

# ارزيابي اهداف، آثار و كيفيت اجراي سياست کنترل مقداري ترازنامه شبکه بانكي



انديشگه اقتصاد مقاومتي

گروه پول و بانک

شهریور ماه ۱۴۰۳

رهبر معظم انقلاب: علاج برون رفت از مشکلات کشور «اقتصاد مقاومتی» است.

## معرفی اندیشکده اقتصاد مقاومتی

اندیشکده اقتصاد مقاومتی یک کانون تفکر با مأموریت «تصمیم سازی برای حل مسائل کشور در راستای تحقق اقتصاد مقاومتی» است که در سال ۱۳۹۵ فعالیت رسمی خود را آغاز نمود.

شناسایی شبکه مسائل در هر حوزه موضوعی، طراحی راهکار برای حل مسائل احصاء شده و هم‌اندیشی جهت ارزیابی و تدقیق آن، بررسی تجربیات جهانی، طرح مباحث در فضای نخبگانی و رسانه‌ای و پیگیری راهکارهای ارائه شده از دستگاه‌ها و مسئولین مرتبط به منظور اتخاذ تصمیمات لازم، از جمله فعالیت‌هایی است که در اندیشکده انجام می‌شود.

علاقه‌مندان می‌توانند از طریق سایت [Mett.ir](http://Mett.ir) با اندیشکده اقتصاد مقاومتی در ارتباط باشند و نظرات، انتقادات و پیشنهادهای خود را در خصوص این گزارش و همچنین سایر فعالیت‌های اندیشکده، مطرح کنند.

## ارزیابی اهداف، آثار و کیفیت اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه

پول و بانک	گروه موضوعی:
کارشناسی	نوع گزارش:
۱۴۰۳۰۶۲۱۹	شناسه:
۱۴۰۳/۰۶/۳۱	تاریخ انتشار:
سید محمد نبی‌زاده	تهیه و تدوین:
محمد قائدامینی	همکاران:
سیدعباس عباسپور	مدیر مطالعه:
محمد مهدی یزدانی	ناظر علمی:
حسین درودیان،	
عباس دادجو توکلی،	اظهار نظر کنندگان:
مجید شاکری	

## خلاصه مدیریتی

افزایش قیمت‌ها و بی‌ثباتی آن در طول ۵ دهه اخیر به یکی از معضلات اقتصاد ایران تبدیل شده است، به گونه‌ای که در بسیاری از نظرسنجی‌ها تورم در صدر مهم‌ترین مشکلات و دغدغه‌های مردم قرار دارد. بنابراین مهار تورم، به خصوص تورم‌های بالا و شوک‌وار از جهت آثار سوئی که بر اقتصاد و جامعه دارد، همواره یکی از دغدغه‌های اصلی سیاستگذاران بوده است. با توجه به این گزاره مشهور که برای مهار تورم باید نقدینگی را مهار نمود، «کنترل رشد نقدینگی» به یکی از اهداف اصلی تمامی دولت‌ها تبدیل شده است. در سال‌های ابتدایی دولت یازدهم (سال‌های ۹۲ به بعد) تلاش بر این بود تا با عدم استقراض دولت از بانک مرکزی و کنترل پایه پولی، رشد نقدینگی مهار شود. اما پس از گذشت چندین سال، ناکارآمدی کنترل نقدینگی از طریق کنترل پایه پولی نمایان شد. با تکاملی که در ادبیات اقتصاد پولی صورت گرفت، سیاستگذار به این نتیجه رسید که برای کنترل رشد نقدینگی در اقتصاد ایران، باید به کنترل آن از سمت مصارف پردازد.

پس از تاکید رهبر انقلاب بر اهمیت و ضرورت مدیریت نقدینگی توسط کارگروهی فعال<sup>۱</sup>، کمیته نقدینگی بانک مرکزی شکل گرفت و سیاست کنترل ترازنامه جزو اولین خروجی‌های موثر این کمیته بود.<sup>۲</sup> پس از طرح ایده در کمیته نقدینگی و تصویب آن در شورای پول و اعتبار، سرانجام در ۱۹ آذر ۱۳۹۹ هیات عامل بانک مرکزی ضوابط ناظر بر کنترل مقداری دارایی‌های شبکه بانکی را تصویب و در ۳۰ آذر همان سال ابلاغ کرد. با توجه به ابهامات و موضوعات مطروحه از سوی شبکه بانکی، موضوع مجدداً توسط هیات عامل بانک مرکزی بررسی و نسخه تنقیح شده در ۲۷ اسفند ۱۳۹۹ به شبکه بانکی ابلاغ شد.<sup>۳</sup> طبق این ضوابط، سقف رشد ترازنامه در هر ماه برای بانک‌های تجاری ۲ درصد و بانک‌های تخصصی ۲.۵ درصد تعیین گردید. به طوری که اندازه ترازنامه یک بانک تجاری در طول سال، ۲۴ درصد و بانک تخصصی ۳۰ درصد افزایش یابد.

<sup>۱</sup> به نظر من مسئله‌ی بانک‌ها و بخصوص تکیه‌ی روی مسئله‌ی نقدینگی احتیاج دارد به یک کارگروه دانا، حسّاس، پُرکار، خطرپذیر و شجاع... یک کارگروه قویّ فعالّ شب‌وروزکار، معین بشوند فقط برای اینکه فکر کنند ببینند با مسئله‌ی بانک‌ها و با مسئله‌ی نقدینگی چه‌جوری بایستی برخورد کنند. (بیانات در دیدار اعضای هیئت دولت - ۲۴ تیر ۱۳۹۷)

<sup>۲</sup> کنترل ترازنامه دو تجربه‌ی اجرا شده در سال ۱۳۳۸ در کشور ایران و در سال ۱۹۹۴ تا ۲۰۱۸ در کشور چین دارد. ایران در سال ۱۳۳۸ و ۱۳۳۹ بعد از وقوع تورم بالا به پیشنهاد صندوق بین‌المللی پول در ایران اجرا شده است و چین نیز به علت اختلال در مکانیسم‌های انتقال بهره و مشکل سرمایه اجتماعی در سال ۱۹۹۴ کنترل ترازنامه را بجای هدف‌گذاری تورمی انتخاب کرده است.

<sup>۳</sup> <https://www.cbi.ir/page/21564.aspx>

برای کنترل رشد ترازنامه بانکها در این برنامه، کنترل سمت راست ترازنامه که شامل داراییهای بانک می‌شود هدف‌گذاری شد، چرا که یکی از علل اصلی افزایش نقدینگی، خلق پولی که در فرآیند رشد دارایی و اعطای تسهیلات به وجود می‌آید عنوان شده بود.

با این حال، این ضوابط اگرچه مصوب و ابلاغ شده بود اما به دلیل تغییرات در ریاست بانک مرکزی در ایام انتخابات سال ۱۴۰۰ جدی گرفته نشد. در نهایت، سیاست کنترل ترازنامه بعد از استقرار دولت سیزدهم و انتخاب رئیس کل جدید بانک مرکزی، در دستور کار حوزه نظارتی بانک مرکزی قرار گرفت و از نیمه دوم ۱۴۰۰ به صورت جدی اجرا شد.

در تاریخ ۲۵ مرداد ۱۴۰۱ بانک مرکزی در راستای متناسب سازی رشد ترازنامه بانکها و مؤسسات اعتباری با شاخصهای ثبات و سلامت، تصمیمات جدیدی گرفت. مطابق بخشنامه جدید، بانک مرکزی<sup>۴</sup> بر اساس شاخصهای خود سقف رشد ماهانه ترازنامه بانکها را در بازه ۱.۳۳ تا ۲.۵ درصد اعلام کرد. همچنین طبق این بخشنامه، بانک مرکزی سقف نرخ ذخیره قانونی برای بانکهای متخلف را از ۱۳ درصد به ۱۵ درصد افزایش داد تا جریمه عدم رعایت سقف رشد ماهانه ترازنامه، سنگین تر شود.

اکنون پس از گذشت ۳ سال از اجرای مهم‌ترین سیاست دولت در کنترل تورم، بررسی نظری و تجربی این سیاست و اثراتی که بر اقتصاد کلان ما گذاشته از اهمیت زیادی برخوردار است؛ چرا که در صورت عدم رفع نقایص، این سیاست نه تنها به اهداف خود نمی‌رسد بلکه ممکن است آثار زیان‌باری نیز بر جای بگذارد. ارزیابی این سیاست در دو سطح انجام می‌شود؛ سطح اول مربوط به سنجش میزان موفقیت این سیاست در دستیابی به اهداف خود است (اهدافی که طراحان و سیاستگذاران متصور بودند) و سطح دوم ارزیابی مربوط به اثرات این سیاست بر متغیرهای اسمی و حقیقی اقتصاد است. پژوهش حاضر از طریق مصاحبه با طراحان این سیاست، کارشناسان اقتصادی و همچنین تحلیل داده‌های اقتصاد کلان به دنبال پاسخ به این سوال است که سیاست کنترل مقداری ترازنامه در نهایت چه هزینه‌ها و منافع را برای اقتصاد کشور پدید آورده است؟ پاسخ به این سوال می‌تواند آینده کنترل ترازنامه را روشن‌تر و اقدامات لازم برای اصلاح و تکمیل آن را شفاف‌تر کند.

اولین و نزدیک‌ترین هدف این سیاست، کنترل رشد نقدینگی بوده است. با اجرای این سیاست، رشد نقدینگی از سطوح بالای ۴۰ درصد در نیمه دوم سال ۱۴۰۰ به سطوح زیر ۳۰ درصد در بهار ۱۴۰۲ رسید. این روند

<sup>4</sup> <https://cbi.ir/showitem/24065.aspx>

کاهنده رشد نقدینگی در اسفند ماه ۱۴۰۲ به ۲۵.۶ درصد رسید که می‌توان عملکرد سیاستگذار در این بخش را موفق ارزیابی کرد.<sup>۵</sup> از طرف دیگر علی‌رغم کنترل مستقیم نقدینگی، سیاستگذار همزمان سیاست انقباضی شدیدی را در پایه پولی نیز اعمال نمود که نتیجه آن کاهش ذخایر مازاد شبکه بانکی، رشد اضافه برداشت برخی از بانک‌ها و در نهایت افزایش نرخ بهره بین بانکی شد.

اگرچه کاهش ذخایر مازاد و افزایش نرخ‌های بهره به دنبال اجرای یک سیاست انقباضی، امری طبیعی است اما بانک مرکزی از طریق کنش فعالانه در لایه پایه پولی می‌تواند علاوه بر جلوگیری از اضافه برداشت اجباری شبکه بانکی (و به تبع جلوگیری از رشدهای شدید نرخ بهره)، طرح‌های پیشران اقتصاد را نیز تامین مالی کند. هر چند طراحان اولیه سیاست، ناظر به این موضوع مبحث «بند پیشران» را در نسخه اولیه سیاست تعبیه نمودند (و این بند به تصویب شورای پول و اعتبار نیز رسید)، اما مقامات پولی تاکنون نسبت به اجرای این بند اقدامی انجام نداده‌اند. اگرچه شاید بتوان یک علت این امر را عدم جمع‌بندی دولت در خصوص طرح‌های پیشران دانست، اما یقیناً علت اصلی، وجود تابویی در بانک مرکزی نسبت به رشد پایه پولی (متأثر از نظریه ضریب فزاینده) است؛ بدین معنا که هرگونه رشد پایه پولی مذموم تلقی می‌گردد و باید از آن جلوگیری کرد. نتیجه این امر تجربه شده، رشد منفعلانه پایه پولی از طریق اضافه برداشت شد، به گونه‌ای که نرخ رشد پایه پولی که از تیرماه ۱۴۰۰ روند کاهشی به خود گرفته بود، از مرداد ۱۴۰۱ افزایشی شد و از ۲۶.۲ درصد در تیر ۱۴۰۱ به ۴۱.۱ درصد در تیر ۱۴۰۲ رسید؛ هر چند که در نیمه دوم ۱۴۰۲ روند کاهشی پایه پولی از محل کاهش دارایی‌های خارجی بانک مرکزی شروع شد و در نهایت در اسفند ۱۴۰۲ به رقم ۲۸.۱ درصد رسید. بنابراین عملکرد سیاستگذار در این بخش، تکرار خطاهای گذشته است و موفق ارزیابی نمی‌شود.

در رابطه با مهم‌ترین هدف یعنی تأثیر این سیاست بر تورم اختلاف نگاه‌های زیادی وجود دارد، چرا که تورم برون‌داد متغیرهای زیادی در اقتصاد است و سنجش تأثیر یک متغیر کار آسانی نیست. اگرچه انتظار برخی از افراد موثر در سیاستگذاری پولی بر این بود که با یک وقفه‌ای حدوداً ۹ ماهه، کاهش رشد نقدینگی خود را در کاهش قابل ملاحظه تورم نشان می‌دهد، اما آمارها بیانگر عدم تغییر محسوس در نرخ تورم است. به گونه‌ای که نرخ تورم حدود ۴۲ درصدی در ابتدای اجرای این سیاست اگرچه در بازه‌هایی به سطوح زیر ۴۰ درصد رسید (۳۹.۲ درصد در مهر ۱۴۰۲) اما نهایتاً در ماه‌های پایانی سال ۱۴۰۲ مجدداً به سطوح بالای ۴۰ درصد بازگشت. بنابراین اگرچه اصل این سیاست برای جلوگیری از چرخه تشدید شونده تورم-نقدینگی امری ضروری

<sup>۵</sup> هر چند نباید کنترل رشد نقدینگی را به تنهایی معیار ارزیابی سیاستگذار قرار داد؛ چرا که این متغیر میانی، خود به دنبال تحقق اهدافی دیگر است.



بود، اما دل بستن بیش از حد به آن به عنوان سیاستی که قرار است نرخ تورم را به شدت کاهش دهد، امری خطاست که سیاستگذار در نقطه کنونی به آن مبتلا شده است. نشانه آن نیز صحبت‌های مسئولان ذی‌ربط است که هر گاه سوال و صحبت از کاهش تورم می‌شود، صرفاً به تحت کنترل بودن نقدینگی اشاره می‌کنند. با این حال لازم است تاکید شود که برای کنترل تورم در ایران با توجه به ماهیت آن، سیاستگذار نیازمند مجموعه اقدامات دیگریست که بیان آن در این مقال نمی‌گنجد.

اما به عنوان یکی از مهم‌ترین اثرات این سیاست باید به برون‌رانی‌های اتفاق افتاده اشاره نمود. طبیعی بود که پس از اجرای یک سیاست انقباضی پولی، قدرت بانک‌ها برای اعطای تسهیلات کاهش پیدا کند و محدود شود؛ اما این مسأله که «در این فرآیند، چه کسانی از دریافت وام و تسهیلات محروم خواهند شد» اهمیت بالایی می‌یابد. نکته‌ای که رهبر معظم انقلاب نیز در دیدار خود با تولیدکنندگان و فعالان اقتصادی بدان اشاره فرمودند.<sup>۶</sup> بررسی‌های اولیه این پژوهش بیانگر آن است که در فضایی که برخی از شرکت‌ها در تنگناهای اعتباری برای تامین سرمایه در گردش خود هستند، سهم برخی دیگر از شرکت‌ها به شدت افزایش یافته، به گونه‌ای که هیچ تناسبی با رشد میانگین تسهیلات بانکی ندارد.

این افزایش غیرمتعارف عمدتاً مربوط به تسهیلات دریافتی دولت و شرکت‌های دولتی، شرکت‌های مرتبط با بانک‌ها و شرکت‌های بزرگی هستند که سپرده‌گذار کلان نزد بانک نیز محسوب می‌شوند. این در حالیست که انتظار می‌رود شرکت‌های مختلف پس از دریافت تسهیلات -هم برای ایجاد و توسعه و هم برای سرمایه در گردش- به مرور زمان اتکای خود به تسهیلات را کم کرده و منابع داخلی را جایگزین آن نمایند و پس از دوره بلوغ نیز تا حد بسیار زیادی از وابستگی خود به تسهیلات بکاهند تا فرصت استفاده از تسهیلات برای سایر شرکت‌های تازه تاسیس نیز فراهم شود. همچنین در شرایط جهش‌های ارزی، انتظار می‌رود شرکت‌هایی که ورودی و هزینه‌هایشان ریالی است ولی درآمد ارزی دارند، کمترین مشکل را از ناحیه سرمایه در گردش پیدا کنند و بنابراین کمترین نیاز را به سرمایه در گردش داشته باشند. درحالی که بررسی‌ها نشان می‌دهد حجم

<sup>۶</sup> «وقتی که ما در این زمینه به سیاست‌های انقباضی رومی‌آوریم، طبیعتاً منابعی که بانک‌ها در اختیار فعالان اقتصادی می‌گذارند محدود می‌شود. بانک مرکزی باید جوری مدیریت کنند کار را، این جور نباشد که حالا شرکت‌های دولتی بیایند همین سهم محدود منابعی را که بناست بانک‌ها بدهند، شرکت‌های دولتی بردارند ببرند، یا شرکت‌های خاص بردارند ببرند، شرکت‌هایی که افرادش زنگ‌ترند، دست و پا دارترند، ارتباطات بیشتری دارند. این جور نباشد. این مدیریت لازم دارد. یک مدیریت، یعنی رعایت عدالت به معنای واقعی کلمه اینجا لازم است.» (بیانات در دیدار تولیدکنندگان و فعالان اقتصادی؛ ۱۰ بهمن ۱۴۰۲)

بالایی از تسهیلات بانکی را شرکت‌هایی دریافت می‌کنند که درآمد ارزی دارند؛ برخی از آن‌ها نیز در طی دوره جهش ارزی، رشد ۱۰۰ و ۲۰۰ درصدی در تسهیلاتشان نیز داشته‌اند که جزئیات آن در گزارش ذکر شده است.

همچنین بررسی رشد ۲۴ درصدی تسهیلات ازدواج به عنوان نماینده تسهیلات خرد در مقایسه با رشد ۳۵.۲ درصدی کل تسهیلات در سال ۱۴۰۱ و رشد نقطه به نقطه ۵۵ درصدی مانده تسهیلات کلان در اسفند ۱۴۰۲ (در مقایسه با رشد ۲۶ درصدی مانده مجموع تسهیلات در این زمان) به معنای افزایش سهم تسهیلات کلان و کاهش سهم تسهیلات خرد، افزایش صفاها و افزایش بیشتر فشار اقتصادی بر توده مردم است که نارضایتی ناشی از آن می‌تواند در بلندمدت، سیاست کنترل ترازنامه را با چالش همراه کند. همچنین در مورد شرکت‌هایی که از تامین مالی بانکی بیرون رانده شده‌اند باید تمهیداتی اندیشه شود تا بتوانند با نرخ‌هایی متناسب با بازده بخش حقیقی، سرمایه در گردش یا منابع مالی مورد نیاز برای ایجاد و توسعه خود را تامین کنند. بنابراین در ارزیابی اثر سیاست کنترل ترازنامه بر برون‌رانی و مدیریت عوارض آن، سیاستگذار نمره قابل قبولی کسب نمی‌کند.

به عنوان آخرین نکته باید گفت که این پژوهش درصدد تبیین سیاست کنترل ترازنامه و ارزیابی اثرات آن بر اقتصاد ایران بوده و بنایی بر ورود تفصیلی به راهکارهای اصلاحی نداشته است، اما راهبردهایی در ادامه بیان می‌شود که سیاستگذار می‌تواند جهت اصلاح و تکمیل این سیاست یا مدیریت عوارض آن اتخاذ نماید:<sup>۷</sup>

**۱) اجرای بند پیشران:** بانک مرکزی در قالب بند پیشران متناسب با میزان رشد نقدینگی هدف‌گذاری شده و رشد پایه پولی متناظر با آن، خطوط اعتباری به طرح‌های پیشران تولید تخصیص دهد. با این کار بانک مرکزی هم می‌تواند با ایفای نقشی فعالانه بر صندلی «هدایت اعتبار» بنشیند و نقش حکمرانی پولی خود را در هدایت تسهیلات و اعتبارات به سمت پروژه‌های بخش حقیقی اقتصاد ایفا کند و هم از افزایش اضافه‌برداشت و نرخ‌های بهره جلوگیری نماید. این کار به دلایل مختلف ضروری است از جمله:

✓ زمانی که مانده نقدینگی با نرخ ۲۵ درصد در حال رشد است، طبق هرم پولی، بانک‌ها برای پرداخت سپرده قانونی بانک مرکزی و سایر تسویه‌های مربوط به ذخایر خود، حداقل نیاز به همین میزان رشد در محل پایه پولی نیز دارد؛ یعنی به عبارت دیگر رشد در پایه پولی لاجرم اتفاق خواهد افتاد.

<sup>۷</sup> در گزارش‌های پیش‌رو با تفصیل بیشتری به این راهبردها پرداخته خواهد شد.

✓ اجرای بند پیشران و انتشار فعالانه پایه پولی منجر به شکستن نرخ بهره در بازار بین بانکی می‌شود که به نوبه‌ی خود هزینه‌های بانک و زیان انباشته را کاهش می‌دهد و با تسهیل تسویه از طریق بازار بین بانکی از اضافه برداشت جلوگیری می‌کند.

✓ انتشار فعالانه پایه پولی جهت تامین مالی پروژه‌های پیشران با جلوگیری از رشد اضافه برداشت ناشی از کسری ذخایر در شبکه بانکی، از انبساط زیاد پایه پولی نیز جلوگیری می‌کند؛ به عنوان مثال با دادن خط اعتباری ۱۰۰ همتی به یک بانک با نرخ ۲۰ درصد، ۱۲۰ همت پایه پولی منبسط می‌شود اما همین موضوع اگر از مجرای اضافه برداشت اتفاق بیافتد تبدیل به ۱۳۴ همت خواهد شد که به دلیل نرخ ۳۴ درصدی اضافه برداشت است.

✓ این اتفاق حتی منجر به افزایش نسبت ذخیره مازاد به ذخیره قانونی خواهد شد که ریسک سیستماتیک شبکه بانکی را کاهش خواهد داد.

