است نمونه کاملی از کل این بخش نباشد.



جدول ۲. سهم هزینه مالی از هزینه عملیاتی در رشته فعالیت‌های مختلف (درصد)

نسبت بدهی ۱۴۰۱	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	بهار ۱۴۰۱
۲۷/۴	۰/۴	۰/۳	۰/۵	۰/۷
۴۷/۴	۱/۵	۳/۹	۱/۲	۰/۸
۵۵/۲	۲/۶	۰/۷	۱/۵	۰/۸
۵۶/۷	۰/۹	۰/۶	۱/۰	۱/۸
۵۴/۷	۳/۰	۳/۷	۲/۷	۲/۹
۶۷/۱	۲/۷	۲/۹	۲/۳	۳/۰
۱۲۰/۳	۹/۰	۵/۴	۲/۸	۳/۶
۴۱	۳/۶	۲/۰	۲/۲	۳/۷
۶۴/۷	۲/۹	۳/۵	۳/۶	۴/۳
۶۹/۴	۱۱/۷	۱۱/۳	۹/۴	۱۱/۰

جدول ۳. سهم هزینه مالی از سود عملیاتی در صنایع مختلف (درصد)

نسبت بدهی ۱۴۰۱	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	بهار ۱۴۰۱
۴۷/۴	۳/۷	۱۲/۶	۲/۹	۱/۶
۵۵/۲	۱۰/۵	۲/۷	۷/۳	۳/۵
۵۶/۷	۱/۴	۱/۴	۳/۹	۲/۸
۲۷/۴	۲/۴	۲/۴	۳/۴	۶/۸
۴۱	۵/۲	۲/۹	۳/۶	۵/۸
۱۲۰/۳	۴۵/۷	۲۶/۴	۹/۶	۱۰/۸
۵۴/۷	۱۰/۲	۱۴/۰	۹/۵	۱۳/۳
۶۷/۱	۹/۷	۱۴/۷	۱۳/۴	۱۵/۳
۶۴/۷	۷/۱	۲۰/۸	۲۰/۶	۱۲/۱
۶۹/۴	۱۶/۷	۱۸/۱	۱۸/۰	۲۱/۰



۵ جمع‌بندی

اگرچه تجربه کشورهای دیگر و نظریه‌های اقتصادی نشان می‌دهند که افزایش نرخ بهره تأثیر مستقیم و قابل ملاحظه‌ای در کنترل تورم دارد، سیاست‌گذار پولی در ایران برای اعمال این چنین سیاست پولی انقباضی (در جهت کنترل تورم) همواره از این منظر تحت فشار بوده است که افزایش نرخ‌های سود بانکی می‌تواند اثر منفی در بخش تولیدی داشته باشد و یا حتی آن را وارد رکود کند. برای اینکه مشخص شود بار هزینه افزایش نرخ سود بانکی بر بنگاه‌های تولیدی چگونه بوده است، از داده‌های صورت‌های مالی ۴۰۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس و فرابورس در بازه ۱۳۹۰ تا فصل اول ۱۴۰۲ استفاده شده است.

براساس بررسی‌های آماری انجام‌شده، با ثابت نگه‌داشتن نرخ سود بانکی به‌رغم افزایش در تورم در بازه زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۱، روند نسبت هزینه مالی به هزینه عملیاتی کاهش یافته و از بالای ۷ درصد به زیر ۱/۵ درصد رسیده است (شکل ۳). در این بازه، سهم هزینه مالی از سود عملیاتی نیز از بالای ۲۵ درصد به زیر ۵ درصد رسیده است. البته در زمستان ۱۴۰۱، نرخ سود تسهیلات بانکی از ۱۸ درصد به ۲۳ درصد افزایش داشته است؛ اما افزایش نرخ سود بانکی در زمستان ۱۴۰۱ سهم هزینه مالی از سود عملیاتی را از ۵/۲ درصد در سال ۱۴۰۱ به ۶/۲ درصد افزایش داده است. در حالی که متوسط این نسبت از سال ۱۳۹۱ تا بهار ۱۴۰۲ حدود ۱۳/۵ درصد است و به‌رغم این افزایش نیز هنوز سهم هزینه مالی از سود عملیاتی شرکت‌ها بسیار پایین‌تر از روند بلندمدت است.

نکته قابل ملاحظه دیگر استفاده از تجربه سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۶ است که نرخ واقعی سود بانکی برخلاف دوره‌های قبلی و بعدی آن مثبت بوده است. بدیهی است که بار مالی نرخ سود تسهیلات در این دوره بیشتر از دوره‌های پیش و پس از آن بوده است و اگر بنا به بروز آثار منفی نرخ سود بالا بود، باید در عملکرد شرکت‌ها خود را نشان دهد. براساس آمار، سهم هزینه مالی به هزینه عملیاتی در بازه سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۶ از دوره پیش و پس از این دوره بیشتر است. بالابودن نسبت هزینه مالی در این دوره با کاهش رشد شرکت‌های با محدودیت مالی (وابسته‌تر به تسهیلات بانکی) همراه نبوده، بلکه رشد این شرکت‌ها از شرکت‌های دیگر نیز بیشتر بوده است (جدول ۱).