(۲) **اصلاح الگوی تعیین حدود رشد ترازنامه:** هر چند در نسخه‌های بعدی بخشنامه کنترل ترازنامه، بجای اعمال یک قاعده برای تمامی بانک‌ها، حد کنترل ترازنامه به شاخص‌های گملز (CAMELS) متصل شد و از این جهت یک گام رو به جلو بود، اما به دلایلی که در این مقال نمی‌گنجد، این شاخص‌ها دارای ایراداتی هستند؛ بنابراین لازم است متناسب با اهدافی از جمله تشویق بانک‌ها به هدایت اعتبارات به سمت اهداف سیاستگذار، شاخص‌هایی برای تعیین حد رشد ترازنامه بانک‌ها طراحی نمود. از جمله موارد قابل پیشنهاد می‌توان به پیاده‌سازی «الزامات ذخیره‌ای مبتنی بر دارایی (ABRR)» اشاره نمود.<sup>۸</sup>

(۳) **کنش فعالانه بانک مرکزی در ارتقاء کیفی تسهیلات:** در حال حاضر بانک مرکزی صرفاً حد رشد کمی ترازنامه را تعیین می‌کند و بانک‌ها با توجه به عوامل مختلف به تخصیص تسهیلات مبادرت می‌ورزند. با توجه به اینکه سیاستگذار به صورت همزمان هم نرخ و هم مقدار را هدفگذاری و محدود کرده است، برای تسهیلات صف تقاضا شکل گرفته که دسترسی به تسهیلات را به نوعی رانت تبدیل کرده است. بانک‌ها نیز تلاش دارند تا این رانت به شرکت‌های زیرمجموعه یا وابسته و یا مشتریان بلندمدت بانک برسد که این شیوه تخصیص لزوماً منطبق با برنامه رشد اقتصادی، کارآیی یا نیاز شرکت‌ها به تسهیلات نیست. لذا لازم است بانک مرکزی متناسب با اهداف توسعه صنعتی کشور، برنامه هفتم پیشرفت و یا معیارهای منفعت اجتماعی، تشویق‌ها و تنبیه‌هایی برای اعطا/عدم اعطای تسهیلات به مقاصد تعیین شده در نظر بگیرد.

<sup>8</sup> Asset-Based - Reserve Requirements



۴) اصلاح آیین‌نامه سرمایه در گردش: ضروری است بانک مرکزی از طریق بازنگری در دستورالعمل تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی کوچک و متوسط (۱۴۰۱) و سایر دستورالعمل‌های مرتبط، قاعده اعطای تسهیلات سرمایه در گردش را از «طول دوره فروش» به «یک دوره تولید» تغییر دهد تا شرکت‌ها صرفاً به اندازه نیاز طول دوره تولیدشان تسهیلات بگیرند. براساس قاعده کنونی برخی از شرکت‌ها ترجیح می‌دهند تا تمام سهمیه سالانه تسهیلاتی خود را دریافت و آن را صرف افزایش موجودی انبار خود کنند.

۵) تسهیل تأمین مالی از طریق ابزارهای زیر خط: با تسهیل تأمین مالی از طریق ابزارهای زیرخط مانند اوراق گام، ال سی داخلی، برات الکترونیک و... که در صورت عدم نکول تأثیری بر رشد نقدینگی ندارند، می‌توان بخشی از نیاز سرمایه در گردش را پوشش داد و از فشارها کاست. سال‌هاست که صحبت استفاده از این ابزارها شنیده می‌شود اما به دلایل مختلف استفاده از این ابزارها به میزان مطلوبی گسترش نیافته است. لازم است تا یک بازنگری اساسی در خصوص استفاده از این ابزارها شکل بگیرد.

۶) وضع مالیات بر سود سپرده اشخاص حقوقی: در فضایی که دسترسی به اعتبارات برای بنگاه‌ها و شرکت‌های کوچک و متوسط سخت شده است، برخی از شرکت‌های بزرگ یا شرکت‌های وابسته به بانک‌ها که از جمله سپرده‌گذاران کلان بانکی نیز هستند، حجم زیادی از تسهیلات کلان را به خودشان اختصاص داده‌اند. لذا جهت تأمین سرمایه در گردش برخی از بنگاه‌ها بدون نیاز به خلق نقدینگی جدید، پیشنهاد می‌شود تا از طریق وضع مالیات بر سود سپرده این اشخاص حقوقی و همچنین ایجاد هزینه در دریافت تسهیلات کلان، این‌گونه شرکت‌ها را به سمت استفاده از سپرده‌های بلندمدت بانکی خود سوق داده تا ظرفیت تسهیلات ایجاد شده به سایر شرکت‌های تولیدی برسد. البته نباید فراموش کرد که «حکمرانی ریال و وضع قوانین تنظیم‌گر» برای جلوگیری از سفته‌بازی در بازارهای دارایی به عنوان پیش‌زمینه اجرای این سیاست ضروری است.

۷) تسهیل روند اعطای تسهیلات خرد: بانک مرکزی باید برای حد مشخصی از اعطای تسهیلات خرد برنامه لازم را داشته باشد و اینگونه نباشد که آخرین تسهیلاتی افراد در صف تسهیلات، مشتریان تسهیلات خرد باشد. تسهیل بانک مرکزی در روند اعطای تسهیلات خرد، در حکم حفاظت از شیشه عمر سیاست‌های پولی و تداوم حیات سیاست کنترل ترازنامه است. فشارهای اجتماعی می‌تواند منتج به فشارهای سیاسی و فشارهای سیاسی می‌تواند منجر به تغییر سیاست‌های اقتصادی شود. در مورد تسهیلات خرد نیز این مهم پابرجاست؛ اگر روند اعطای تسهیلات خرد مصرفی و تجاری مردم تسهیل نشود، به بودجه خانوار فشار زیادی وارد خواهد شد. مردم نیز از مجراهای گوناگون -مانند نمایندگان

مجلس - اعتراض خود را به گوش سیاستمداران خواهند رساند و در جهت تغییر تصمیم و رویکرد سیاست‌گذار عمل خواهند کرد. در این زمینه نیز فشار بر تسهیلات خرد -مانند تسهیلات ازدواج- در نهایت باعث خواهد شد که با فشار مقامات سیاسی به مقامات پولی، ابتدا تسهیلات ازدواج از شمول کنترل ترازنامه خارج شود و در ادامه فتح بابی شود برای استثنا کردن سایر موارد. لذا برای جلوگیری از این امر، بانک مرکزی باید با مشوق‌هایی از جمله لحاظ کردن تسهیلات ازدواج در معیار تعیین حدود اعتباری ماهانه بانک‌ها، اعطای خط اعتباری به بانک‌های سالم معادل درصدی از تسهیلات ازدواج پرداخت شده در هر فصل، نظارت شدیدتر بر بانک‌ها و تنبیه بانک‌های متخلف و... این فرآیند را تسهیل نماید.

۸) تسهیل تأمین مالی خارج از شبکه بانکی: کنترل مقداری ترازنامه اگر تمام راهبردهای اصلاحی گفته شده را هم با خود به همراه داشته باشد، باز هم باعث برون‌رانی عده‌ای از تسهیلات‌گیرندگان از سبد تسهیلات‌دهی می‌شود؛ لذا لازم است تأمین مالی خارج از شبکه بانکی برای این مشتریان متقاضی تسهیلات برون‌رانی شده تسهیل شود. امروزه تأمین مالی از طریق بازار سرمایه بسیار پرهزینه‌تر، کم سرعت‌تر و با قواعد سخت‌گیرانه‌تر اعمال می‌شود که بایست بین این بازار و شبکه بانکی تناسبی اتفاق بیافتد تا بار تأمین مالی بر روی دوش هر دو تقسیم شود. شرکت‌های کوچک و متوسط معمولاً دارای انباشت سرمایه، جریان نقدی و حاشیه سود بالایی نیستند تا بتوانند از بازار سرمایه تأمین مالی کنند؛ این راهبرد نیاز به بحث و بررسی بسیار زیادی دارد. «قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها» زمینه خوبی برای تحقق این امر فراهم کرده است.

## فهرست مطالب

مقدمه.....	۱۳
فصل ۱. سیاست کنترل ترازنامه چیست و چگونه در ایران شکل گرفت؟.....	۱۴
۱-۱- ظهور سیاست کنترل مقدراری رشد ترازنامه شبکه بانکی .....	۱۴
۲-۱- مبنای نظری سیاست کنترل ترازنامه .....	۱۵
۳-۱- تجارب اجرای سیاست کنترل ترازنامه .....	۱۶
۱-۳-۱- تجربه اجرای سیاست کنترل ترازنامه در ایران .....	۱۶
۲-۳-۱- تجربه اجرای سیاست کنترل ترازنامه در چین .....	۱۷
۴-۱- اهداف و ضوابط اجرایی سیاست کنترل ترازنامه .....	۱۸
۱-۴-۱- ضوابط اجرایی سیاست کنترل ترازنامه .....	۲۰
۵-۱- نحوه اجرای سیاست کنترل ترازنامه .....	۲۰
فصل ۲. ارزیابی آثار و کیفیت اجرای سیاست.....	۲۲
۱-۲- اثرات سیاست بر رشد نقدینگی .....	۲۲
۲-۲- اثرات سیاست بر رشد پایه پولی .....	۲۳
۳-۲- اثرات سیاست بر نرخ بهره .....	۲۴
۴-۲- اثرات سیاست بر تورم .....	۲۵
۵-۲- اثرات سیاست بر تسهیلات‌دهی شبکه بانکی .....	۲۷
۱-۵-۲- تسهیلات به دولت .....	۲۸
۲-۵-۲- تسهیلات به شرکت‌های دولتی .....	۲۹
۳-۵-۲- تسهیلات کلان .....	۳۰
۴-۵-۲- تسهیلات غیر کلان .....	۳۲
۵-۵-۲- تسهیلات امهالی .....	۳۳
۶-۲- اثرات سیاست بر تأمین مالی (برون‌رانی بخش تولیدی) .....	۳۴
۱-۶-۲- اثرات سیاست بر تأمین مالی ۴ صنعت منتخب .....	۳۶
۲-۶-۲- اثرات بر تأمین مالی بنگاه‌های بزرگ‌مقیاس و کوچک‌مقیاس .....	۳۷
۳-۶-۲- اثرات بر تأمین مالی بنگاه‌های سپرده‌گذار در شبکه بانکی .....	۴۱
۴-۶-۲- اثرات بر تأمین مالی شرکت‌های منتخب .....	۴۳
فصل ۳. الگوی مطلوب توزیع تسهیلات در شرایط محدودیت‌های اعتباری .....	۴۶
۱-۳- الگوی مطلوب توزیع تسهیلات .....	۴۶

۴۹.....	۲-۳- الگوی مطلوب توزیع تسهیلات در حالت شوک ارزی
۵۰.....	۳-۳- مقایسه چرخه بازگشت وجوه ایران با سایر کشورها
۵۲.....	فصل ۴. راهبردهای اصلاحی سیاست کنترل ترازنامه
۵۲.....	۱-۴- اصلاح قوانین مالیاتی
۵۲.....	۴-۱-۱- مالیات بر سود سپرده اشخاص حقوقی
۵۲.....	۴-۱-۲- خروج سود تسهیلات از هزینه‌های قابل قبول مالیاتی
۵۳.....	۴-۱-۳- مالیات بر سود تقسیمی شرکت‌ها
۵۳.....	۴-۲- اصلاح آئین‌نامه سرمایه در گردش
۵۳.....	۴-۳- اجرای بند پیشران
۵۴.....	۴-۴- اصلاح مدل تعیین حدود رشد ترازنامه
۵۵.....	۴-۵- تسهیل روند اعطای تسهیلات خرد
۵۵.....	۴-۶- تسهیل تأمین مالی با استفاده ابزارهای زیرخط
۵۵.....	۴-۷- تسهیل تأمین مالی خارج از شبکه بانکی
۵۶.....	منابع و مأخذ

## فهرست جداول

۲۰.....	جدول ۱. بخشنامه‌های ابلاغی بانک مرکزی در مورد کنترل ترازنامه
۳۳.....	جدول ۲. تغییرات مانده تسهیلات قرض‌الحسنه طی سالیان مختلف
۳۷.....	جدول ۳. رشد و مانده تسهیلات سرفصل‌های مختلف در سال ۱۴۰۱ و ۱۴۰۲ (ارقام مانده به هزار میلیارد تومان)
۳۸.....	جدول ۴. فهرست شرکت‌های بررسی‌شده
۳۹.....	جدول ۵. ترازنامه منتخب مجموع شرکت‌های بزرگ مقیاس (ارقام بر حسب میلیارد تومان)
۳۹.....	جدول ۶. ترازنامه منتخب شرکت‌های بزرگ مقیاس (ارقام بر حسب میلیارد تومان)
۴۰.....	جدول ۷. ترازنامه منتخب مجموع شرکت‌های کوچک مقیاس (ارقام بر حسب میلیارد تومان)
۴۰.....	جدول ۸. ترازنامه منتخب شرکت‌های کوچک مقیاس (ارقام به میلیارد تومان)
۴۵.....	جدول ۹. رشد و مانده تسهیلات هشت شرکت منتخب در سال ۱۴۰۱ و ۱۴۰۲ (ارقام مانده به میلیارد تومان)
۴۷.....	جدول ۱۰. منطق توزیع تسهیلات براساس هدف دریافت و دوره دریافت
۴۹.....	جدول ۱۱. اولویت دریافت تسهیلات شرکت‌ها بر اساس نوع نهاد و محصول
۵۰.....	جدول ۱۲. چرخه بازگشت وجوه (روز)

## فهرست نمودارها

- نمودار ۱. نرخ تورم و رشد نقدینگی کشور چین..... ۱۸
- نمودار ۲. رشد نقطه‌به‌نقطه نقدینگی..... ۲۲
- نمودار ۳. رشد نقطه‌به‌نقطه پایه پولی..... ۲۴
- نمودار ۴. نرخ بهره بازار بین بانکی..... ۲۵
- نمودار ۵. نرخ تورم نقطه‌به‌نقطه..... ۲۶
- نمودار ۶. نرخ تورم سالانه..... ۲۶
- نمودار ۷. رشد نقطه‌به‌نقطه مانده مطالبات شبکه بانکی از دولت..... ۲۸
- نمودار ۸. خالص مانده مطالبات شبکه بانکی از دولت (اعداد برحسب هزار میلیارد ریال)..... ۲۹
- نمودار ۹. رشد نقطه‌به‌نقطه مطالبات شبکه بانکی از شرکت‌های دولتی..... ۳۰
- نمودار ۱۰. مانده مطالبات شبکه بانکی از شرکت‌های دولتی (اعداد برحسب هزار میلیارد تومان)..... ۳۰
- نمودار ۱۱. مجموع مانده تسهیلات و تعهدات کلان جاری (ارقام به هزار میلیارد تومان)..... ۳۱
- نمودار ۱۲. نسبت تسهیلات امهالی به مجموع تسهیلات..... ۳۴
- نمودار ۱۳. مانده سپرده و تسهیلات در انتهای سال ۱۴۰۱ (ارقام به ه م ت)..... ۴۳
- نمودار ۱۴. مانده سپرده و تسهیلات در انتهای سال ۱۴۰۲ (ارقام به ه م ت)..... ۴۳
- نمودار ۱۵. واردات کشور به تفکیک کالاهای واسطه‌ای، سرمایه‌ای و مصرفی از سال ۱۳۸۷ الی ۱۴۰۲..... ۴۸
- نمودار ۱۶. نسبت واردات انواع کالا در سال ۱۴۰۲ به تفکیک نوع کالا..... ۴۸
- نمودار ۱۷. چرخه بازگشت وجوه کشورهای منطقه و غرب آسیا (۲۰۱۸ الی ۲۰۲۲)..... ۵۱

## مقدمه

پس از تاکید رهبر انقلاب بر اهمیت و ضرورت مدیریت نقدینگی توسط کارگروهی فعال<sup>۹</sup>، کمیته نقدینگی بانک مرکزی شکل گرفت و سیاست کنترل ترازنامه جزو اولین خروجی‌های موثر این کمیته بود.<sup>۱۰</sup> پس از طرح ایده در کمیته نقدینگی و تصویب آن در شورای پول و اعتبار، سرانجام بانک مرکزی در ۲۷ اسفند ۱۳۹۹ ضوابط ناظر بر کنترل مقداری دارایی‌های شبکه بانکی را ابلاغ کرد.<sup>۱۱</sup> طبق این ضوابط، سقف رشد ترازنامه بانک‌های تجاری در هر ماه ۲ درصد و بانک‌های تخصصی ۲.۵ درصد تعیین شد. به طوری که اندازه ترازنامه و به تبع آن دارایی‌های یک بانک تجاری در طول سال، ۲۴ درصد و بانک تخصصی ۳۰ درصد افزایش یابد. برای کنترل رشد ترازنامه بانک‌ها در این برنامه، کنترل سمت راست ترازنامه که شامل دارایی‌های بانک می‌شود، هدف‌گذاری شد؛ زیرا خلق پولی که در فرآیند رشد دارایی و اعطای تسهیلات به وجود می‌آید، یکی از علل اصلی افزایش نقدینگی عنوان شده است. این ضوابط با توجه به تغییرات در ریاست بانک مرکزی در ایام انتخابات سال ۱۴۰۰ مسکوت ماند تا در نهایت بعد از استقرار دولت سیزدهم و انتخاب رئیس کل وقت بانک مرکزی در دستور کار حوزه نظارتی بانک مرکزی قرار گرفت و از آبان ۱۴۰۰ رسماً اجرا شد.

اکنون پس از گذشت ۳ سال از اجرای مهم‌ترین سیاست دولت در کنترل تورم، بررسی نظری و تجربی این سیاست و اثرات آن بر فضای اقتصاد کلان کشور از اهمیت زیادی برخوردار است؛ چرا که در صورت عدم رفع نقایص، این سیاست نه تنها به اهداف خود نمی‌رسد بلکه ممکن است آثار زیان‌باری نیز بر جای بگذارد. بنابراین وقت آن رسیده است که سیاست کنترل ترازنامه به طور دقیق ارزیابی شود. پژوهش حاضر از طریق مصاحبه با طراحان این سیاست، کارشناسان اقتصادی و همچنین تحلیل داده‌های اقتصاد کلان به دنبال پاسخ به این سوال است که سیاست کنترل مقداری ترازنامه چه اثراتی بر متغیرهای اسمی و حقیقی اقتصاد داشته است و در نهایت چه هزینه‌ها و منافع را برای اقتصاد کشور پدید آورده است؟ پاسخ به این سوال می‌تواند آینده کنترل ترازنامه را روشن‌تر و اقدامات لازم برای اصلاح و تکمیل آن را شفاف‌تر کند.

<sup>۹</sup> به نظر من مسئله‌ی بانک‌ها و بخصوص تکیه‌ی روی مسئله‌ی نقدینگی احتیاج دارد به یک کارگروه دانا، حساس، پُرکار، خطرپذیر و شجاع... یک کارگروه قوی فعال شنبوروز کار، معین بشوند فقط برای اینکه فکر کنند ببینند با مسئله‌ی بانک‌ها و با مسئله‌ی نقدینگی چه جوری بایستی برخورد کنند. (بیانات در دیدار اعضای هیئت دولت - ۲۴ تیر ۱۳۹۷)

<sup>۱۰</sup> کنترل ترازنامه دو تجربه‌ی اجرا شده در سال ۱۳۳۸ در کشور ایران و در سال ۱۹۹۴ تا ۲۰۱۸ در کشور چین دارد. ایران در سال ۱۳۳۸ و ۱۳۳۹ بعد از وقوع تورم بالا به پیشنهاد صندوق بین‌المللی پول این سیاست را اجرا کرد و چین نیز به علت اختلال در مکانیسم‌های انتقال بهره و مشکل سرمایه اجتماعی در سال ۱۹۹۴ کنترل ترازنامه را بجای هدف‌گذاری تورمی انتخاب کرده است.

<sup>۱۱</sup> <https://www.cbi.ir/page/21564.aspx>

## فصل ۱. سیاست کنترل ترازنامه چیست و چگونه در ایران شکل گرفت؟

کشورهای مختلف دنیا در راستای مدیریت نظام پولی و بانکی خود تصمیماتی را تحت عنوان سیاست پولی اتخاذ می‌کنند. سیاست‌های پولی به دنبال نیل به اهدافی مشخص از جمله ایجاد ثبات اقتصادی، افزایش رشد اقتصادی، مهار تورم و... هستند که به تناسب درجه اهمیت اهداف برای سیاست‌گذار، می‌توانند شکل متفاوتی به خود بگیرد. این سیاست‌ها را می‌توان در دو دسته تقسیم‌بندی کرد؛ سیاست پولی غیرمستقیم و سیاست پولی مستقیم. سیاست پولی غیرمستقیم، سیاست‌گذاری بازارمحور و از طریق تغییر در نرخ بهره است در حالی که سیاست پولی مستقیم با رویکردی مقداری و کنترل مستقیم کل‌های پولی از جمله پایه پولی و نقدینگی اهداف خود را پیگیری می‌کند.<sup>۱۲</sup>

در کشور ایران به دنبال افزایش قیمت‌ها و بی‌ثباتی آن‌ها در دهه‌های مختلف همواره سیاست‌گذار به دنبال تدبیر سیاست پولی موثر جهت مقابله با این معضلات بوده است. این دغدغه در دهه ۹۰ با وضع تحریم‌ها علیه ایران و اجرای سیاست‌های شوک‌درمانی، شدت گرفت؛ جهش‌های شدید قیمتی و بی‌ثباتی‌های پر دامنه و پرتعداد، ثبات قیمتی و مهار تورم را به صدر اهداف اولویت‌دار سیاست‌گذاری اقتصادی در کشور رساند. در طول دهه ۹۰ تلاش‌های مختلفی برای مهار تورم انجام شد که به دلایل مختلف با شکست مواجه شدند؛ به عنوان مثال در سال ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ بانک مرکزی تلاش کرد تا با کنترل حجم پایه پولی، رشد نقدینگی را مهار کند اما این امر محقق نشد و صرفاً درون شبکه بانکی قبض شد. با اندکی تلاطم در فضای سیاست خارجه و رشد نرخ ارز و ایجاد اختلالات سمت عرضه در سال ۱۳۹۷، این حجم از نقدینگی که به بمب نقدینگی تبدیل شده بود، با انفجار خود تورمی بالا را در ایران پدید آورد.<sup>۱۳</sup> در سال ۱۳۹۶ بانک مرکزی نرخ تورم را حدود ۹ درصد گزارش کرده بود که این نرخ در سال ۱۳۹۷ به ۳۱ درصد رسید و روند افزایشی خود را ادامه داد تا در سال ۱۳۹۹ عدد ۴۷ درصد را در برابر خود مشاهده کند.

### ۱-۱- ظهور سیاست کنترل مقداری رشد ترازنامه شبکه بانکی

مسئله تورم به اندازه‌ای مورد توجه قرار گرفت که در سال ۱۳۹۹ رهبر انقلاب بر لزوم تشکیل کارگروهی فعال جهت بررسی مسئله نقدینگی تاکید کردند. بر اساس این مطالبه، کمیته نقدینگی بانک مرکزی در سال ۱۳۹۹

<sup>۱۲</sup> سیاست‌گذاری غیرمستقیم به دنبال مدیریت سمت تقاضای پول است؛ این نوع سیاست‌گذاری به وسیله نرخ بهره می‌تواند تقاضای پول را کاهش یا افزایش دهد اما سیاست‌گذاری مستقیم طرف عرضه پول را مورد توجه قرار می‌دهد و با مدیریت عرضه پول به دنبال کنترل حجم پول در اقتصاد است.  
<sup>۱۳</sup> در سال ۱۳۹۷ با خروج آمریکا از برجام انتظارات تورمی شکل گرفت و بازار دارایی‌ها از جمله ارز و طلا و سکه روند صعودی به خود گرفتند. در این میان نقدینگی قبض شده در درون شبکه بانکی که تبدیل به سپرده‌های مدت‌دار و شبه پول شده بود به سرعت تبدیل به پول شد و این افزایش سیالت در نقدینگی، تقاضای شدیدی را به بازارهای دارایی اضافه کرد. این تقاضای سرمایه‌ای و سوداگری منجر به افزایش شدیدتر قیمت‌ها در بازار دارایی‌ها و در نهایت بازار کالا و خدمات شد.

با حضور جمعی از کارشناسان اقتصادی آغاز به کار کرد و به عنوان یکی از خروجی‌های موثر خود، از یک بسته‌ی سیاست پولی جدید به نام «سیاست کنترل مقداری ترازنامه شبکه بانکی» رونمایی به عمل آورد. سیاست کنترل ترازنامه به دنبال کنترل مستقیم ترازنامه بانک‌ها و موسسات اعتباری غیر بانکی است؛ ذیل این سیاست، ترازنامه بانک‌ها و موسسات اعتباری غیربانکی نباید از سقف مشخصی بیشتر رشد کند تا از این طریق سیاست‌گذار پولی بتواند به هدف تعیین شده برای نرخ نقدینگی دست پیدا کند. این سیاست به دنبال تنظیم‌گری مقداری ترازنامه شبکه‌ی بانکی است که اگر دارایی‌های بانک را مورد هدف قرار دهد، کنترل ترازنامه از سمت راست و اگر تعهدات بانک (بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام) را هدف قرار دهد، کنترل ترازنامه از سمت چپ نامیده می‌شود.

همانطور که گفته شد کنترل ترازنامه جزو سیاست‌های پولی مستقیم است که به طور مستقیم رشد و حجم نقدینگی را هدف‌گذاری می‌کند. همچنین به دلایل مختلف می‌توان بحث کرد که چرا سیاست‌های پولی غیرمستقیم از جمله سیاست هدف‌گذاری تورمی از طریق نرخ بهره در ایران موثر نخواهد بود یا در صورت تاثیرگذاری هزینه‌ی به مراتب بالاتری از فواید خود برای اقتصاد ایران به بار خواهد آورد. از جمله این دلایل می‌توان به تفاوت جنس تورم ایران با تورم‌های متعارف جاذبه تقاضا، رابطه‌ی مستقیم و متناقض‌نما نرخ بهره با نقدینگی در اقتصاد ایران، لنگر نبودن نرخ بهره برای جهت‌دهی انتظارات فعالان اقتصادی در ایران، تشدید ناترازی شبکه‌ی بانکی کشور در صورت افزایش نرخ بهره، به‌صرفه‌تر بودن بازده فعالیت‌های نامولد نسبت به فعالیت‌های مولد در کشور و ضعف بخش عرضه‌ی اقتصاد ایران نام برد<sup>۱۴</sup>.

## ۱-۲- مبنای نظری سیاست کنترل ترازنامه

اتخاذ این سیاست ناشی از ارتقای فهم سیاست‌گذاری پولی در ایران بود. پیش از این سیاست‌گذار پولی اینطور گمان می‌کرد که اولاً رابطه‌ی علیت از سمت پایه پولی به نقدینگی است؛ یعنی ابتدا پایه پولی از طرف بانک مرکزی خلق می‌شود و سپس شبکه‌ی بانکی مقداری از این پایه پولی را نزد بانک مرکزی به عنوان ذخیره نگه می‌دارند و سپس از محل باقی مانده آن تسهیلات‌دهی می‌کنند که طی این فرایند پایه پولی به اندازه ضریب فزاینده بزرگ می‌شود و نقدینگی را تشکیل می‌دهد و ثانیاً پایه پولی تماماً در اختیار بانک مرکزی است و بانک مرکزی می‌تواند از طریق کنترل پایه پولی، نقدینگی را مهار کند. این دیدگاه به لحاظ فنی نظریه «برونزایی پول» نام دارد. در همین راستا در سال ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷ سیاست مهار نقدینگی از طریق مهار پایه پولی در دستور کار قرار گرفت که نهایتاً در مهار تورم، نقدینگی و حتی پایه پولی ناکام ماند.



با شکست‌هایی که در پی سیاست‌های اتخاذشده بر مبنای نظریه برون‌زایی پول در اقتصاد کشور پدیدار شد، به گزاره‌های این نظریه خدشه جدی وارد شد و سیاست‌گذار را به طرف نظریه مقابل آن یعنی نظریه «درون‌زایی پول»<sup>۱۵</sup> سوق داد. در نظریه درون‌زایی پول بر این مبنی استوار است که علیت از سمت نقدینگی به سمت پایه پولی است یعنی ابتدا نقدینگی افزایش می‌یابد و افزایش پایه پولی صرفاً معلول افزایش نقدینگی است نه عاملی برای تحریک آن. لذا جهت مهار نقدینگی نمی‌توان از سمت منابع آن یعنی پایه پولی، آن را مهار کرد بلکه این کار بایست از طرف مصارف آن صورت پذیرد. سیاست کنترل ترازنامه نیز بر اساس همین مبنای نظری به دنبال کنترل نقدینگی از سمت مصارف است که این امر به‌نوبه‌ی خود تکاملی در فضای سیاست‌گذاری پولی کشور ایجاد کرده است.

### ۱-۳-۱- تجارب اجرای سیاست کنترل ترازنامه

سیاست کنترل مقداری ترازنامه شبکه بانکی یک سیاست بدیع و جدید نیست بلکه بسیاری از کشورهای دنیا از این سیاست در تاریخ سیاست‌گذاری پولی خود استفاده کرده‌اند؛ آلمان در سال‌های ۱۹۲۴ تا ۱۹۵۷، فرانسه در ۱۹۵۴ تا ۱۹۷۴، ژاپن در ۱۹۴۶ تا ۱۹۸۷ و چین در ۱۹۸۰ تا ۱۹۹۴ ذیل یک برنامه هدایت اعتبار، این سیاست پولی غیرمتعارف را به کار گرفته‌اند. در این کشورها کنترل کمی رشد ترازنامه به طور همزمان با کنترل کیفی اجرا شده است؛ یعنی مادامی که بانک مرکزی حد مشخصی را برای اعتباردهی هر بانک تعیین و به آن ابلاغ می‌کرد، تنظیم‌گری‌هایی در جهت هدایت این اعتبارات به بخش‌های اولویت‌دار نیز انجام می‌داد تا هم اعتباردهی به میزان مشخص رشد کند و از رشد بیش از حد آن جلوگیری شود و هم این رشد، باکیفیت و نقطه‌زن باشد؛ به عنوان مثال در فرانسه کنترل کیفی از راه‌های مختلفی مانند ایجاد مشوق از طریق پنجره تنزیل برای بانک‌ها اتفاق می‌افتاد.<sup>۱۶</sup> ایران نیز بین سال‌های ۱۳۳۹ تا اواخر دهه ۴۰ شمسی از این سیاست استفاده کرده است؛ برای بحث و بررسی بیشتر، تجربه چین و ایران در ادامه بازخوانی خواهد شد.

### ۱-۳-۱- تجربه اجرای سیاست کنترل ترازنامه در ایران

در سال ۱۳۳۸ ایران با تورمی بالا و افسارگسیخته روبرو شد؛ شاخص هزینه زندگی که به عنوان شاخص محاسبه‌کننده تورم در نظر گرفته می‌شد، بیش از ۱۳ درصد رشد را تجربه کرد. همزمان با این تورم، گرچه درآمدهای نفتی دولت در حال افزایش بود اما هزینه‌های دولت با سرعت بیشتری افزایش می‌یافت. این موضوع منجر به افزایش کسری بودجه دولت و اخذ وام‌های خارجی برای جبران بدهی‌ها شد. بدهی‌های خارجی نیز

<sup>15</sup> The endogeneity of money

<sup>16</sup> یزدان پناه، محسن و همکاران، ۱۳۹۹، بانکداری مرکزی و توسعه، چاپ اول، تهران، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی

به دلیل افزایش نرخ ارز ناشی از سیاست آزادسازی واردات افزایش یافت. بنابراین دولت با دو مشکل اساسی روبرو بود؛ یک تورم بالا و دو بدهی خارجی بالا که توان پرداخت آن را نداشت.

بانک مرکزی در اردیبهشت ۱۳۳۹ با نامه‌ای به جاکوبسون - مدیرعامل صندوق بین‌المللی پول - از این صندوق درخواست کمک کرد. صندوق بین‌المللی پول در چهارچوب یک برنامه تثبیت اقتصادی با دولت به توافق رسید تا وام‌های ارزی لازم را به دولت ایران بدهد. طبق این برنامه مقرر شد تا اعطای اعتبارات به بخش خصوصی در سال ۱۳۳۹ به ۵ میلیارد ریال و در سال ۱۳۴۰ به ۵.۵ میلیارد ریال محدود شود. این برنامه در ۲۱ شهریور ۱۳۳۹ تصویب شد؛ نتیجه برنامه تثبیت اقتصادی این بود که افزایش اعتبارات به بخش خصوصی که در سال ۱۳۳۷ به ۶۰.۵ درصد و در سال ۱۳۳۸ به ۳۲.۴ درصد رسیده بود، در سال ۱۳۹۹ به ۱۱.۱ درصد تقلیل یافت. در نتیجه این سیاست، افزایش شاخص هزینه‌ی زندگی که در سال ۱۳۳۸ به ۱۳ درصد رسیده بود، در سال ۱۳۳۹ به ۸ درصد و در سال ۱۳۴۰ به ۱.۷ درصد محدود شد.

همچنین دولت ملزم بود برای کاهش بدهی‌های خود سالانه ۲.۷۵ میلیارد ریال مازاد در بودجه خود شناسایی کند تا بتواند بدهی‌های خود را بپردازد. ایران با اجرای این برنامه توانست با کمک وام‌های صندوق، بدهی‌های خارجی خود را پرداخت کند و با اجرای برنامه تثبیت اقتصادی، تورم بالای خود را کنترل کند. برنامه تثبیت اقتصادی جزو موفق‌ترین برنامه‌های مهار تورم در ایران است.<sup>۱۷</sup>

### ۱-۳-۲- تجربه اجرای سیاست کنترل ترازنامه در چین

کشور چین در اواخر دهه ۱۹۸۰ میلادی و اوایل دهه ۱۹۹۰ میلادی با تورم بالا و رشد بی قاعده اعتبارات بانکی روبرو شد. این مشکلات از طرفی بر نرخ ارز چین فشار وارد کرد تا جایی که در سال ۱۹۹۴ نرخ ارز حدود ۵۰ درصد افزایش یافت و ذخایر ارزی چین به شدت با کمبود مواجه شد. نهایتاً تورم کشور چین به سطح ۲۵ درصدی رسید. در این شرایط بانک مردمی (بانک مرکزی) چین یا PBC<sup>۱۸</sup> شرایط را برای یک بازنگری اساسی در چهارچوب سیاست پولی مناسب دید. چین در این برهه می‌توانست مانند بسیاری از کشورهای دنیا نظام «هدف‌گذاری تورمی»<sup>۱۹</sup> را انتخاب کند اما سه دلیل مانع از این انتخاب شد؛ یک اینکه بانک مردمی چین اعتبار و سرمایه اجتماعی لازم برای اعلام یک نرخ هدف برای تورم را نداشت. دو اینکه سازوکارهای انتقال سیاست پولی از طریق نرخ بهره در چین بسیار ضعیف بود و سه اینکه تورم تنها هدف در تابع اهداف بانک مردمی چین نبود بلکه برای این سیاست‌گذار پولی عواملی مانند تولید و اشتغال نیز حائز اهمیت بودند. لذا کشور چین از

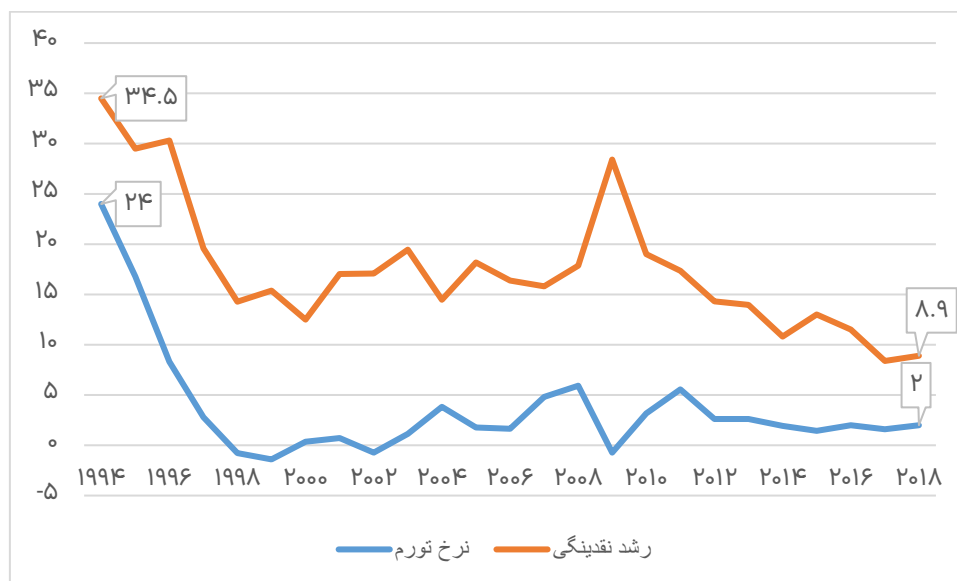
<sup>۱۷</sup> مهران، حسنعلی، ۱۳۹۴، هدف‌ها و سیاست‌های بانک مرکزی از ۱۳۳۹ تا ۱۳۵۷، چاپ اول، تهران، نشر نی

<sup>۱۸</sup> People bank of china

<sup>۱۹</sup> Inflation targeting

انتخاب هدف‌گذاری تورمی اجتناب کرد و در عوض یک سیاست پولی غیرمتعارف به نام کنترل مقداری ترازنامه را برگزید.<sup>۲۰</sup>

چین از سال ۱۹۹۴ سیاست کنترل رشد نقدینگی یا کنترل رشد ترازنامه را پیش گرفت و این سیاست را تا سال ۲۰۱۸ ادامه داد. بدین صورت به سرعت تورم چین کاهش یافت تا جایی که در برخی سال‌ها کشور چین با تورم منفی نیز روبرو شد. نهایتاً تورم چین در سال ۲۰۱۸ به ۲ درصد رسید که توفیق این کشور در عرصه‌ی سیاست‌گذاری پولی را نشان می‌دهد.<sup>۲۱</sup>



نمودار ۱. نرخ تورم و رشد نقدینگی کشور چین<sup>۲۲</sup>

#### ۴-۱- اهداف و ضوابط اجرایی سیاست کنترل ترازنامه

سیاست کنترل ترازنامه در سال ۱۳۹۹ با دغدغه‌هایی از جنس همان دغدغه‌های چین در ۱۹۹۴ و ایران در ۱۳۳۸ شکل گرفت. در بخشنامه ابلاغی این سیاست در ۳۰ آذر ۱۳۹۹ تصریح شده است که هدف این سیاست کنترل رشد نقدینگی و تورم است؛ کنترل نقدینگی تقاضا را محدود می‌کند و از این طریق منجر به کنترل تورم می‌شود. اگر تقاضا را به دو افراز تقاضای مصرفی و تقاضای سرمایه‌ای تقسیم کنیم، کنترل ترازنامه با کاهش نقدینگی مشخصاً تقاضای مصرفی را کاهش می‌دهد و بر روی تقاضای سرمایه‌ای نیز اثرگذار است. استدلال طراحان این سیاست، آن بود که تقاضای سرمایه‌ای مانند موجودی انبار می‌تواند توسط سیاست کنترل

<sup>20</sup> Bradley Jones and Joel Bowman, 2019, China's evolving monetary policy framework in international context

<sup>۲۱</sup> همان

<sup>22</sup> <https://www.macrotrends.net/global-metrics/countries/CHN/china/inflation-rate-cpi>

ترازنامه محدود شود؛ بدین صورت که کاهش تسهیلات، شرکت را ناچار می‌کند برای تامین سرمایه در گردش، موجودی انبار خود را بفروشد و از آن برای پوشش هزینه‌های جاری شرکت استفاده کند.

اما با نگاهی به تجارب کشورهای دنیا در اجرای سیاست کنترل ترازنامه می‌توان دریافت که اهداف اجرای این سیاست منحصر در مهار تورم نیست. همانطور که پیش‌تر اشاره شد، سیاست کنترل ترازنامه در بسیاری از کشورهای دنیا به عنوان مقدمه‌ای برای سیاست هدایت اعتبار نقش خود را ایفا کرده است و اساساً در برخی کشورها تنها به منظور هدایت اعتبار از این سیاست استفاده شده است؛ زمانی که کمیت نقدینگی هدف‌گذاری می‌شود و رشد ترازنامه شبکه بانکی محدود می‌شود، سیاست‌گذار می‌تواند با قرار دادن یکسری مشوق‌ها برای افزایش حد رشد ترازنامه، معافیت یکسری اقلام از قرارگیری تحت شمول این سیاست و اعطای خطوط اعتباری مستقیم خارج از قاعده سیاست، اعتبارات را به بخش‌های مدنظر خود هدایت کند و بتواند علاوه بر مدیریت کمیت نقدینگی، تخصیص آن را نیز تا حدی مدیریت کند. به عنوان مثال بانک مرکزی می‌تواند مشوق‌هایی در نظر بگیرد تا هر بانک تسهیلات‌دهنده به بخش‌های پیشران اقتصاد، دارای سقف رشد بالاتری باشد تا بانک‌ها به اعطای تسهیلات به این بخش‌های پیشران متمایل شوند یا آنکه تسهیلات به صنایع پیشران را از شمول کنترل ترازنامه خارج کند تا شبکه بانکی بتواند بدون قید و شرط این صنایع را تامین مالی نماید و یا حتی بانک مرکزی می‌تواند در اقدامی فعالانه‌تر خط اعتباری مشخص به برخی طرح‌های پیشران اختصاص دهد.

غیر از دو هدف مهار تورم و هدایت اعتبار، کنترل ترازنامه به زعم برخی کارشناسان می‌تواند به عنوان یک سیاست احتیاطی کلان جهت نظارت بانکی به کار گرفته شود. ذیل این سیاست بانک مرکزی می‌تواند با تفکیک بین بانک‌های سالم و ناسالم، اجازه فعالیت بیشتری به بانک‌های سالم بدهد و بانک‌های ناسالم را محدود کند تا جایی که شرایط برای انحلال این نوع بانک‌ها آماده شود. وقتی دارایی‌ها یا سمت راست ترازنامه یک بانک ناسالم محدود می‌شود، چون بدهی‌های این بانک حداقل از محل اعطای سود به سپرده‌ها قابل محدودسازی نیست، بانک را ناگزیر می‌کند که در حقوق صاحبان سهام خود، زیان انباشته شناسایی کند که این اتفاق مقدمه‌ای برای انحلال آن بانک است<sup>۲۳</sup>.

<sup>۲۳</sup> ابزار متعارف نظارت بانکی، نسبت کفایت سرمایه یا نسبت سرمایه نظارتی به دارایی‌های موزون به ریسک است. در کشورهای مختلف دنیا از این نسبت جهت نظارت بر بانک‌ها استفاده می‌کنند و قاعده این است که این نسبت نباید از ۸ یا ۱۲ درصد کمتر شود. اما در ایران این نسبت برای بسیاری از بانک‌ها منفی است و برای رسیدن به نسبت کفایت سرمایه ۸ درصدی نیاز به مقدار زیادی افزایش سرمایه است که در شرایط فعلی بانکداری در جمهوری اسلامی امکان پذیر نیست. در این شرایط سیاست کنترل ترازنامه می‌تواند با کنترل سمت راست یا دارایی‌های بانک، مخرج این نسبت را محدود کند تا نسبت کفایت سرمایه افزایش پیدا کند و عملاً همان نتیجه را در بر داشته باشد.

### ۱-۴-۱- ضوابط اجرایی سیاست کنترل ترازنامه

در هر صورت با اهداف مذکور، کنترل ترازنامه برای اولین بار مطابق با بخشنامه ۹۹/۴۲۱۹۲۹ در تاریخ ۳۰ آذر ۱۳۹۹ ابلاغ شد و سپس با سه بخشنامه دیگر در تاریخ‌های ۲۵ مرداد ۱۴۰۱، ۱۷ آبان ۱۴۰۱ و ۲۱ دی ماه ۱۴۰۱ به‌روزرسانی، تکمیل و تصحیح شد که مهم‌ترین مفاد هر بخشنامه در جدول ذیل نشان داده شده است.