درجه وابستگی صنایع مختلف (با توجه ماهیت فرایندهای تولید آن‌ها) به تسهیلات بانکی متفاوت است و بدیهی است که افزایش نرخ سود تسهیلات بانکی به صنایع با وابستگی بیشتر، به تسهیلات بار مالی بیشتری وارد می‌کند. براساس بررسی داده‌های صورت‌های مالی چند سال اخیر، سه صنعت دارویی، لاستیک و پلاستیک، و ماشین‌آلات و تجهیزات (که البته در سال ۱۴۰۱ نسبت بدهی بالای ۶۰ درصدی داشته‌اند)، بیشترین وابستگی را به تسهیلات بانکی دارند و سهم بیشتری از سود عملیاتی خود را به سود تسهیلات اختصاص می‌دهند (جدول‌های ۲ و ۳).

اگرچه سیاست انقباضی پولی و افزایش نرخ‌های بانکی می‌تواند به‌صورت بالقوه آثار منفی در بخش حقیقی داشته باشد، این آثار منفی در شرایط مختلف متفاوت خواهد بود. با توجه به بررسی آماری و شواهد زیر از وضعیت بنگاه‌های تولیدی، می‌توان استدلال کرد که در شرایط فعلی این آثار منفی کم و قابل اغماض است:

اول، نرخ واقعی سود بانک‌ها در دوره‌های اخیر به‌شدت منفی بوده و افزایش نرخ سود بانکی در بازه نرخ واقعی سود منفی هزینه قابل ملاحظه‌ای بر بنگاه‌ها وارد نمی‌کند.

دوم، در حالی که سهم بانک‌ها از تأمین مالی بنگاه‌های تولیدی کاهش قابل توجهی نداشته است، سهم هزینه مالی از سود عملیاتی نسبت به سال ۱۳۹۵ به یک‌سوم این نسبت در سال ۱۳۹۵ و نصف میانگین بلندمدت کاهش داشته است (شکل ۶). سوم، براساس شواهد سال ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۶ که نرخ واقعی سود مثبت بوده، افزایش نرخ سود بانکی با کاهش رشد شرکت‌های وابسته به تسهیلات همراه نبوده است (جدول ۱) و می‌توان نسبت به آثار منفی افزایش نرخ سود بانکی در رشد تولید صنایع تشکیک ایجاد کرد.

علاوه بر شواهدی که در بالا برای کم‌عمق بودن آثار منفی سیاست افزایش نرخ سود بانکی آورده شد، به این نکته نیز باید اشاره کرد که پایین نگه‌داشتن نرخ سود بانکی (به‌رغم تورم‌های بالا) می‌تواند تقاضای کاذب برای تسهیلات بانکی را تشدید و دسترسی شرکت‌های تولیدی به تسهیلات را مختل کند. براساس آمار شرکت‌های بورسی (جدول ۱)، رشد تولید شرکت‌های با محدودیت مالی (که وابستگی بیشتری به تسهیلات بانکی داشتند) در مقایسه با سایر شرکت‌ها در دوره‌هایی که نرخ واقعی سود مثبت بوده، بهتر از دوره‌هایی است که نرخ واقعی سود تسهیلات بانکی منفی بوده است. این می‌تواند به دلیل کاهش تقاضای سفته‌بازی تسهیلات بانکی و افزایش دسترسی به تسهیلات بنگاه‌ها در دوران نرخ واقعی سود مثبت باشد. لذا برای تعیین یا هدایت نرخ سود بانکی از مجاری مختلف، باید ملاحظات مربوط به اختلال در تخصیص تسهیلات بانکی در شرایط نرخ واقعی منفی سود بانکی و کم‌اهمیت بودن بار هزینه مالی نرخ سود تسهیلات در شرایط فعلی لحاظ شود.



منابع و مأخذ

محمودزاده، ا.، نیلی، ف.، و نیلی، م. (۱۳۹۵). اندازه‌گیری محدودیت مالی بنگاه؛ تبیین نقش دوره گردش نقد. *دوفصلنامه علمی مطالعات و سیاست‌های اقتصادی*، ۳(۱)، ۷۵-۱۰۰.

Gray, M. S. T., & Karam, M. P. D. (2013). Monetary issues in the Middle East and North Africa region: A policy implementation handbook for central bankers. *International Monetary Fund*.

Mallick, S. K., & Sousa, R. M. (2012). Real effects of monetary policy in large emerging economies. *Macroeconomic Dynamics*, 16(S2), 190-212.

Kandil, M. (2014). On the effects of monetary policy shocks in developing countries. *Borsa Istanbul Review*, 14(2), 104-118.

Whited, T. M., & Wu, G. (2006). Financial constraints risk. *The review of financial studies*, 19(2), 531-559.

Uhlig, H. (2005). What are the effects of monetary policy on output? Results from an agnostic identification procedure. *Journal of Monetary Economics*, 52(2), 381-419.



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