جدول ۱. بخشنامه‌های ابلاغی بانک مرکزی در مورد کنترل ترازنامه<sup>۲۴</sup>

بخشنامه	تاریخ	مفاد (یا تغییرات نسبت به بخشنامه قبل)
۹۹/۴۲۱۹۲۹	۱۳۹۹/۰۹/۳۰	کنترل مقداری سمت راست ترازنامه تعیین حد ۲/۵ درصدی برای رشد بانک‌های تخصصی دولتی و ۲ درصدی برای سایرین استثنائات شامل (موجودی نقد، موجودی نزد بانک مرکزی، اسناد خزانه اسلامی دولتی و اقلام زیر خط، افزایش دارایی‌ها از طریق تسعیر ارز، تجدید ارزیابی‌های ثابت و افزایش سرمایه از محل آورده نقدی سهامداران) مهلت بارگذاری اطلاعات حداکثر ۱۵ روز بعد از پایان ماه در سامانه مهتاب ارزیابی فصلی ترازنامه بانک و جریمه از طریق افزایش نرخ ذخیره قانونی
۰۱/۱۲۷۰۵۰	۱۴۰۱/۰۵/۲۵	حدگذاری ترازنامه بر اساس امتیاز احصا شده بانک از منظر کم‌تر ۲۵ و ۷ شاخص اصلی (بازه حدگذاری بین ۱.۳۳ تا ۲.۵ درصد و برای بانک‌های قرض‌الحسنه ۴.۵ درصد) مجاز بانک مرکزی برای افزایش نرخ ذخیره قانونی تا ۱۵ درصد
۰۱/۲۰۵۴۲۶	۱۴۰۱/۰۸/۱۷	کاهش مهلت بارگذاری اطلاعات از حداکثر ۱۵ روز به ۷ روز تبدیل ارزیابی فصلی به ارزیابی ماهانه ترازنامه بانک‌ها
۰۱/۲۶۳۸۸۲	۱۴۰۱/۱۰/۲۱	مجاز اضافه شدن کنترل مقداری سمت چپ ترازنامه (بدهی‌ها) در صورت صلاحدید بانک مرکزی به صورت موردی برای بانک‌های ناسالم اضافه شدن سپرده نزد سایر موسسات اعتباری در بازار بین بانکی (به تشخیص قائم مقام بانک مرکزی) به علاوه اوراق مالی اسلامی دولتی و بانک مرکزی به استثنائات تغییر مبنا از متوسط رشد ماهانه به مبلغ مجاز ماهانه

### ۱-۵- نحوه اجرای سیاست کنترل ترازنامه

معاونت اقتصادی بانک مرکزی طبق اهداف بانک مرکزی برای کنترل تورم، عددی را برای رشد نقدینگی در اقتصاد هدف‌گذاری می‌کند که به عنوان مثال این عدد برای سال ۱۴۰۲، بیست و پنج درصد (۲۵٪) و برای سال ۱۴۰۳، بیست و سه درصد (۲۳٪) در نظر گرفته شده است<sup>۲۶</sup>. سپس در نظر گرفته می‌شود که برای

<sup>۲۴</sup> بانک مرکزی

تحقق رشد ۲۳ درصد، ترازنامه مجموع شبکه بانکی باید هرماه چند درصد رشد کند؛ این عدد در نقدینگی ضرب می‌شود و مبلغ رشد ماهانه نقدینگی بدست می‌آید؛ به عنوان مثال تعیین می‌شود که در ماه فروردین مبلغ رشد نقدینگی باید حدود ۲۰۰ همت باشد.

در مرحله‌ی بعد معاونت نظارت بانک مرکزی طبق شاخص‌هایی از جمله روش کملز بانک‌ها را رتبه‌بندی می‌کند. در اینجا خاطر نشان کردن یک نکته ضروری است؛ «به جز شاخص کملز، بانک مرکزی اعطای تسهیلات خرد را نیز به عنوان یک شاخص مثبت در نظر می‌گیرد یعنی بانک‌هایی که نسبت به تسهیلات خرد توجه بیشتری دارند، امتیاز بیشتری می‌گیرند»<sup>۲۷</sup>. در جریان این رتبه‌بندی، بانک‌ها امتیازی از صفر تا ۱۰۰ دریافت می‌کنند. بانکی که بتواند امتیاز ۱۰۰ را کسب کند سقف رشد ترازنامه را خواهد داشت و بانکی که امتیاز صفر را کسب کند، کف رشد ترازنامه را خواهد داشت؛ به عنوان مثال در سال ۱۴۰۱ که میزان رشد ماهانه ترازنامه بانک‌ها در حدود ۱.۳۳ تا ۲.۵ درصد تنظیم می‌شد، بانک ۱۰۰ امتیازی امکان ۲.۵ درصد رشد و بانک صفر امتیازی امکان ۱.۳۳ درصد رشد را داشت.

مبالغ رشد ماهانه در ابتدای هر فصل به بانک‌ها ابلاغ می‌شود؛ به عنوان مثال مبالغ مجاز رشد ترازنامه در ماه‌های فروردین، اردیبهشت و خرداد در ابتدای فروردین به بانک اعلام می‌شود تا بتواند سه ماه آینده خود را ارزیابی کند. هر بانک اطلاعات ترازنامه خود را در انتهای ماه در سامانه مهتاب بارگذاری می‌کند و این اطلاعات در اختیار معاونت نظارت بانک مرکزی قرار می‌گیرد. اگر بانک حدود مقرر را رعایت کرده باشد که جریمه‌ای به آن تعلق نمی‌گیرد اما اگر بانک تخلف کرده و از مبلغ مقرر شده بیشتر ترازنامه خود را رشد داده باشد، به اندازه‌ی مبلغ مازاد به ذخایر قانونی بانک متخلف اضافه می‌شود و بانک مستلزم پرداخت این جریمه است. جریمه‌های بانک‌های متخلف در انتهای هر ماه اعمال می‌شود. این جریمه یک محدودیت قانونی را نیز به همراه دارد؛ به دلیل آنکه سقف نرخ ذخایر قانونی ۱۵ درصد بیان شده است، بانک‌های متخلفی که ذخایر قانونی آن‌ها حد ۱۵ درصد را لمس کند، به سقف جریمه رسیده‌اند و بیش از این جریمه نخواهند شد.

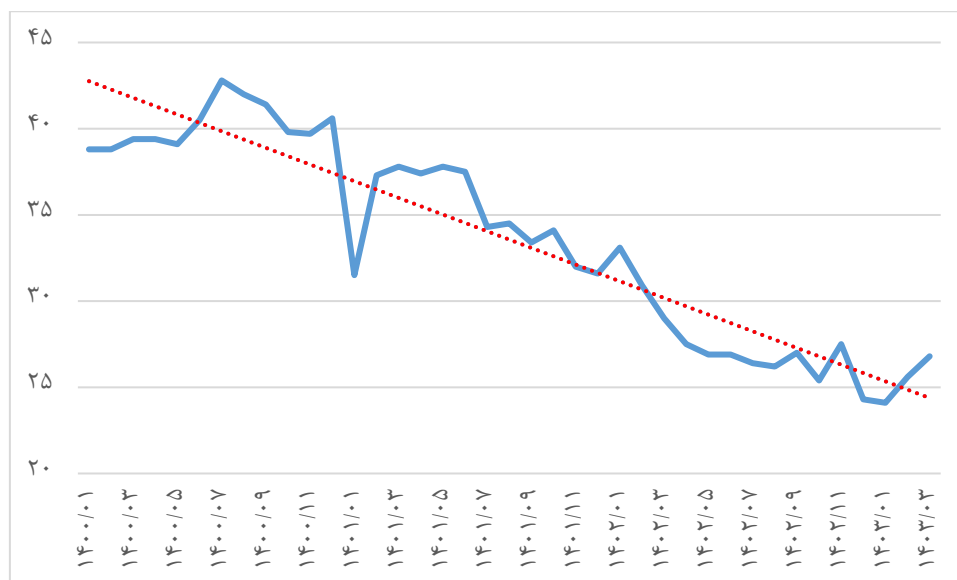
گفتنی است که پس از رتبه‌بندی و اعطای امتیاز ۰ تا ۱۰۰ به بانک‌ها، بانک‌ها در پنج دسته کلی (خیلی خوب، خوب، متوسط، ضعیف و بد) دسته‌بندی می‌شوند که بانک‌های دسته چهار و پنج یعنی ضعیف و بد، بانک‌های ناسالم هستند و سمت چپ ترازنامه این بانک‌ها نیز مانند سمت راست آن‌ها کنترل خواهد شد. پس از اینکه نحوه‌ی تعیین حدود برای هر بانک، نحوه دریافت اطلاعات و صحت‌سنجی آن‌ها، نحوه‌ی پایش و نظارت بر عملکرد شبکه بانکی و نحوه برخورد با بانک‌های متخلف توضیح داده شد، می‌توان اثرات این سیاست بر متغیرهای کلان اقتصادی را مورد تجزیه و تحلیل قرار داد.

## فصل ۲. ارزیابی آثار و کیفیت اجرای سیاست

همان‌طور که در فصل قبل توضیح داده شد، هدف بانک مرکزی از اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه، مهار رشد نقدینگی است تا از طریق مهار رشد نقدینگی، تورم را کنترل کند. این سیاست طبق چهار بخشنامه به شبکه بانکی ابلاغ شده و نحوه‌ی اعمال آن تغییر و تحولاتی را با خود به همراه داشته است. در این فصل تلاش می‌شود آثار آن بر متغیرهای کلان اسمی و حقیقی اقتصاد ارزیابی شود.

### ۲-۱- اثرات سیاست بر رشد نقدینگی

از اواسط سال ۱۴۰۰ رشد نقدینگی شروع به کاهش می‌کند و این روند کاهشی به جز اندکی نوسان تا خرداد ۱۴۰۳، ادامه داشته است. نقدینگی از رشد ۳۸.۸ درصد در فروردین ۱۴۰۰ نسبت به ماه مشابه در سال گذشته به رشد ۲۶.۸ درصدی در خرداد ۱۴۰۳ می‌رسد که در این سه سال کاهشی معادل ۱۲ واحد درصد را تجربه کرده است. با بررسی سایر عوامل مؤثر، می‌توان ادعا کرد بر اساس اینکه بانک مرکزی با ابزار کنترل ترازنامه به هدف خود یعنی رشد ۲۵ درصدی نقدینگی رسیده است، کاهش در نقدینگی بیش از همه چیز مربوط به این سیاست بوده است. در نتیجه اولین اثر سیاست کنترل مقداری رشد ترازنامه، کاهش نرخ رشد نقدینگی بوده است که توانسته آن را از سطوح بالای ۴۰ درصدی به سطوح ۲۵ درصدی برساند.



نمودار ۲. رشد نقطه به نقطه نقدینگی<sup>۲۸</sup>

<sup>۲۸</sup> بر اساس داده‌های خام بانک مرکزی

## ۲-۲- اثرات سیاست بر رشد پایه پولی

برخلاف کاهش منظم در رشد نقدینگی، رشد پایه پولی نوسانات متعددی را تجربه کرده است؛ رشد پایه پولی از اواسط سال ۱۴۰۰ شروع به کاهش کرده و از نرخ رشد نقطه‌به‌نقطه ۴۲.۶ درصد در تیرماه ۱۴۰۰ به ۲۶.۲ درصد در تیرماه ۱۴۰۱ رسیده است. می‌توان دلیل این امر را کاهش در رشد نقدینگی و خلق پول بانکی و به‌تبع آن کاهش نیاز شبکه بانکی به تودیع سپرده قانونی و تسویه مبادلات خود از طریق پایه پولی دانست. «در طراحی کنترل ترازنامه ما پیش‌بینی می‌کردیم که تقاضای پایه پولی کاهش پیدا کند و به‌تبع آن نرخ بهره بین بانکی نیز کاهش پیدا کند»<sup>۲۹</sup>.

اما از مردادماه ۱۴۰۱ در بر پاشنه‌ی دیگری چرخید؛ رشد پایه پولی پس از مرداد ۱۴۰۱ افزایشی شد. نرخ رشد پایه پولی از ۲۶.۲ درصد در تیر ۱۴۰۱ به ۴۱.۱ درصد در تیر ۱۴۰۲ رسید؛ یعنی در طول یک سال رشد نقطه‌به‌نقطه آن با افزایش حدود ۱۵ واحد درصدی مواجه شد. ازجمله علل اصلی این افزایش در پایه پولی را می‌توان انتقال حساب‌های دولت نزد بانک‌ها به حساب واحد خزانه نزد بانک مرکزی و جریمه‌ی ذیل سیاست کنترل ترازنامه دانست. حساب واحد خزانه با انتقال سپرده‌های دولت از بانک‌ها به بانک مرکزی تقاضای پایه پولی را برای تسویه افزایش داد و با توجه به این که بانک مرکزی ذیل سیاست کنترل مقداری، بانک‌های متخلف را با بالا بردن نرخ ذخیره قانونی جریمه می‌کند، نیاز بانک‌ها به ذخایر افزایش پیدا کرد و پایه پولی از این ناحیه منبسط شد.

پس از این افزایش در نرخ رشد پایه پولی، فشارهای رسانه‌ای مختلفی نسبت به بانک مرکزی شکل گرفت؛ رسانه‌های مختلف ادعا می‌کردند که این افزایش در پایه پولی منجر به افزایش نقدینگی و تورم خواهد شد درحالی که اساساً افزایش نقدینگی از محل پایه پولی و ضریب فزاینده محصول نظریه برون‌زایی پول است که با اتخاذ سیاست کنترل ترازنامه، کنار گذاشته شده است.<sup>۳۰</sup>

«آمارها نشان می‌دهد همراه با کاهش نرخ رشد نقدینگی و ضریب فزاینده و همگام با اجرای سیاست کنترل مقداری ترازنامه بانک‌ها، پایه پولی افزایش پیدا کرده است. برخی افراد افزایش پایه پولی را عاملی برای رشد نقدینگی در ماه‌های پیش رو دانسته و استدلال می‌کنند که با افزایش نقدینگی از ناحیه پایه پولی، تورم افزایش پیدا می‌کند. این در حالی است که علت اصلی افزایش پایه پولی، جریمه بانک‌های خاطی با افزایش نسبت سپرده قانونی بوده که موجب افزایش بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی شده است»<sup>۳۱</sup>.

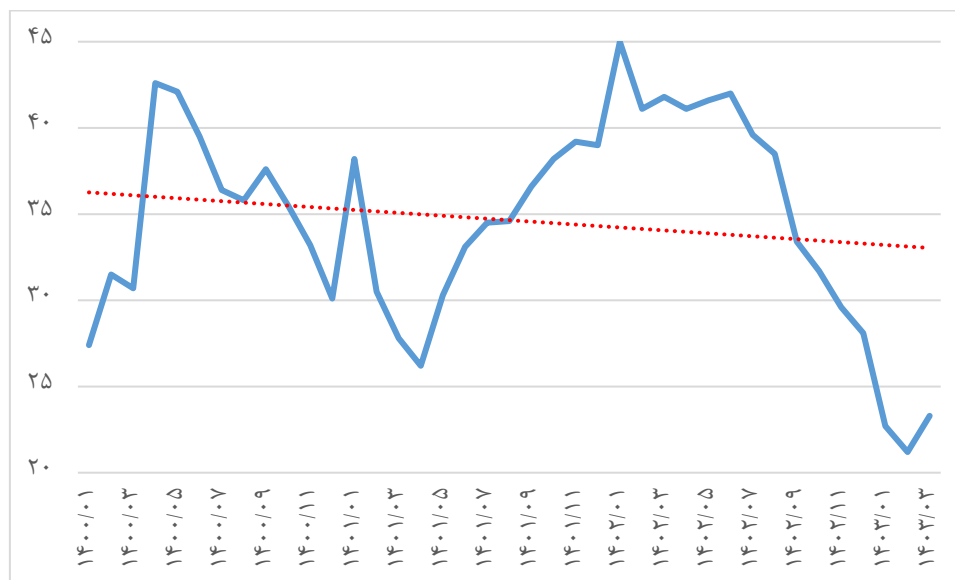
<sup>۲۹</sup> مجید شاکری، کارشناس اقتصادی، مصاحبه، آبان ۱۴۰۲

<sup>۳۰</sup> برای مطالعه بیشتر به پایگاه خبری تحلیلی مسیر اقتصاد مراجعه کنید.

<sup>۳۱</sup> حسین درودیان، کارشناس اقتصادی، مصاحبه، مرداد ۱۴۰۲



نهایتاً در پاییز و زمستان ۱۴۰۲ روند افزایشی پایه پولی معکوس شده و کاهش رشد پایه پولی رقم خورد. این کاهش، نرخ رشد پایه پولی را از ۴۲ درصد شهریور ۱۴۰۲ به ۲۳.۳ درصد خرداد ۱۴۰۳ رساند. «کاهش پایه پولی در پاییز ۱۴۰۲ ناشی از کاهش دارایی‌های خارجی بانک مرکزی بود»<sup>۳۲</sup>.



نمودار ۳. رشد نقطه به نقطه پایه پولی<sup>۳۲</sup>

## ۲-۳- اثرات سیاست بر نرخ بهره

به سبب اینکه نرخ سود سپرده و نرخ سود تسهیلات در ایران به صورت دستوری تعیین می‌شود، برخی مواقع نرخ‌های غیررسمی بین بانک و مشتری شکل می‌گیرد که این نرخ‌ها تابع سود و زیان بانک هستند اما آمار دقیقی از میزان و نرخ سودهای غیرمعارف در نظام بانکی وجود ندارد. پس باید متغیر جایگزین<sup>۳۴</sup> در نظر گرفته شود تا تقریبی از نوسانات متغیر اصلی یعنی نرخ سود تسهیلات دهی و سپرده‌گیری غیررسمی به دست آید. بانک برای عملیات خود نیازمند استقراض ذخایر از طریق بازار بین بانکی و یا بانک مرکزی است پس نرخ استقراض ذخایر در بازار بین بانکی می‌تواند سیگنال خوبی از نرخ‌های غیررسمی نیز باشد چون نرخ ذخایر بازار بین بانکی نشان‌دهنده هزینه بانک برای تأمین منابع جهت انجام عملیات بانکی است و طبعاً سود بانک باید هزینه آن را پوشش دهد پس از نرخ بهره بین بانکی به‌عنوان نرخ هزینه‌ها استفاده می‌شود تا تقریبی از نرخ‌های غیررسمی اعطای تسهیلات و سپرده بانک به دست بیاید<sup>۳۵</sup>. ذیل سیاست کنترل مقداری ترازنامه، جریمه

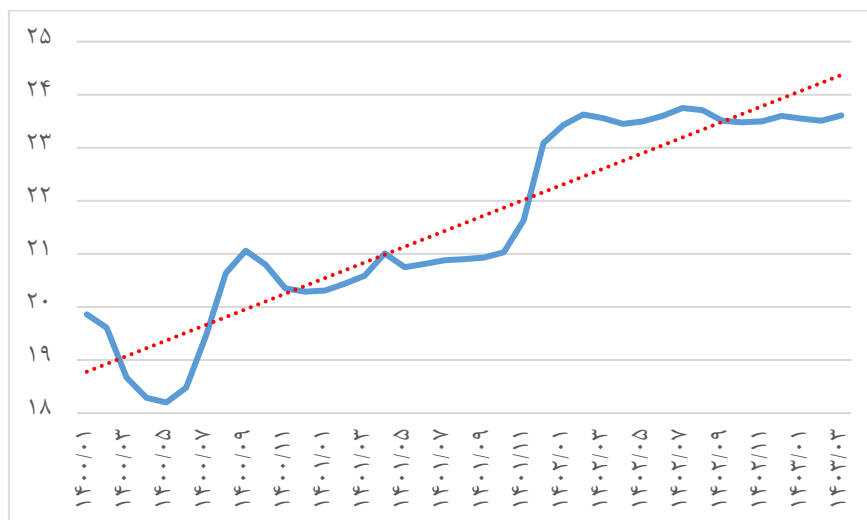
<sup>۳۲</sup> مهدی دارابی، کارشناس اقتصادی، مصاحبه، دی ۱۴۰۲

<sup>۳۳</sup> بر اساس داده‌های خام بانک مرکزی

<sup>۳۴</sup> proxy variable

<sup>۳۵</sup> البته نرخ بهره بین بانکی نیز به نوبه‌ی خود دارای یک نرخ غیررسمی است که مشخصاً آماری از آن وجود ندارد. با این وجود روند نرخ رسمی می‌تواند سیگنال قابل قبولی باشد.

بانک‌های متخلف از طریق افزایش نرخ ذخیره قانونی، تقاضای پایه پولی را در بازار بین بانکی افزایش داد. افزایش تقاضا در بازار بین بانکی منجر به افزایش نرخ بهره بین بانکی شد. حساب واحد خزانه نیز به نوبه‌ی خود در کاهش حجم ذخایر مازاد بانک‌ها و افزایش نرخ بهره بین بانکی مؤثر بود.



نمودار ۴. نرخ بهره بازار بین بانکی<sup>۳۶</sup>

همان‌طور که ملاحظه می‌شود از اوایل ۱۴۰۰ نرخ بهره بین بانکی در بازار بین بانکی روند افزایشی داشته است که پس از مرداد ۱۴۰۱ و با یک وقفه زمانی نسبت به پایه پولی، نرخ بهره بین بانکی نیز به روند افزایشی خود ادامه داد و از ۲۰.۷۵ درصد مرداد ۱۴۰۱ به ۲۳.۶۱ درصد خرداد ۱۴۰۳ رسید و افزایش حدود ۳ واحد درصدی داشت. افزایش نرخ بهره و به تبع آن نرخ سود اعطایی به سپرده‌ها، حجم سود سپرده پرداختی را در سبد خلق پول<sup>۳۷</sup> افزایش می‌دهد و ظرفیت تسهیلات‌دهی را کاهش می‌کند<sup>۳۸</sup>. همچنین گفته شد این نرخ به‌عنوان سیگنالی از نرخ مؤثر (واقعی) تسهیلات نیز هست پس افزایش آن نشان‌دهنده افزایش نرخ مؤثر تسهیلات برای تسهیلات‌گیرندگان است.

## ۲-۴- اثرات سیاست بر تورم

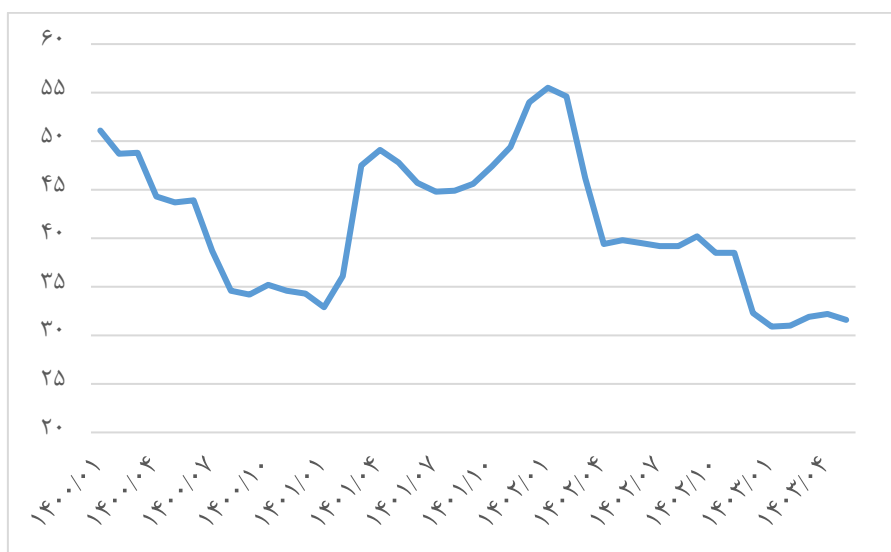
مجریان سیاست کنترل ترازنامه مدعی هستند با کاهش رشد نقدینگی، تقاضا در اقتصاد کاهش می‌یابد. کاهش تقاضا در اقتصاد می‌تواند به کاهش سطح عمومی قیمت‌ها و کاهش تورم منجر شود اما با این قطعیت نمی‌توان در مورد اثر سیاست کنترل ترازنامه بر کاهش تورم صحبت کرد. تورم نقطه به نقطه

<sup>۳۶</sup> بر اساس داده‌های خام بانک مرکزی

<sup>۳۷</sup> کانال‌های خلق پول شامل تسهیلات، سرمایه‌گذاری و خرید املاک، پرداخت سود سپرده و پرداخت هزینه‌های عمومی و اداری و کارکنان است.

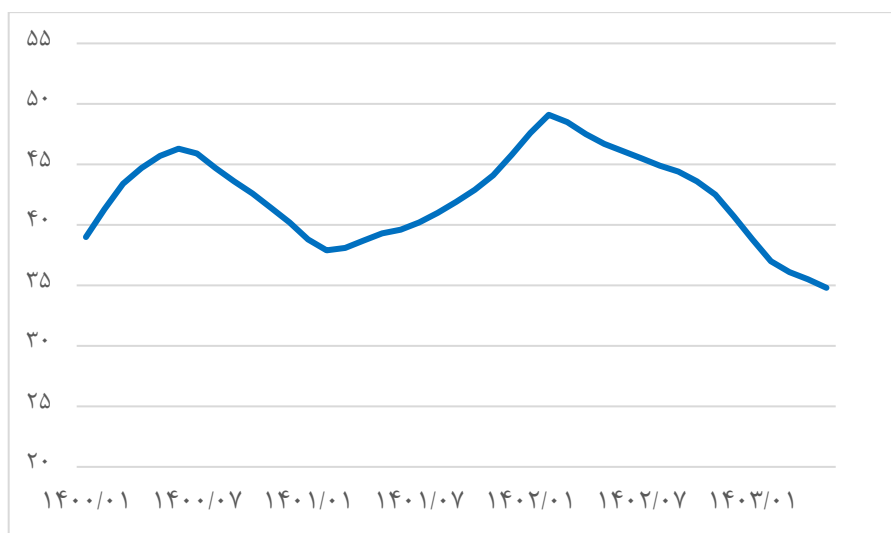
<sup>۳۸</sup> برخلاف این گزاره رایج که «افزایش سود سپرده باعث جذب منابع به بانک می‌شود و بانک می‌تواند تسهیلات بیشتری بدهد»، افزایش سود سپرده در ایران از ظرفیت تسهیلات‌دهی می‌کاهد؛ برای مطالعه بیشتر می‌توانید به پایگاه خبری-تحلیلی مسیر اقتصاد گزارش؟ مراجعه کنید.

اعلامی توسط مرکز آمار در فروردین ۱۴۰۰ حدود ۵۱ درصد بوده است که در مرداد ۱۴۰۳ این عدد به ۳۱.۶ درصد رسیده و کاهشی حدوداً ۲۰ واحد درصدی را تجربه کرده است.



نمودار ۵. نرخ تورم نقطه‌به‌نقطه<sup>۳۹</sup>

همچنین روند تورم سالانه حاکی از آن است که پس از افزایش در سال ۱۴۰۱ که دلایل آن در پاراگراف قبل بحث شد، از ابتدای سال ۱۴۰۲ روندی نزولی را آغاز کرده است و از قله‌ی ۴۹.۱ درصدی در اردیبهشت سال ۱۴۰۲ به دامنه‌ی ۳۴.۸ درصدی در مرداد سال ۱۴۰۳ رسیده است.



نمودار ۶. نرخ تورم سالانه<sup>۴۰</sup>

اما برخلاف این روند، نوسانات مختلفی در طی این دوره زمانی به وجود آمده است؛ در بهار ۱۴۰۱ و با حذف ارز ترجیحی ۴۲۰۰ تومانی یک جهش قیمتی بزرگ ناشی از افزایش شدید قیمت کالاهای مشمول

<sup>۳۹</sup> بر اساس داده‌های خام مرکز آمار ایران

<sup>۴۰</sup> همان

ارز ترجیحی در خرداد و تیرماه ۱۴۰۱ مشاهده شد که در آمار تورم‌های ماهانه اعلامی مرکز آمار نیز قابل مشاهده است. این جهش با تخلیه اثر شوک ناشی از حذف ارز ترجیحی قدری کاهش یافته و با شوک دوم در زمستان ۱۴۰۱ مجدداً صعودی می‌شود. در جریان شوک دوم، تورم نقطه به نقطه تا ۵۵ واحد درصد نیز افزایش می‌یابد. شوک دوم نیز یک شوک ارزی بوده که از محل کسری تراز پرداخت‌ها و انتظارات تورمی ناشی شده است.

اما در ادامه با تثبیت نرخ ارز توسط بانک مرکزی و مدیریت این نهاد برای جلوگیری از وقوع شوک‌های ارزی، اثر شوک دوم نیز تخلیه می‌شود و تورم‌های ماهانه کاهش می‌یابد. به دلیل همبستگی شدید تورم و نرخ ارز در این سه سال، با قطعیت نمی‌توان گفت که کاهش در نرخ تورم بیشتر محصول سیاست کنترل ترازنامه (کاهش رشد نقدینگی) بوده یا سیاست تثبیت نرخ ارز بانک مرکزی؟

با این حال در مقام جمع‌بندی می‌توان گفت بسته‌ی تثبیتی بانک مرکزی شامل سیاست کنترل ترازنامه به‌عنوان سیاست پولی و سیاست تثبیت نرخ ارز به‌عنوان سیاست ارزی، در کوتاه مدت موفق به کاهش نسبی نرخ تورم شده است. این درحالی است که ممکن است در نیمه دوم سال ۱۴۰۳ در اثر احتمال وقوع شوک‌های دیگری از محل ترازپرداخت‌ها و جهش نرخ ارز، مجدداً روند تورم صعودی شود و بر اثر احتمالی سیاست کنترل ترازنامه غلبه کند.

## ۲-۵- اثرات سیاست بر تسهیلات‌دهی شبکه بانکی

یکی از نقاط مهم و کلیدی اثرگذاری سیاست کنترل ترازنامه در نظام بانکی، تاثیر کنترل ترازنامه بر ترکیب تسهیلات‌دهی بانک‌هاست؛ تسهیلات‌دهی شبکه بانکی را می‌توان در چهار محور کلی تسهیلات به دولت و شرکت‌های دولتی، تسهیلات کلان، تسهیلات غیر کلان، تسهیلات قرض‌الحسنه و تسهیلات امهالی بررسی کرد. البته محورهای مختلف این دسته‌بندی بایکدیگر هم‌پوشانی دارند و صرفاً جهت تنقیح بحث از آن‌ها استفاده شده است. اعمال سیاست کنترل ترازنامه، نرخ رشد تسهیلات‌دهی بانک‌ها را به‌طور کلی با کاهش همراه می‌کند. لذا میزان کشش‌پذیری<sup>۴۱</sup> هر کدام از اجزا تسهیلات، شدت اثر مختلفی بر میزان رشد آن‌ها دارد؛ یعنی این سیاست بر کیفیت تسهیلات‌دهی بانک‌ها نیز اثرگذار است و توزیع تسهیلات‌دهی را با تغییر مواجه می‌کند.

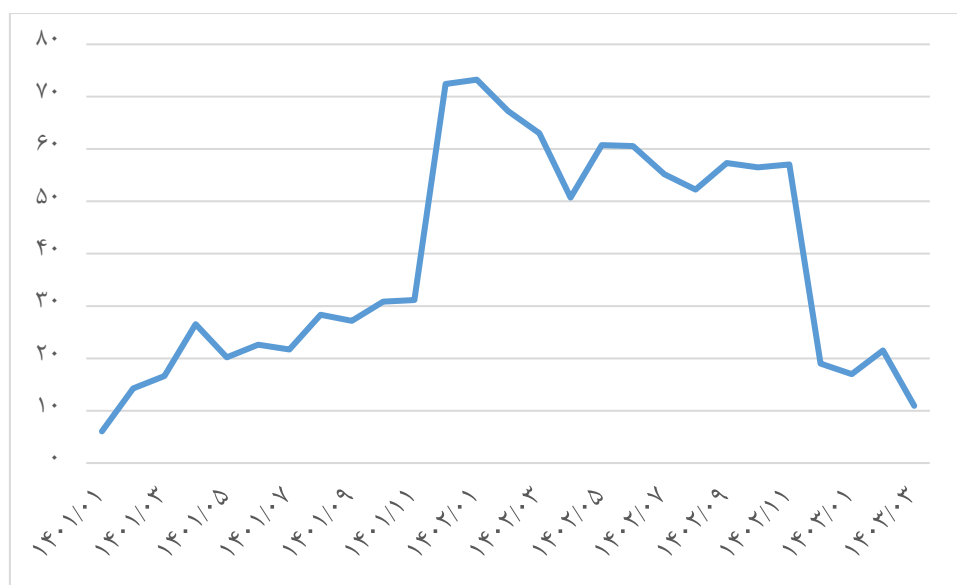
در این قسمت گزارش از منطق تحلیلی مشخصی استفاده می‌شود؛ بنابر محورهای چهارگانه ارائه شده از سبد تسهیلات بانکی، اگر نرخ رشد یک جزء (مثلاً تسهیلات کلان) در سبد تسهیلات‌دهی بیشتر از نرخ رشد کل تسهیلات باشد، سهم آن جزء در سبد تسهیلات‌دهی بزرگ‌تر شده است. اگر نرخ رشد تسهیلات آن جزء برابر

<sup>۴۱</sup> منظور از مفهوم کشش‌پذیری در اینجا این است که بانک چقدر قادر است یک قلم از تسهیلات را از پرتفوی خود حذف کند. بدین ترتیب کشش‌پذیری بالا نشان‌دهنده توان بالای بانک در حذف یک قلم از تسهیلات و کشش‌پذیری پایین نشان‌دهنده توان پایین بانک در حذف یک قلم از تسهیلات است.

با نرخ رشد کل تسهیلات باشد، سهم آن جزء تغییر نکرده است. اما اگر نرخ رشد یک جزء کمتر از نرخ رشد کل باشد، سهم آن در سبد تسهیلات دهی کوچکتر شده است یا حتی در برخی موارد حدی، بخش مربوطه از سبد تسهیلات گیرندگان حذف شده است که اصطلاحاً به آن برون‌رانی<sup>۴۲</sup> گفته می‌شود. در این بخش سهم اجزای مختلف از سبد تسهیلات دهی شبکه بانکی و احتمال برون‌رانی آن‌ها بررسی خواهد شد.

## ۲-۵-۱- تسهیلات به دولت

تسهیلات به دولت و شرکت‌های دولتی از جمله اجزای کم‌کشش سبد تسهیلات دهی بانک‌هاست و دولت به خاطر جایگاه و قدرت خود از طرق مختلف می‌تواند تسهیلات خود را از شبکه بانکی دریافت کند. مانده مطالبات شبکه بانکی از دولت نمایانگر مانده تسهیلات اعطایی به دولت است<sup>۴۳</sup> که چند جهش در سال ۱۴۰۱ تجربه کرده است. این جهش‌ها تا جایی تداوم می‌یابد که در انتهای سال ۱۴۰۱، مانده جمع سرفصل مربوط به مانده تسهیلات اعطایی به دولت، رشدی حدود ۷۲ درصدی را تجربه می‌کند اما در انتهای سال ۱۴۰۲ روند معکوس شده و به حدود ۱۹ درصد رشد مانده می‌رسد.



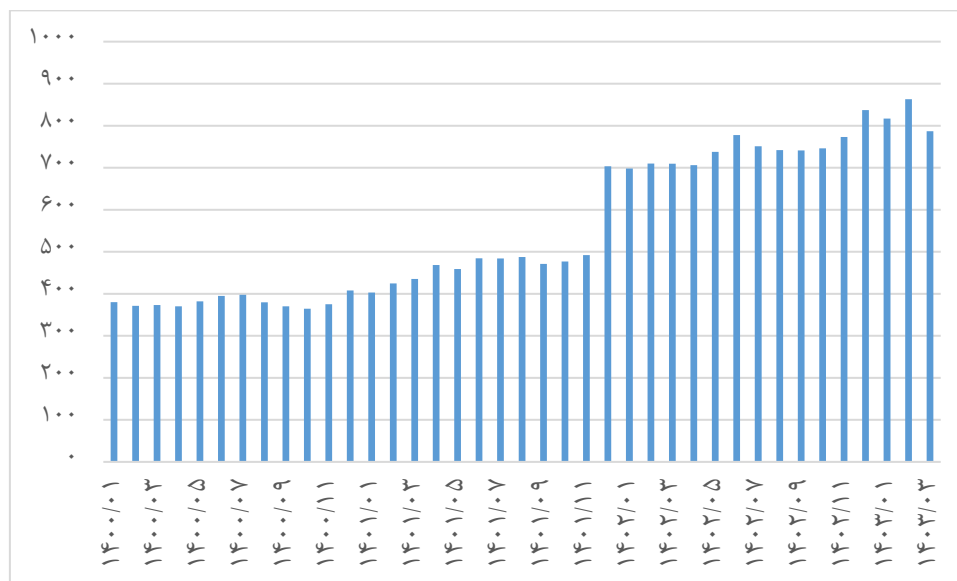
نمودار ۷. رشد نقطه به نقطه مانده مطالبات شبکه بانکی از دولت<sup>۴۴</sup>

<sup>42</sup> Crowding-out

<sup>۴۳</sup> این تنها مورد مطالبات شبکه بانکی از دولت نیست و در اقلام دیگر ترازنامه نیز می‌توان ردپای دولت را مشاهده کرد. همچنین در برخی موارد دولت سود تسهیلاتی که به اشخاص دولتی و غیردولتی داده شده است را تضمین می‌کند. پس از این تضمین تسهیلات به عنوان مطالبات از دولت ثبت می‌شود. در صورتی که در واقع متعلق به دولت نیست. اما با تسامح می‌توان گفت تسهیلات اعطایی به دولت ذیل سرفصل مطالبات شبکه بانکی از دولت قرار می‌گیرد.

<sup>۴۴</sup> بر اساس داده‌های خام بانک مرکزی

از طرفی رشد نقطه‌به‌نقطه‌ی مانده مجموع تسهیلات شبکه بانکی در انتهای سال ۱۴۰۱، ۳۵.۲ درصد و در انتهای سال ۱۴۰۲، ۲۶.۶ درصد بوده است؛ یعنی در سال ۱۴۰۱ رشد مانده تسهیلات این جزء از رشد مانده کل مجموع تسهیلات بزرگ‌تر بوده و سهم این جزء از سبد تسهیلات دهی بانک‌ها بیشتر شده است اما در سال ۱۴۰۲ سهم تسهیلات اعطایی به دولت کاهشی بود و رشد مانده تسهیلات دولت از رشد مانده مجموع تسهیلات کمتر بوده است. سؤالی که در ادامه باید بدان پرداخته شود، این است که بزرگ‌تر شدن سهم برخی اجزا در سبد تسهیلات دهی شبکه بانکی، مانند سهم دولت در ۱۴۰۱، از سهم کدام اجزاء دیگر کاسته است؟

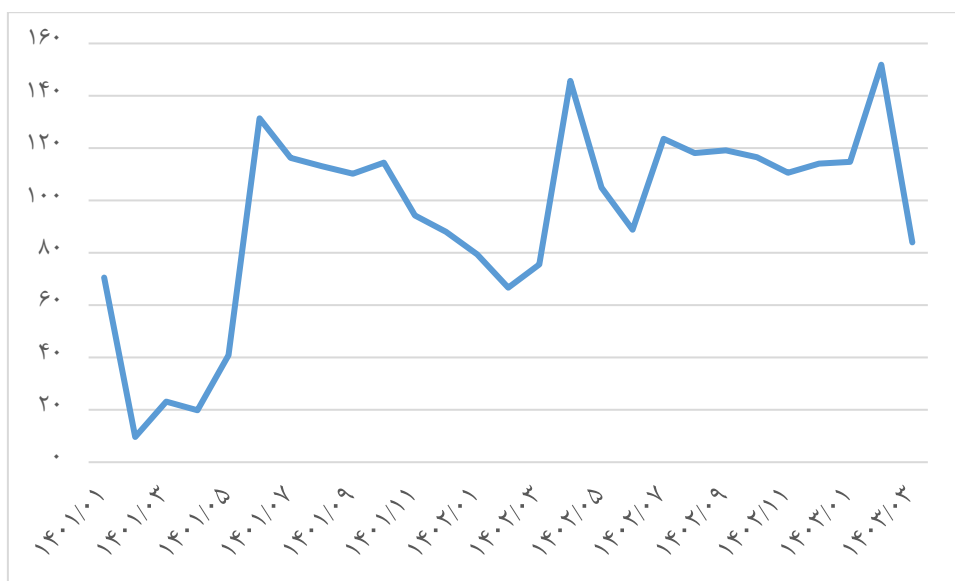
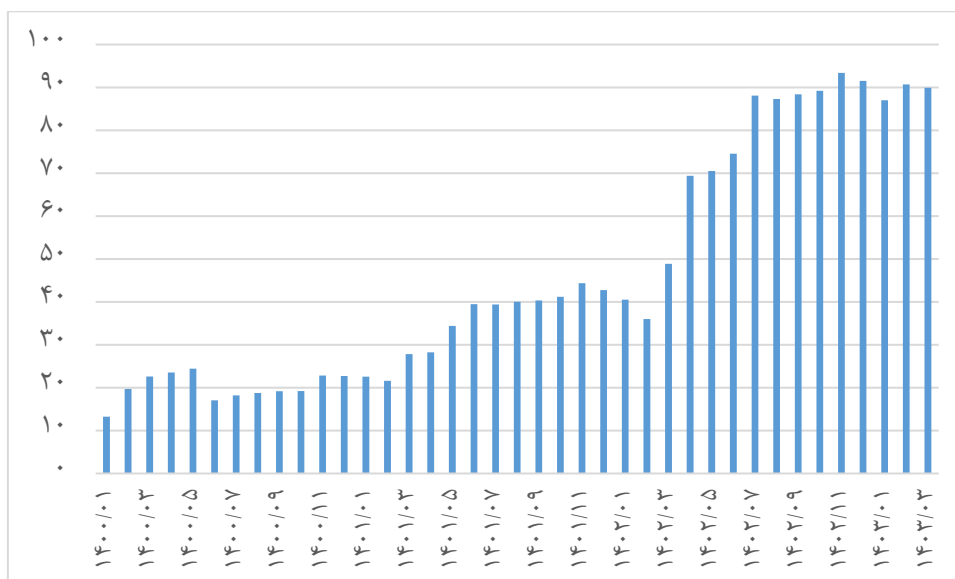


نمودار ۸. خالص مانده مطالبات شبکه بانکی از دولت (اعداد برحسب هزار میلیارد ریال)<sup>۴۵</sup>

## ۲-۵-۲- تسهیلات به شرکت‌های دولتی

تسهیلات به شرکت‌های دولتی نیز نوسانات مختلفی را پشت سر گذاشته است. رشد نقطه به نقطه مانده مطالبات شبکه بانکی از شرکت‌های دولتی به ۸۸ درصد در اسفند ۱۴۰۱ و ۱۱۴ درصد در اسفند ۱۴۰۲ رسیده است. هرچند در مقطعی این رشد کاهشی بوده اما میانگین ۷۷ درصدی رشد نقطه به نقطه در ۱۴۰۱ و میانگین ۱۰۴.۵ درصدی رشد نقطه به نقطه مانده در ۱۴۰۲ نشان از افزایش سهم این جزء از سبد تسهیلات دهی دارد. در مجموع سهم دولت و شرکت‌های دولتی در سبد مانده تسهیلات همان‌طور که انتظار می‌رفت، افزایشی بوده است زیرا رشد کلی تسهیلات دهی کاهش و رشد جزء خاص دولت و شرکت‌های دولتی افزایش یافته است. پس می‌توان نتیجه گرفت در کاهش میزان تسهیلات دهی و رشد نقدینگی ناشی از آن، اصابت کنترل ترازنامه به این جزء کم‌کشش بسیار کم بوده است.

<sup>۴۵</sup> بر اساس داده‌های خام بانک مرکزی


 نمودار ۹. رشد نقطه به نقطه مطالبات شبکه بانکی از شرکت‌های دولتی<sup>۴۶</sup>

 نمودار ۱۰. مانده مطالبات شبکه بانکی از شرکت‌های دولتی (اعداد برحسب هزار میلیارد تومان)<sup>۴۷</sup>

## ۲-۵-۳- تسهیلات کلان

«تسهیلات و تعهدات کلان به میزانی از تسهیلات دریافتی اشخاص حقیقی و حقوقی اطلاق می‌شود که حداقل ۱۰ درصد سرمایه پایه یک بانک باشد.<sup>۴۸</sup>» از سال ۱۴۰۱ طبق مصوبه‌ای در قانون بودجه از بین این تسهیلات و تعهدات کلان موارد دارای مبلغ بیشتر از ۱۰۰ میلیارد تومان بایست در سایت بانک مرکزی انتشار یابد. در این قسمت از سرفصل تسهیلات و تعهدات جاری یعنی تسهیلات و تعهداتی که هنوز معوق، مشکوک‌الوصول

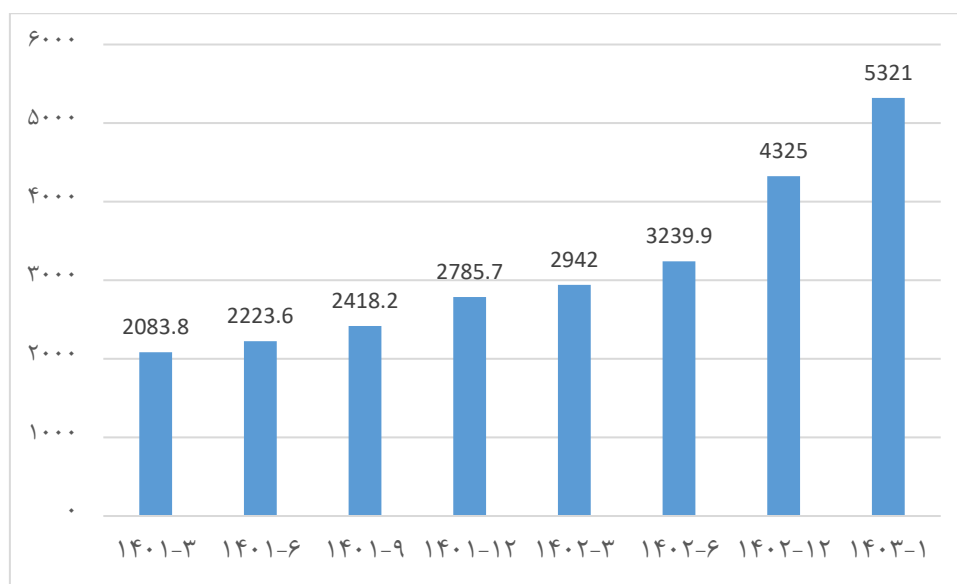
<sup>۴۶</sup> بر اساس داده‌های خام بانک مرکزی

<sup>۴۷</sup> همان

<sup>۴۸</sup> [بخشنامه تسهیلات و تعهدات کلان](#)

و سررسید گذشته نیستند، استفاده شده است. لازم به ذکر است که آمار داده شده مربوط به مانده تسهیلات است و نه رقم تسهیلات اعطایی. هرچند آمار تسهیلات کلان اعطایی منتشر نمی شود اما روند مانده تسهیلات می تواند نشانه ای از روند تسهیلات اعطایی باشد. همان طور که ملاحظه می شود، تسهیلات کلان از ابتدای سال ۱۴۰۱ تا اسفند سال ۱۴۰۲ روندی افزایشی داشته است و رشد نقطه به نقطه مانده در اسفند ۱۴۰۲، ۵۵ درصد بوده است. رشد نقطه به نقطه ۵۵ درصدی در حالی که مانده مجموع تسهیلات با نرخ رشد نقطه به نقطه ۲۶ درصد در حال افزایش است، به معنای افزایش سهم تسهیلات کلان در سبد تسهیلات دهی و اصابت کم کنترل ترازنامه به این جزء است.

تسهیلات کلان نیز مانند تسهیلات به دولت و شرکت های دولتی جزئی کم کشش است؛ فارغ از مواردی که بانک به افراد و شرکت های مرتبط تسهیلات کلان اعطا می کند، برخی از تسهیلات گیرندگان کلان، دارای سپرده های کلان در شبکه بانکی هستند که از آن به عنوان اهرم فشار برای دریافت تسهیلات استفاده می کنند. بانک ها نیز که نمی خواهند این سپرده های کلان خارج شود، برای اعطای تسهیلات با مشتریان سپرده گذار کلان، همکاری می کنند. مانده مجموع تسهیلات و تعهدات کلان جاری از ۲۰۸۳ هزار میلیارد تومان در خرداد ۱۴۰۱ به ۴۳۲۵ هزار میلیارد تومان در اسفند ۱۴۰۲ رسیده است.



نمودار ۱۱. مجموع مانده تسهیلات و تعهدات کلان جاری (ارقام به هزار میلیارد تومان)<sup>۴۹</sup>

با بررسی صرف تسهیلات کلان جاری و غیر جاری نیز نتایجی مشابه بررسی قبل به دست خواهد آمد؛ مانده تسهیلات کلان جاری و غیر جاری در انتهای سال ۱۴۰۱ معادل ۲۳۸۱ همت بوده است که این عدد در انتهای سال ۱۴۰۲ به ۳۷۸۷ همت صعود می کند. این صعود رشدی ۵۹ درصدی را با خود به همراه داشته

<sup>۴۹</sup> بر اساس داده های خام بانک مرکزی



است. رشد ۵۹ درصدی تسهیلات کلان جاری و غیر جاری، در صورتی که کل تسهیلات جاری و غیر جاری با نرخ ۲۶.۶ درصد رشد کرده است، گویای افزایش سهم تسهیلات کلان است.

#### ۲-۵-۴- تسهیلات غیر کلان

با افزایش سهم تسهیلات کلان، طبیعی است که تسهیلات غیر کلان دارای سهمی نزولی باشند. همانطور که در قسمت قبل توضیح داده شد، اطلاعات تسهیلات بالای ۱۰۰ میلیارد به عنوان تسهیلات کلان منتشر می‌شود. لذا در این قسمت از اطلاعات تسهیلات زیر ۱۰۰ میلیارد استفاده شده است. بررسی ارقام منتشر شده توسط بانک مرکزی نشان می‌دهد که تسهیلات غیر کلان مانده‌ای معادل ۳۲۰۲ همت در پایان سال ۱۴۰۱ داشته است. این عدد در انتهای سال ۱۴۰۲ به ۳۲۸۰ همت رسیده است یعنی تنها ۷۸ همت افزایش در مانده تسهیلات که ناشی از کاهش شدید رشد این نوع تسهیلات است. رشد مانده تسهیلات غیر کلان در انتهای سال ۱۴۰۲ تنها ۲ درصد بوده است. به عبارت دیگر مانده تسهیلات غیر کلان که در سال ۱۴۰۱ دارای سهم ۵۷ درصدی از سبد تسهیلات بوده، سهم خود را در انتهای ۱۴۰۲ در عدد ۴۶ درصد مشاهده کرده است. ما به تفاوت این کاهش سهم در تسهیلات غیر کلان، نصیب تسهیلات کلان شده است.

#### ۲-۵-۴-۱- تسهیلات قرض الحسنه

تسهیلات قرض الحسنه یک بخش از تسهیلات غیر کلان است. حجم مانده تسهیلات قرض الحسنه در سال ۱۴۰۱ به ۶۲۱ همت و در سال ۱۴۰۲ به ۹۲۹ همت رسیده است که به ترتیب رشدی ۷۲ درصدی و ۴۹ درصدی داشته است. بالاتر بودن رشد مانده این تسهیلات از مانده کل تسهیلات گرچه نشان‌دهنده افزایش سهم است اما دلایل مختلفی آن را پشتیبانی می‌کند.

دلیل نخست فشار دولت و دستگاه‌های دولتی به بانک‌ها برای پرداخت این نوع تسهیلات است که رشدهای بالای آن در سال‌های قبل از کنترل ترازنامه نیز حاکی از آن است. دلیل دوم ناشی از جنس این تسهیلات است؛ چون ذاتاً تسهیلات قرض الحسنه بلندمدت‌تر هستند<sup>۵۰</sup>، در انتهای سال مانده دار می‌شوند. این در حالی است که انواع دیگر تسهیلات کوتاه‌مدت‌تر بوده و ممکن است تا قبل از سال مالی تسویه شوند و مانده مربوط به آن‌ها محو شود. دلیل سوم افزایش مبلغ تسهیلات قرض الحسنه طی سال‌های مختلف است یعنی گرچه مانده کل تسهیلات در سال‌های اخیر افزایش قابل توجه داشته است اما چون مبلغ آن افزایش یافته است، نهایتاً

<sup>۵۰</sup> مانده تسهیلات ازدواج که دوره بازپرداخت آن ۱۰ ساله است.

تعداد افراد کمتری این تسهیلات را دریافت می‌کنند و صف این تسهیلات مانند تسهیلات ازدواج روزه‌روز بیشتر می‌شود.<sup>۵۱</sup>

جدول ۲. تغییرات مانده تسهیلات قرض‌الحسنه طی سالیان مختلف<sup>۵۲</sup>

سال	مانده تسهیلات	رشد مانده تسهیلات	سهم از مانده کل تسهیلات
۱۳۹۹	۲۳۵	۷۰	۰.۰۸
۱۴۰۰	۳۶۱	۵۳	۰.۰۸
۱۴۰۱	۶۲۱	۷۲	۰.۱۱
۱۴۰۲	۹۲۹	۴۹	۰.۱۳

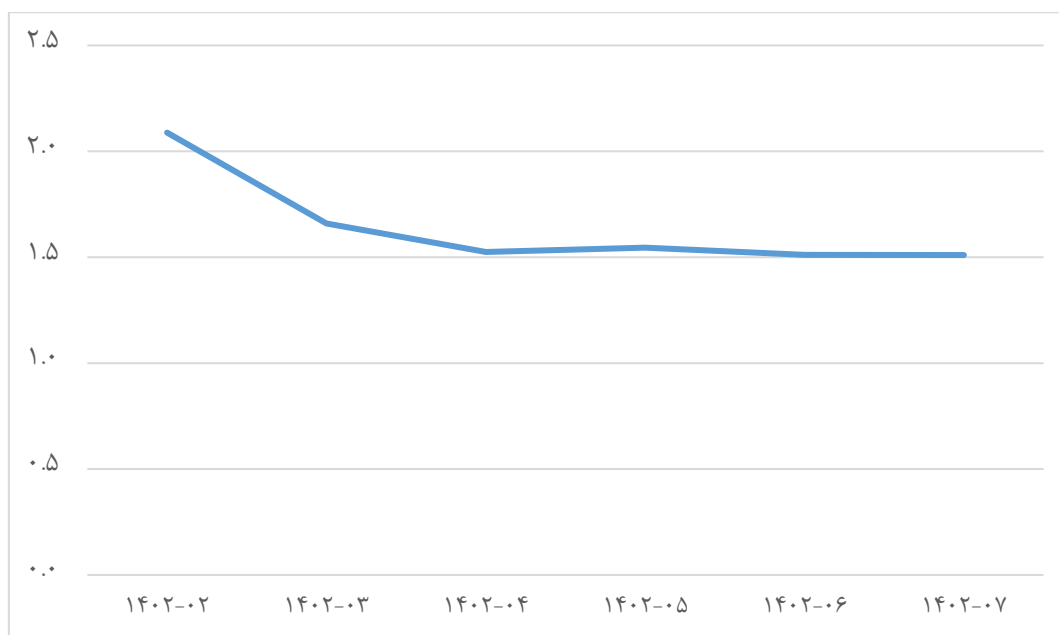
## ۲-۵-۵- تسهیلات امهالی

تسهیلات امهالی فرمول محاسبه مشخصی در ایران ندارد و اکثر آمارهای اعلامی توسط پژوهشگران این حوزه از روش‌های ابداعی و ابتکاری و به‌صورت تخمینی است اما بانک مرکزی با عنایت به تکلیف مقرر در قانون بودجه سال ۱۴۰۲، جداولی مستخرج از سامانه سمات منتشر کرده است که هرچند آمار آن در جزئیات بسیار قابل مناقشه و دچار کم برآوردی است اما در کلیات قابل بررسی است.

در نمودار بعد مشاهده می‌شود که نسبت مانده تسهیلات امهالی به مانده کل تسهیلات بعد از کمی کاهش در اوایل ۱۴۰۲، به‌صورت روندی ثابت به کار خود ادامه داده است و قدر متیقن آن است که سهم این جزء، ثابت باقی مانده است. اما بایست گفت که معمولاً چون بانک‌ها این اطلاعات را به‌صورت کامل ارائه نمی‌دهند و سامانه سمات نیز اطلاعات داده‌شده را صحت‌سنجی و تقاطع‌گیری نمی‌کند، اطلاعات دچار کم‌برآوردی شده است که خود می‌تواند نشان از افزایش سهم تسهیلات امهالی در سبد تسهیلات باشد. داده‌های موجود نشان می‌دهد سهم تسهیلات امهالی در سبد تسهیلات‌دهی افزایش یافته است و به‌تبع آن رشد نقطه‌به‌نقطه مانده این تسهیلات بیش از رشد نقطه‌به‌نقطه مانده مجموع تسهیلات بوده است که به معنای اصابت کم کنترل ترازنامه به این جزء خاص است.

<sup>۵۱</sup> آمار مربوط به صف تسهیلات ازدواج از پایگاه اینترنتی بانک مرکزی حذف شده است به این دلیل گزارش به آمار و مستندات مربوط به صف تسهیلات ازدواج نپرداخته است.

<sup>۵۲</sup> بر اساس داده‌های بانک مرکزی



نمودار ۱۲. نسبت تسهیلات امهالی به مجموع تسهیلات<sup>۵۳</sup>

به لحاظ نظری نیز چون این جزء، کم‌کشش است، قابل انتظار است که کنترل ترازنامه نتواند تأثیر زیادی بر آن بگذارد. «اساساً تسهیلات به دولت و شرکت‌های دولتی، تسهیلات به صاحبان سپرده‌های کلان، تسهیلات به شرکت‌های بزرگ و تسهیلات امهالی کشش‌پذیری کمی نسبت به این سیاست [کنترل مقدراری ترازنامه] دارند و به علل مختلف با کاهش همراه نمی‌شوند<sup>۵۴</sup>».

## ۲-۶- اثرات سیاست بر تأمین مالی (برون‌رانی بخش تولیدی)

پس از بررسی اثرات سیاست کنترل ترازنامه بر حجم تسهیلات دولت، شرکت‌های دولتی، تسهیلات کلان و امهالی، بهتر است قدری جزئی‌تر و دقیق‌تر اثرات این سیاست بر تأمین مالی صنایع و شرکت‌های مختلف بررسی شود. در ادامه اثرات سیاست بر تسهیلات چهار صنعت منتخب مواد شیمیایی-متنوع، فولاد، مواد غذایی و سیمان، آهک و گچ بررسی می‌شود.

قبل از شروع ارزیابی ذکر چند نکته لازم است. نکته‌ی اول اینکه برای شرکت‌های مختلف از ترازنامه تلفیقی شرکت استفاده شده است زیرا در صورت استفاده از ترازنامه جداگانه، شرکت اصلی می‌تواند با جابجایی تسهیلات بین شرکت‌های زیرمجموعه خود در سال‌های مختلف نتایجی غیرواقعی را نشان دهد؛ به عنوان مثال شرکت الف یک شرکت اصلی و دارای دو شرکت زیرمجموعه ب و ج است. در سال اول شرکت الف از طریق ترازنامه

<sup>۵۳</sup> بر اساس داده‌های خام بانک مرکزی

<sup>۵۴</sup> طاهر رحیمی، کارشناس اقتصادی، مصاحبه، ابان ۱۴۰۲

شرکت ب تسهیلات دریافت می‌کند و در سال دوم از طریق ترازنامه شرکت ج. در این صورت اگر ترازنامه جداگانه بررسی شود، نتیجه آن است که شرکت ب و ج هرکدام در یک سال تسهیلات دریافت کرده‌اند و در سال دیگر محروم از تسهیلات بوده‌اند، اما اگر ترازنامه شرکت اصلی یعنی الف بررسی شود، مشاهده می‌شود این شرکت در هر دو سال تسهیلات دریافت کرده است در یک سال از طریق شرکت ب و در سال بعد از طریق شرکت ج. لذا بررسی ترازنامه تلفیقی منجر به خنثی شدن این نوع کژ منشی<sup>۵۵</sup> از طرف شرکت‌ها خواهد شد. این تقریباً همان مفهوم ذی‌نفع واحد است؛ «ذی‌نفع واحد، یک یا چند شخص حقیقی یا حقوقی است که به‌طور مستقل و به‌واسطه برخورداری از روابط مالکیتی، مدیریتی، مالی و کنترلی یا به هر نحو دیگری می‌توانند موسسه اعتباری را در معرض ریسک قرار دهند؛ به‌این ترتیب که مشکلات یکی از آن‌ها بتواند به دیگری تسری یابد، و منجر به عدم بازپرداخت یا ایفای به‌موقع تسهیلات یا تعهدات آن‌ها شود»<sup>۵۶</sup>.

نکته‌ی دیگر اینکه تسهیلات شرکت‌ها مانند تسهیلات در قسمت قبل از ابتدای سال ۱۴۰۰ مورد بررسی قرار می‌گیرد زیرا بنابر گفته‌ی کارشناسان بانک مرکزی سیاست در آذرماه ۱۳۹۹ به تمام بانک‌ها ابلاغ شده و تاریخ شروع اولین ارزیابی از سیاست و اعمال جریمه از ابتدای سال ۱۴۰۰ بوده است. بدین ترتیب رشد مانده تسهیلات از ابتدای ۱۴۰۱ مورد توجه قرار گرفته است.

نکته‌ی سوم در ارزیابی شرکت‌ها این است که بهتر است ترازنامه شرکت‌ها و صنایع در دوره‌های سه تا پنج‌ساله بررسی شود زیرا در دوره‌های یکی دوساله ممکن است شرکت دارای نوساناتی در رفتار باشد که به علل مختلف رخ داده است؛ به عنوان مثال سال ۱۴۰۱ با حذف ارز ترجیحی یک سال خاص برای صنایع مواد غذایی بوده است و طبیعی است که در این سال خاص تسهیلات صنعت و شرکت‌های ذیل آن افزایش یابد. از طرفی بررسی بیش از این بازه زمانی ممکن است اثر سیاست را به‌خوبی نشان ندهد زیرا در بازه‌های بلندمدت سایر عوامل نیز در حال تغییرند؛ به عنوان مثال تغییر در فناوری تولید، توسعه شرکت، تغییر کاربری و... می‌تواند نظام مالی یک شرکت یا صنعت را به‌کلی تغییر دهد. لذا بدین ترتیب دوره‌ی سه‌ساله‌ی ۱۴۰۰، ۱۴۰۱ و ۱۴۰۲ برای بررسی و ارزیابی توسط این گزارش برگزیده شده است.

نکته‌ی نهایی اینکه بایست در اصل، تسهیلات پرداختی (اعطایی) به شرکت‌ها و صنایع مورد بررسی قرار بگیرد اما چون این اطلاعات توسط بانک‌ها منتشر نمی‌شود و مدل‌هایی مانند بانکداری متمرکز<sup>۵۷</sup> هنوز در ایران پیاده‌سازی نشده است از مانده تسهیلات انتهای دوره استفاده می‌شود. گفتنی است برای ارزیابی با دقت بالاتر بهتر است ترازنامه میان‌دوره ۶ ماهه و ۳ ماهه نیز مورد بررسی قرار بگیرد زیرا ممکن است شرکت در فصل بهار

<sup>55</sup> Moral Hazard

<sup>57</sup> core banking

تسهیلات کوتاه مدت ۳ ماهه اخذ کرده و انتهای بهار همان سال تسویه کرده باشد؛ از این اتفاق نشانی در مانده تسهیلات پایان دوره نیست.

#### ۲-۶-۱- اثرات سیاست بر تأمین مالی ۴ صنعت منتخب

همان طور که در جدول بعد نمایش داده شده است، در سال ۱۴۰۱ که رشد مانده مجموع تسهیلات شبکه ۳۵ درصد بوده است، تسهیلات صنعت پتروشیمی با رشدی ۱۲۱ درصدی، ۲۲ همت مانده تسهیلات بر جای گذاشته است و سهم خود در سبد تسهیلات را بزرگتر کرده است. این صنعت در سال ۱۴۰۲ نیز با رشدی ۳۶ درصدی بالاتر از رشد ۲۶.۶ درصد مانده مجموع تسهیلات، روند سال قبل خود را تداوم بخشیده که منجر به مانده‌ای به حجم ۳۰ همت شده است. صنعت فولاد نیز در رفتاری مشابه با صنعت پتروشیمی، در سال ۱۴۰۱ رشدی ۸۸ درصدی و در سال ۱۴۰۲ رشدی ۳۱ درصدی را تجربه کرده که در هر دو سال رشد مانده تسهیلات این صنعت از رشد مانده مجموع تسهیلات بیشتر بوده است و سهم این صنعت نیز در سبد تسهیلات دهی در هر دو سال افزایشی بوده است. مانده تسهیلات صنعت فولاد در انتهای سال ۱۴۰۱، ۵۹ همت و در انتهای سال ۱۴۰۲، ۷۷ همت بوده است.

صنعت مواد غذایی نیز در سال ۱۴۰۱، رشدی ۵۹ درصدی را تجربه کرده است و توانسته رشد خود را در سال ۱۴۰۲، در سطح ۴۵ درصد نگه دارد. این صنعت در انتهای سال ۱۴۰۲ به ۸.۸ همت مانده تسهیلات رسیده است. در نهایت صنعت سیمان، آهک و گچ که در سال ۱۴۰۱ با رشدی کمتر از رشد مانده مجموع تسهیلات یعنی رشد ۳۰ درصدی سهم خود در سبد تسهیلات را کاهش داده بود، در سال ۱۴۰۲ با ۶۳ درصد رشد در مانده تسهیلات توانسته کاهش سهم خود در سال گذشته را جبران کند؛ مانده تسهیلات این صنعت در انتهای سال ۱۴۰۲ به میزان ۳ همت بوده است.

جدول ۳. رشد و مانده تسهیلات سرفصل‌های مختلف در سال ۱۴۰۱ و ۱۴۰۲ (ارقام مانده به هزار میلیارد تومان)<sup>۵۸</sup>

۱۴۰۱		۱۴۰۲		
مانده (اسفند)	رشد	مانده (اسفند)	رشد	
۵۵۸۳	۳۵.۲	۷۰۶۸	۲۶.۶	مجموع تسهیلات
۷۰۳.۳	۷۲	۸۳۷	۱۸	تسهیلات دولت
۴۲.۷	۸۸	۹۹.۵	۱۱۴	ت. شرکت‌های دولتی
۲۳۸۱	-	۳۷۸۷	۵۹	تسهیلات کلان
۳۲۰.۲	-	۳۲۸۰	۲	تسهیلات غیر کلان
۶۲۱	۷۲	۹۲۹	۴۹	تسهیلات قرض‌الحسنه
۲۲.۲	۱۲۱	۳۰.۴	۳۶	ت. صنعت پتروشیمی <sup>۵۹</sup>
۵۹.۲	۸۸	۷۷.۸	۳۱	ت. صنعت فولاد <sup>۶۰</sup>
۶	۵۹	۸.۸	۴۵	ت. صنعت مواد غذایی <sup>۶۱</sup>
۱.۹	۳۰	۳.۱	۶۳	ت. صنعت سیمان، آهک و گچ <sup>۶۲</sup>

هرچند در اکثر صنایع نام‌برده کاهش سهم تسهیلات در سبد تسهیلات‌دهی مشاهده نمی‌شود اما بهتر است صنایع مختلف به تفکیک مقیاس شرکت‌ها نیز بررسی شوند. بعد از اعمال سیاست کنترل ترازنامه، این‌طور به نظر می‌رسید که بیشترین اصابت این سیاست به شرکت‌های متوسط و کوچک بوده است؛ یعنی کاهش تسهیلات و برون‌رانی از سبد تسهیلات‌دهی بیشتر متوجه شرکت‌های کوچک و متوسط بوده است و شرکت‌های بزرگ کمتر برون‌رانی شده یعنی سهم آن‌ها کمتر کاهش یافته است. برای آزمون این فرضیه، صورت مالی شرکت‌های بورسی صنعت مواد غذایی بررسی شد که در ادامه نتایج این بررسی بیان خواهد شد.

## ۲-۶-۲- اثرات بر تأمین مالی بنگاه‌های بزرگ مقیاس و کوچک مقیاس

طی این بررسی صورت‌های مالی حسابرسی شده ۱۸ شرکت مواد غذایی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. ابتدا شرکت‌های مختلف بر اساس میزان فروش دسته‌بندی شدند؛ شرکت‌هایی که دارای میزان فروش ۹۰۰ میلیارد

<sup>۵۸</sup> بر اساس داده‌های خام بورس ویو و بانک مرکزی

<sup>۵۹</sup> مجموع ترازنامه ۳۰ شرکت پتروشیمی

<sup>۶۰</sup> مجموع ترازنامه ۲۴ شرکت فولادی

<sup>۶۱</sup> مجموع ترازنامه ۱۷ شرکت مواد غذایی

<sup>۶۲</sup> مجموع ترازنامه ۳۴ شرکت سیمان، آهک و گچ

به بالا بودند، در دسته شرکت‌های بزرگ‌مقیاس و شرکت‌هایی که کمتر از این میزان فروش داشتند در دسته کوچک‌مقیاس طبقه‌بندی شدند؛ فهرست این شرکت‌ها به شرح زیر است.

جدول ۴. فهرست شرکت‌های بررسی شده<sup>۶۳</sup>

شرکت‌های کوچک‌مقیاس	شرکت‌های بزرگ‌مقیاس	نام شرکت‌ها
نوش پونه مشهد	کوروش	
نشاسته و گلوکز آردینه	بهشهر	
دشت مرغاب	زر ماکارون	
کشت و صنعت چین چین	زرنام	
بهاران گل‌بهار خراسان	بهپاک	
خوراک دام پارس	مهرام	
کشت و صنعت پیاذر	گلوکوزان	
شهد ایران	پنبه و دانه‌های روغنی خراسان	
نوش مازندران	کشت و صنعت شهداب ناب خراسان	

بر اساس اطلاعات استخراج‌شده از صورت مالی شرکت‌های بزرگ‌مقیاس که در جدول بعد نشان داده شده است، مجموع این شرکت‌ها در سال ۱۴۰۰، ۸ هزار میلیارد تومان مانده سرمایه در گردش<sup>۶۴</sup> داشته‌اند و این مبلغ در طی دو سال به ۱۷ هزار میلیارد تومان رسیده است؛ این در حالی است که مانده تسهیلات دریافتی توسط مجموع این شرکت‌ها از ۴ هزار میلیارد تومان در سال ۱۴۰۰ به ۱۴ هزار میلیارد تومان در سال ۱۴۰۲ رسیده است. مجموع این ارقام نشان می‌دهد که شرکت‌های بزرگ‌مقیاس صنعت مواد غذایی که در سال ۱۴۰۰ مجموعاً دارای نسبت مانده تسهیلات به مانده سرمایه در گردش ۴۹ درصد بوده‌اند، توانسته‌اند ۴۹ درصد از نیاز به تأمین مالی خود را از طریق تسهیلات برآورده کنند. این شرکت‌ها در سال ۱۴۰۲ توانسته‌اند این رقم را به ۷۹ درصد برسانند که نشان می‌دهد توانایی مجموع آن‌ها برای دریافت تسهیلات نه تنها کم نشده بلکه بیشتر نیز شده است.

<sup>۶۳</sup> بر اساس رتبه‌بندی بورس ویو

<sup>۶۴</sup> فرمول محاسبه سرمایه در گردش بدین شرح است؛ موجودی نقد به علاوه موجودی مواد و کالا به علاوه پیش‌پرداخت‌ها به علاوه دریافتی‌ها منهای پیش‌دریافت‌ها منهای پرداختی‌ها

جدول ۵. ترازنامه منتخب مجموع شرکت‌های بزرگ مقیاس (ارقام برحسب میلیارد تومان)<sup>۶۵</sup>

نسبت مانده تسهیلات به مانده سرمایه در گردش	مانده تسهیلات	مانده سرمایه در گردش	
۰.۴۹	۴۱۲۵	۸۳۵۹	۱۴۰۰
۰.۶۱	۱۲۳۴۷	۲۰۳۹۵	۱۴۰۱
۰.۷۹	۱۴۰۸۱	۱۷۸۲۸	۱۴۰۲

 جدول ۶. ترازنامه منتخب شرکت‌های بزرگ مقیاس (ارقام برحسب میلیارد تومان)<sup>۶۶</sup>

۱۴۰۱			۱۴۰۲			سال مالی
نسبت تسهیلات به سرمایه در گردش	تسهیلات	سرمایه در گردش	نسبت تسهیلات به سرمایه در گردش	تسهیلات	سرمایه در گردش	نام شرکت
۰.۲۴	۱۵۴۷	۶۵۰۹	۱.۱۳	۳۹۷۱	۳۵۲۰	کوروش
۰.۶۱	۳۷۶۵	۶۱۷۶	۰.۴۵	۲۷۰۹	۶۰۸۳	بهشهر
۰.۲۰	۵۲۲	۲۵۵۷	۰.۱۶	۵۸۲	۳۵۵۸	زر ماکارون
۲.۴۹	۵۲۳۰	۲۱۰۲	۲.۴۸	۵۷۹۰	۲۳۳۷	زرنام
۰.۴۲	۳۳۷	۸۰۵	۰.۳۲	۱۱۷	۳۶۸	بهپاک
۰.۷۱	۴۵۹	۶۴۴	۰.۶۶	۵۲۳	۷۹۵	مهرام
۰.۲۸	۱۹۶	۷۱۱	۰.۹۱	۱۴۳	۱۵۷	گلوکوزان
۰.۶۶	۱۹۶	۲۹۶	۰.۸۲	۱۷۲	۲۰۹	پنبه و دانه‌های روغنی خراسان
۰.۱۴	۸۴	۵۹۰	۰.۰۹	۷۰	۷۹۸	کشت و صنعت شهداب ناب خراسان

اطلاعات مجموع شرکت‌های کوچک مقیاس نتایج کاملاً متفاوتی را در بر دارد؛ این شرکت‌ها در سال ۱۴۰۰ مجموعاً ۵۶۴ میلیارد تومان مانده سرمایه در گردش داشته‌اند. این رقم در سال ۱۴۰۲ به ۱.۴ هزار میلیارد

<sup>۶۵</sup> بر اساس صورت‌های مالی منتشر شده در کدال

<sup>۶۶</sup> همان



تومان می‌رسد. اما مجموع مانده تسهیلات در سال ۱۴۰۰، ۱۱۳ میلیارد و در سال ۱۴۰۲، ۹۶ میلیارد بوده است. ارقام استخراج شده نشان از این دارد که نسبت مانده تسهیلات به مانده سرمایه در گردش که در سال ۱۴۰۰ به میزان ۲۰ درصد بوده است، در سال ۱۴۰۲ به ۷ درصد رسیده است یعنی شرکت‌های کوچک مقیاس ۱۳ واحد درصد کمتر توانسته‌اند از طریق تسهیلات، تأمین مالی برای سرمایه در گردش انجام بدهند؛ این کاهش مؤید آن است که اصابت سیاست کنترل ترازنامه به این شرکت‌ها مؤثر بوده و این شرکت‌ها از محل این سیاست آسیب بیشتری دیده‌اند.

جدول ۷. ترازنامه منتخب مجموع شرکت‌های کوچک مقیاس (ارقام بر حسب میلیارد تومان)<sup>۶۷</sup>

نسبت مانده تسهیلات به مانده سرمایه در گردش	مانده تسهیلات	مانده سرمایه در گردش	
۰.۲۰	۱۱۳	۵۶۴	۱۴۰۰
۰.۰۹	۸۸	۹۵۲	۱۴۰۱
۰.۰۷	۹۶	۱۴۶۴	۱۴۰۲

جدول ۸. ترازنامه منتخب شرکت‌های کوچک مقیاس (ارقام به میلیارد تومان)<sup>۶۸</sup>

سال مالی		۱۴۰۲			۱۴۰۱	
نام شرکت	سرمایه در گردش	تسهیلات	نسبت تسهیلات به سرمایه در گردش	سرمایه در گردش	تسهیلات	نسبت تسهیلات به سرمایه در گردش
نوش پونه مشهد	۲۹۶	۶۶	۰.۲۳	۲۳۹	۶۰	۰.۲۵
نشاسته و گلوکز آردینه	۴۳۰	۰	۰.۰۰	۱۹۵	۰	۰.۰۰
دشت مرغاب	۹	۱	۰.۱۶	۲۲	۱۲	۰.۵۴
کشت و صنعت چین چین	۲۸۶	۰	۰.۰۰	۱۹۱	۰.۰۰	۰.۰۰
بهاران گل‌بهار خراسان	۱۸۴	۰	۰.۰۰	۱۰۸	۰	۰.۰۰
خوراک دام پارس	۳۱	۰	۰.۰۰	۲۶	۰	۰.۰۰
کشت و صنعت پیاذر	۸۵	۰	۰.۰۰	۴۷	۴	۰.۰۹
شهد ایران	۸۲	۰	۰.۰۰	۸۳	۰	۰.۰۰
نوش مازندران	۵۷	۲۷	۰.۴۸	۳۸	۱۱	۰.۳۰

<sup>۶۷</sup> بر اساس صورت‌های مالی منتشر شده در کدال

<sup>۶۸</sup> همان

همان‌طور که اشاره شد، شرکت‌های بزرگ‌مقیاس صنعت مواد غذایی کمتر از سیاست کنترل ترازنامه متضرر شده‌اند و ضرر بیشتر متعلق به شرکت‌های کوچک‌مقیاس بوده است اما نکته‌ای که بایست بدان اشاره شود این است که شرکت‌های کوچک‌مقیاسی که تسهیلات آن‌ها محدود شده است، همه شرکت‌های بورسی هستند یعنی برای ورود به بورس شرایط و ضوابطی مشخصی را پشت سر گذاشته بودند که یکی از این ضوابط داشتن حداقل ۹۰ میلیارد تومان به‌عنوان سرمایه پایه شرکت است. این بدین معنی است که این شرکت‌ها در مقابل شرکت‌هایی که بورسی نیستند، یک شرکت متوسط یا بزرگ محسوب می‌شوند و نتیجه‌ی بحث آن است که اگر این شرکت‌ها که در نسبت با شرکت‌های غیر بورسی مقیاسی متوسط و بزرگ دارند، با محدودیت تسهیلات مواجه شده‌اند، شرکت‌های کوچک و غیر بورسی به‌مراتب بیشتر از این شرکت‌ها از اخذ تسهیلات محروم شده‌اند.

### ۲-۶-۳- اثرات بر تأمین مالی بنگاه‌های سپرده‌گذار در شبکه بانکی

در قسمت قبل این‌طور بحث شد که شرکت‌های بزرگ کمتر از سیاست کنترل مقداری رشد ترازنامه آسیب‌دیده‌اند و محدودیت تسهیلات‌دهی بیشتر متوجه شرکت‌های متوسط و کوچک بوده است. در این قسمت به بررسی این فرضیه پرداخته خواهد شد که شرکت‌های سپرده‌گذار می‌توانند با اهرم کردن سپرده‌های خود، تسهیلات دریافت کنند. بدین منظور ۵ شرکت با سپرده‌های کلان مورد بررسی قرار گرفته‌اند. فولاد مبارکه با ۲۶ همت مانده سپرده<sup>۶۹</sup> در سال ۱۴۰۱، پتروشیمی نوری با ۱۴ همت، پتروشیمی فن‌آوران با ۷ همت، پتروشیمی مارون با ۵ همت و شرکت مواد غذایی کورش با ۱.۶ همت مانده سپرده در سال ۱۴۰۱، شرکت‌های منتخب برای بررسی هستند.

«این شرکت‌های بزرگ با وجود اینکه سپرده‌های کلان نزد شبکه بانکی دارند، اما از این سپرده‌ها به‌عنوان سرمایه در گردش استفاده نمی‌کنند و تسهیلات سرمایه در گردش یا تسهیلات جاری خود را از شبکه بانکی اخذ می‌کنند. به‌عنوان مثال شرکت مواد غذایی کورش که ۱۶۰۰ میلیارد تومان مانده سپرده در سال ۱۴۰۱ دارد، به میزان ۱۵۰۰ میلیارد مانده تسهیلات جاری سرمایه در گردش دارد؛ سؤال اصلی این است که این شرکت که بیش از نیاز به تسهیلات خود سپرده دارد، چرا از سپرده خود برای تأمین نیاز سرمایه در گردش استفاده نمی‌کند و به دنبال اخذ تسهیلات از شبکه بانکی است؟ این تسهیلات در شرایطی به این شرکت داده می‌شود که سایر بنگاه‌های خرد و متوسط در تنگنای مالی به سر می‌برند.

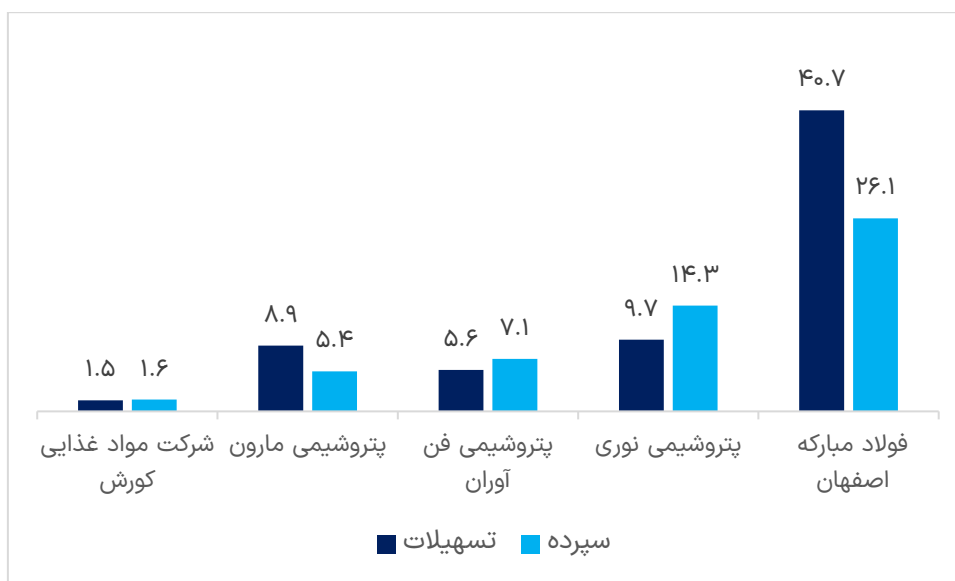
شرکت پتروشیمی مارون که در سال ۱۴۰۱ حدود ۵۴۰۰ میلیارد تومان مانده سپرده داشته است، به میزان ۶۲۰۰ میلیارد تومان مانده تسهیلات جاری در ترازنامه خود ثبت کرده است. دو پتروشیمی نوری و فن‌آوران نیز وضع مشابهی دارند؛ پتروشیمی نوری ۱۴۰۰۰ میلیارد تومان مانده سپرده دارد و در سال ۱۴۰۱ به میزان ۹۷۰۰ میلیارد تومان مانده تسهیلات ثبت کرده است. پتروشیمی فن‌آوران نیز ۷۰۰۰ میلیارد تومان مانده

<sup>۶۹</sup> این عدد برگرفته شده از قلم سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت در ترازنامه است که هرچند اقلام دیگری غیر از سپرده بانکی را نیز شامل می‌شود اما عمده آن مربوط به همین سپرده‌گذاری در شبکه بانکی است.

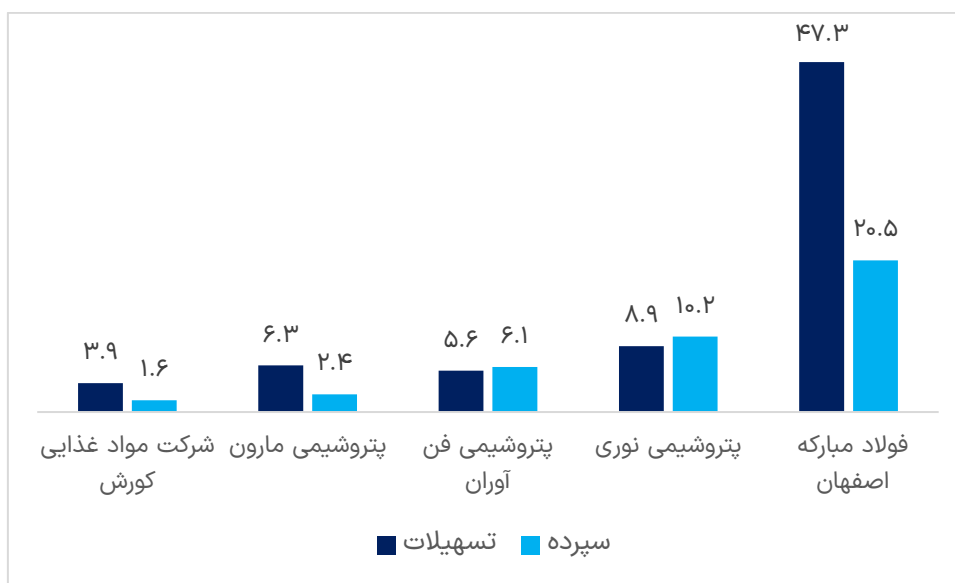
سپرده دارد و ۵۶۰۰ میلیارد تومان مانده تسهیلات جاری برای سرمایه در گردش ثبت کرده است. در نهایت فولاد مبارکه اصفهان با ۲۶۰۰۰ میلیارد تومان مانده سپرده ۴۰۰۰۰ میلیارد تومان مانده تسهیلات ثبت کرده که جزو بزرگ‌ترین تسهیلات‌گیرندگان کلان بوده است.

آمارهای بحث شده چون متعلق به انتهای دوره است، می‌تواند با دو فرضیه بررسی شود؛ فرضیه اول آن است که برخی شرکت‌های بزرگ سپرده‌های خود را اهرم فشار کرده و تسهیلات دریافت می‌کنند و فرضیه دوم آن است که این سنخ شرکت‌ها از محل تسهیلات دریافتی، سپرده‌گذاری می‌کند. هر دو فرضیه در شرایطی که کنترل ترازنامه موجب کاهش تسهیلات برخی بنگاه‌های اقتصادی و تنگنای مالی شدید آن‌ها شده، بهینه نیست. هرچند کارکرد بهینه نظام بانکی برای برطرف کردن نیاز تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی است، اما آنچه مشاهده می‌شود این است که تسهیلات به بنگاه‌هایی اختصاص پیدا می‌کند که خود سپرده‌گذار هستند و اساساً اگر نیاز به تأمین مالی دارند، باید از محل سپرده‌های خود نزد شبکه بانکی تأمین مالی کنند نه آنکه سپرده‌ها را دست‌نخورده باقی بگذارند و آن‌ها را اهرم فشاری برای گرفتن تسهیلات قرار دهند؛ این‌گونه بنگاه‌های اقتصادی که نیاز به تسهیلات ندارند، سهمیه تسهیلات بنگاه‌های اقتصادی که محتاج تسهیلات هستند را به خود اختصاص می‌دهند.<sup>۷۰</sup>»

در سال ۱۴۰۲ نیز روند مانند گذشته است؛ هرچند از مانده سپرده و تسهیلات برخی از این بنگاه‌ها کاسته شده اما همچنان این بنگاه‌ها به میزان معناداری مانده سپرده دارند و تسهیلات جاری سرمایه در گردش دریافت می‌کنند. فولاد مبارکه حدود ۲۰ همت، پتروشیمی نوری حدود ۱۰ همت، پتروشیمی فن‌آوران حدود ۶ همت، پتروشیمی مارون حدود ۲ همت و شرکت کورش حدود ۱ همت مانده سپرده در سال ۱۴۰۲ داشته‌اند.



نمودار ۱۳. مانده سپرده و تسهیلات در انتهای سال ۱۴۰۱ (ارقام به ه م ت)<sup>۷۱</sup>



نمودار ۱۴. مانده سپرده و تسهیلات در انتهای سال ۱۴۰۲ (ارقام به ه م ت)<sup>۷۲</sup>

## ۲-۶-۴- اثرات بر تأمین مالی شرکت‌های منتخب

نهایتاً در این فصل تسهیلات برخی شرکت‌های منتخب بررسی شده و نتایج آن در ادامه بحث خواهد. البته برای ارزیابی دقیق صرف بررسی رشد مانده تسهیلات عایدی خاصی ندارد و این رشد باید با رشد فروش و سرمایه

<sup>۷۱</sup> بر اساس صورت‌های مالی منتشر شده در کدال

<sup>۷۲</sup> بر اساس صورت‌های مالی منتشر شده در کدال

در گردش شرکت مقایسه شود اما به اجمال رشد مانده تسهیلات هشت شرکت منتخب در ادامه گزارش شده است. این شرکت‌ها عبارت‌اند از فولاد خوزستان، شستا، زامیاد، گروه صنعتی بوتان، کویر تایر، ایران خودرو، ملی صنایع مس ایران و سیمان تهران.

در بین این هشت شرکت، شرکت فولاد خوزستان با ۱۶۷ درصد رشد مانده تسهیلات در سال ۱۴۰۲ و رشد ۱۰۲ درصد مانده تسهیلات در سال ۱۴۰۱، بیشترین افزایش سهم را در سبد تسهیلات‌دهی داشته است؛ مانده تسهیلات این شرکت در انتهای سال ۱۴۰۲ به ۵۶۹۹ میلیارد تومان رسیده است. شرکت زامیاد توانسته در سال ۱۴۰۱ با رشدی ۱۰۶ درصدی از محل مانده تسهیلات خود، سهم خویش را در سبد تسهیلات افزایش دهد و در سال ۱۴۰۲ نیز با رشدی نزدیک به رشد مجموع تسهیلات سهمیه خود در سبد تسهیلات‌دهی را حفظ کند؛ مانده تسهیلات این شرکت در سال ۱۴۰۲ به ۱۱۶۹ میلیارد تومان رسیده است. شستا که همان شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی است، سال مالی ۱۴۰۱ را با رشد ۵۵ درصد و سال ۱۴۰۲ را با رشد ۲۲ درصد در محل مانده تسهیلات خود به پایان رسانده است؛ شستا مانده تسهیلات خود را از ۲۹ همت در سال ۱۴۰۱ به ۳۵ همت در سال ۱۴۰۲ رسانده است و این‌گونه سهم خود را در ۱۴۰۱ افزایش داده و در سال ۱۴۰۲ تقریباً حفظ کرده است. شرکت بعد گروه صنعتی بوتان است که در سال ۱۴۰۱ با رشد ۲۱.۶ درصدی قدری از سهمیه خود را از دست داده است اما در سال ۱۴۰۲ با رشدی ۲۵.۱ درصدی و نزدیک به رشد مجموع تسهیلات توانسته سهمیه خویش را حفظ کند؛ مانده تسهیلات این شرکت در انتهای ۱۴۰۲ به میزان ۳۶۷۳ میلیارد تومان بوده است.

مانده تسهیلات شرکت کویر تایر در سال ۱۴۰۱ رشدی منفی هفت درصد را پشت سر گذاشته است که خبر از کاهش شدید تسهیلات این شرکت در سال ۱۴۰۱ می‌دهد. اما این شرکت توانسته است با رشدی کمی بیشتر از رشد مجموع تسهیلات، سهم خود را در سال ۱۴۰۲ همچنان حفظ کند. ایران خودرو شرکت بعد است که با رشدی منفی شش درصد در سال ۱۴۰۱ و مثبت هفت درصد در سال ۱۴۰۲ به شدت سهمیه خویش در سبد تسهیلات‌دهی را کاهش داده است.<sup>۷۳</sup> مانده تسهیلات شرکت ایران خودرو در سال ۱۴۰۲ حدود ۱۱۴۷۱ میلیارد تومان است. شرکت ملی صنایع مس ایران و سیمان تهران نیز دیگر شرکت‌هایی بوده‌اند که با کاهش شدید سهمیه تسهیلات مواجه شده‌اند. مانده تسهیلات شرکت ملی صنایع مس ایران در سال ۱۴۰۲، ۳۱۰ میلیارد تومان و شرکت سیمان تهران ۴۸ میلیارد تومان بوده است. در بین این هشت شرکت، شرکت سیمان تهران با ۷۰ درصد کاهش مانده تسهیلات در سال ۱۴۰۲ و ۶۱ درصد کاهش مانده تسهیلات در سال ۱۴۰۱ بیشترین کاهش را پشت سر گذاشته است.

<sup>۷۳</sup> شرکت‌هایی مانند ایران خودرو به دلیل زیان‌ده بودن، بدحسابی در پرداخت تسهیلات و پر شدن سقف مانده ذی نفع واحد حتی در صورت عدم وجود سیاست‌های محدودیت تسهیلات، نمی‌توانند مانده تسهیلات خود را به طور قابل توجه رشد دهند.

جدول ۹. رشد و مانده تسهیلات هشت شرکت منتخب در سال ۱۴۰۱ و ۱۴۰۲ (ارقام مانده به میلیارد تومان)<sup>۲۴</sup>

۱۴۰۱		۱۴۰۲		نام گروه
مانده	رشد	مانده	رشد	
۲۱۲۸	۱۰۲	۵۶۹۹	۱۶۷	فولاد خوزستان
۹۲۹	۱۰۶	۱۱۶۹	۲۵.۸	زامیاد
۲۹۱۶۳	۵۵.۸	۳۵۷۰۰	۲۲.۴	شستا
۲۹۳۴	۲۱.۶	۳۶۷۳	۲۵.۱	صنعتی بوتان
۵۳۸	-۷	۶۹۵	۲۹.۱	کویر تایر
۱۰۶۳۸	-۶	۱۱۴۷۱	۷	ایران خودرو
۶۶۲	۲۰.۵	۳۱۰	-۵۳	ملی صنایع مس ایران
۱۶۴	-۶۱	۴۸	-۷۰	سیمان تهران
۵۵۸۳۳۱۰	۳۵.۲	۷۰۶۸۲۳۰	۲۶.۶	مجموع مانده تسهیلات کل شبکه بانکی

<sup>۲۴</sup> بر اساس داده‌های خام کدال و بانک مرکزی

### فصل ۳. الگوی مطلوب توزیع تسهیلات در شرایط محدودیت‌های اعتباری

پس از اجرای یک سیاست انقباضی پولی مانند کنترل ترازنامه، طبیعی است که قدرت بانک‌ها برای اعطای تسهیلات کاهش پیدا کند و محدود شود؛ اما این مسأله که «در این فرآیند، چه کسانی از دریافت وام و تسهیلات محروم شده‌اند» اهمیت بالایی می‌یابد. نکته‌ای که رهبر معظم انقلاب نیز در دیدار خود با تولیدکنندگان و فعالان اقتصادی بدان اشاره فرمودند.<sup>۷۵</sup> بررسی‌های اولیه این پژوهش بیانگر آن است که در فضایی که برخی از شرکت‌ها در تنگناهای اعتباری برای تأمین سرمایه در گردش خود هستند، سهم برخی دیگر از شرکت‌ها به شدت افزایش یافته، به گونه‌ای که هیچ تناسبی با رشد میانگین تسهیلات بانکی ندارد. لذا در این بخش به دنبال تبیین منطقی برای ترسیم وضع مطلوب توزیع تسهیلات هستیم. البته این موضوع لزوماً به معنای دخالت در کسب و کار بانک نیست و سیاستگذار می‌تواند براساس اهداف خود و بهینه اجتماعی، ابزارهای تشویقی و تنبیهی برای سوق دادن بازیگران طراحی کند.

#### ۳-۱- الگوی مطلوب توزیع تسهیلات

به طور کلی دریافت تسهیلات توسط بنگاه‌های اقتصادی یا به منظور تأمین سرمایه در گردش (برآوردن نیازهای کوتاه‌مدت و جاری بنگاه) صورت می‌گیرد یا تأمین سرمایه ثابت (سرمایه گذاری‌های بلندمدت شرکت در دارایی‌هایی مانند ساختمان‌ها، ماشین‌آلات و تجهیزات). لذا هدف از دریافت تسهیلات عبارت است از تأمین:

(۱) سرمایه ثابت<sup>۷۶</sup>

(۲) سرمایه در گردش<sup>۷۷</sup>

از طرفی، چرخه حیات بنگاه‌های اقتصادی شامل سه مرحله زیر است:

(۱) مرحله راه‌اندازی<sup>۷۸</sup>: کسب و کارهای جدید ممکن است به سرمایه ثابت قابل توجهی برای خرید

دارایی‌های لازم برای شروع عملیات نیاز داشته باشند.

<sup>۷۵</sup> «وقتی که ما در این زمینه به سیاست‌های انقباضی رومی‌آوریم، طبیعتاً منابعی که بانک‌ها در اختیار فعالان اقتصادی می‌گذارند محدود می‌شود. بانک مرکزی باید جوری مدیریت کنند کار را، این جور نباشد که حالا شرکت‌های دولتی بیایند همین سهم محدود منابعی را که بناست بانک‌ها بدهند، شرکت‌های دولتی بردارند ببرند، یا شرکت‌های خاص بردارند ببرند، شرکت‌هایی که افرادش زنگ‌ترند، دست و پا دارترند، ارتباطات بیشتری دارند. این جور نباشد. این مدیریت لازم دارد. یک مدیریت، یعنی رعایت عدالت به معنای واقعی کلمه اینجا لازم است.» (بیانات در دیدار تولیدکنندگان و فعالان اقتصادی؛ ۱۰ بهمن ۱۴۰۲)

<sup>۷۶</sup> Fixed Capital

<sup>۷۷</sup> Working Capital

<sup>۷۸</sup> Startup Phase

۲) **مرحله رشد**<sup>۷۹</sup>: با رشد یک شرکت، ممکن است نیاز به سرمایه‌گذاری در سرمایه ثابت اضافی برای گسترش ظرفیت تولید یا امکانات عملیاتی خود داشته باشد.

۳) **بلوغ**<sup>۸۰</sup>: کسب‌وکارهای بالغ ممکن است به سرمایه‌گذاری ثابت کمتری نیاز داشته باشند و در عوض بر جایگزینی و نگهداری دارایی‌های موجود تمرکز کنند.

در یک وضعیت مطلوب انتظار می‌رود شرکت‌های مختلف با حرکت از مرحله راه‌اندازی به سمت مراحل رشد و سپس بلوغ، به مرور اتکای خود به تسهیلات -هم برای ایجاد و توسعه و هم برای سرمایه در گردش- را کم کرده و منابع داخلی را جایگزین آن نمایند؛ پس از رسیدن به دوره بلوغ نیز تا حد بسیار زیادی از وابستگی خود به تسهیلات بکاهند تا فرصت استفاده از تسهیلات برای سایر شرکت‌هایی که به تازگی در مرحله راه‌اندازی هستند نیز فراهم شود.

جدول ۱۰. منطق توزیع تسهیلات براساس هدف دریافت و دوره دریافت

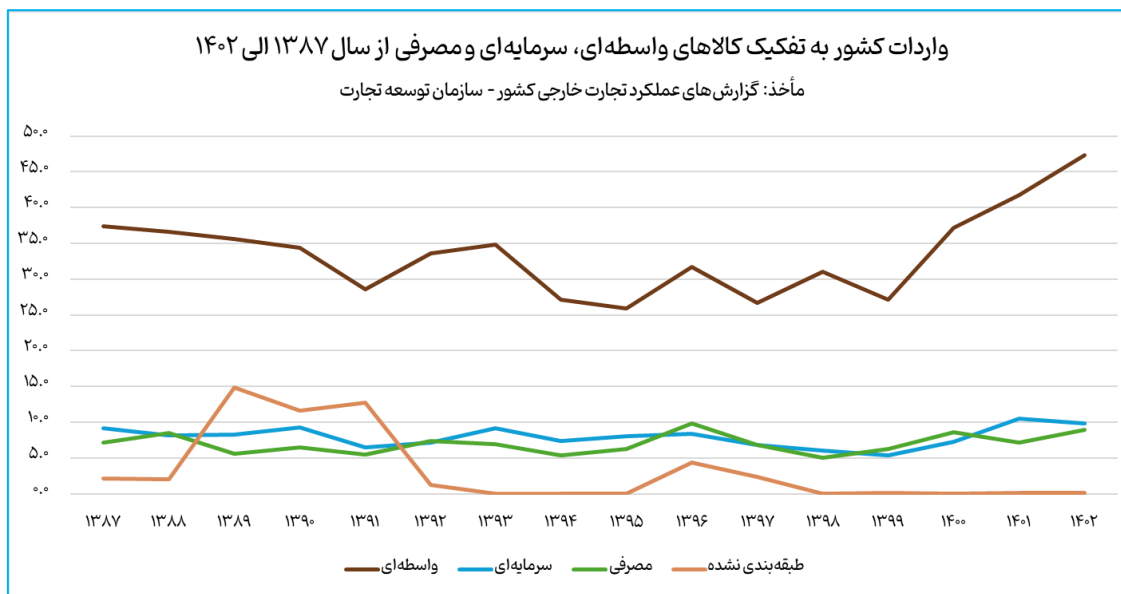
سرمایه ثابت		سرمایه در گردش
راه‌اندازی	دریافت تسهیلات متناسب با طرح توجیهی	به اندازه یک دوره تولید
رشد	ترکیب سرمایه داخلی و تسهیلات	استفاده از منابع داخلی
بلوغ	اولویت ۱: تامین از بازار سرمایه اولویت ۲: دریافت تسهیلات برای اجرای پروژه‌هایی با منفعت اجتماعی یا ذیل برنامه توسعه صنعتی	کاهش توزیع سود و استفاده به عنوان سرمایه در گردش

منطق بالا با فرض ثبات سایر عوامل بود. اما در حضور یک شوک ارزی -که در اقتصاد ایران از حالت استثناء به یک روند پر تکرار تبدیل شده است- شرایط به گونه‌ای دیگر است. همان‌گونه که در نمودارهای زیر دیده می‌شود، تولید در اقتصاد ایران و به خصوص بخش صنعت، به شدت وابسته به کالاهای واسطه‌ای و سرمایه‌ای وارداتی است و همین امر موجب شده است تا به محض وقوع یک شوک ارزی، هزینه‌های تولید (اعم از جاری و ثابت) به شدت افزایش یابد و نیاز به تسهیلات چه برای تامین سرمایه در گردش و چه جایگزینی سرمایه به شدت افزایش می‌یابد. حال در شرایط محدودیت تسهیلات‌دهی، باید منطقی برای اولویت‌بندی داشت.

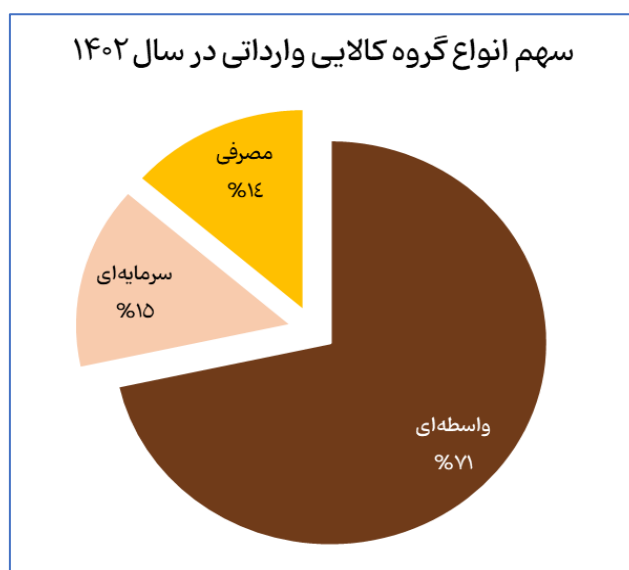
<sup>79</sup> Growth Phase

<sup>80</sup> Maturity





نمودار ۱۵. واردات کشور به تفکیک کالاهای واسطه‌ای، سرمایه‌ای و مصرفی از سال ۱۳۸۷ الی ۱۴۰۲ (میلیارد دلار)



نمودار ۱۶. نسبت واردات انواع کالا در سال ۱۴۰۲ به تفکیک نوع کالا

درمورد تامین سرمایه ثابت، همانطور که در بخش قبل هم اشاره شد باید اولویت با طرح‌هایی باشد که مشتمل بر یک منفعت اجتماعی و یا در راستای برنامه توسعه صنعتی حاکمیت هستند. برای این موارد حتی می‌توان خارج از سقف محدودیت کنترل ترازنامه شبکه بانکی و در قالب بند پیشران نیز تسهیلاتی در نظر گرفت، بخصوص با علم به این موضوع که در شرایط شوک ارزی، هزینه جایگزینی سرمایه و ارزش جایگزینی صنایع کلیدی به شدت افزایش می‌یابد.

اما در خصوص سرمایه در گردش، قضیه به نحو دیگریست؛ چرا که در اقتصاد ایران با وقوع یک شوک ارزی، شاخص قیمت تولیدکننده (PPI) به شدت افزایش می‌یابد و بنگاه‌ها حتی برای حفظ سطح تولید قبلی خود نیاز به سرمایه در گردش بیشتری دارند. از طرفی در مواقع وقوع یک شوک ارزی، عمدتاً سیاستگذار به بهانه‌ی کنترل آثار تورمی آن دست به سیاست‌های انقباضی پولی می‌زند که خود این امر، وضعیت دسترسی به سرمایه در گردش را به مراتب وخیم‌تر می‌کند؛ چرا که در اقتصاد مدرن امروزی، کاهش رشد نقدینگی مقارن با کاهش اعتبار بانکی است و این امر برای «اقتصاد حرکت‌کننده با اعتبار»<sup>۸۱</sup> نوعی فاصله گرفتن از سطح بهینه تولید است.

### ۳-۲- الگوی مطلوب توزیع تسهیلات در حالت شوک ارزی

هر چند با وقوع یک شوک ارزی، کلیت اقتصاد نقدینه‌خواهی بیشتری برای تامین سرمایه در گردش خود پیدا می‌کند، اما در این میان، وضعیت تمامی بنگاه‌های اقتصادی یکسان نیست. در یک دسته‌بندی می‌توان بنگاه‌های اقتصادی را بر حسب ارزشگذاری ریالی و یا ارزی<sup>۸۲</sup> نهاده‌ها و محصولات آن‌ها به ۴ دسته تقسیم کرد. در هنگام وقوع یک شوک ارزی، قاعدتاً بنگاه‌هایی که دارای محصولات صادرات‌محور هستند، با کمترین میزان آسیب از محل کاهش سرمایه در گردش مواجه هستند؛ همچنین بنگاه‌هایی که نهاده‌های آن کمترین میزان تأثیر را از افزایش نرخ ارز می‌پذیرند. در مقابل بنگاه‌هایی که نهاده‌هایشان ارزی قیمتگذاری می‌شود، و محصولاتشان تأثیر کمتری از نرخ ارز می‌پذیرد، در هنگام وقوع یک شوک ارزی بیشترین نیاز را به سرمایه در گردش پیدا می‌کنند.

جدول ۱۱. اولویت دریافت تسهیلات شرکت‌ها بر اساس نوع نهاده و محصول

محصول (Output)		اولویت دریافت تسهیلات شرکت‌ها بر اساس نهاده و محصول	
ارزی	ریالی	ریالی	نهاده (Input)
اولویت ۴	اولویت ۲	ریالی	نهاده (Input)
اولویت ۳	اولویت ۱	ارزی	

بررسی‌های این پژوهش نشان می‌دهد حجم بالایی از تسهیلات را شرکت‌هایی دریافت می‌کنند که درآمد ارزی دارند؛ برخی از آن‌ها نیز در طی دوره جهش ارزی، رشد ۱۰۰ و ۲۰۰ درصدی در تسهیلاتشان نیز داشته‌اند که

<sup>81</sup> Credit-Driven Economy

<sup>82</sup> ارزشگذاری ارزی لزوماً به معنای وارداتی بودن نهاده نیست. ممکن است نهاده تولید داخل نیز به صورت ارزی قیمتگذاری شود.

جزئیات آن در گزارش آمده است. همچنین با مقایسه میزان و طول دوره سرمایه در گردش میان بنگاه‌های اقتصادی ایران با سایر کشورها، وضعیت بیانگر آن است که در ایران به دلایلی که در ادامه بیان می‌شود، تقاضای سرمایه در گردش بیشتر از میزان بهینه خود است.

### ۳-۳- مقایسه چرخه بازگشت وجوه ایران با سایر کشورها

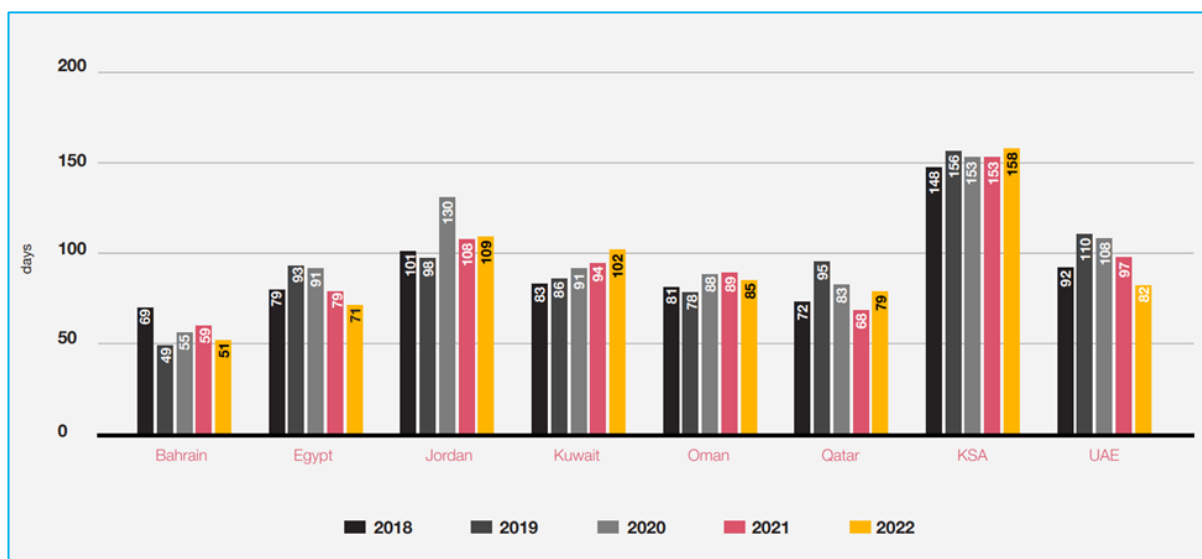
مقایسه چرخه بازگشت وجوه بنگاه‌های کشور با سایر کشورها نشان می‌دهد که تقاضای سرمایه در گردش در اقتصاد ایران بسیار بالاتر از متوسط جهانی و حتی متوسط منطقه است. جدول زیر نتایج بررسی ترازنامه ۲۰ هزار بنگاه از صنایع مختلف توسط شرکت پی‌دبلیوسی است که نشان می‌دهد متوسط چرخه بازگشت وجوه در بنگاه‌های نمونه در سطح جهانی ۴۵ روز بوده است. علاوه بر این، این شاخص در کشورهای مختلف یکسان نیست. برای مثال، متوسط چرخه بازگشت وجوه در بنگاه‌های منطقه غرب آسیا در سال ۲۰۱۷ بیش از دو برابر متوسط جهانی بوده است. چندین تحقیق این شاخص را برای ایران محاسبه کرده‌اند. یکی از این تحقیقات مربوط به سال‌های ۱۳۹۲-۱۳۹۳ (۲۰۱۴-۲۰۱۳) است که با بررسی ۱۲۰ شرکت بورسی، میانگین چرخه بازگشت وجوه را ۱۶۱ روز، یعنی ۴ برابر متوسط جهانی و بیش از ۲ برابر متوسط منطقه برآورد کرده است. تحقیق دیگری با بررسی ۱۲۰ شرکت بورسی انجام داده‌اند، این متغیر را حدوداً ۲۳۰ روز برآورد کرده است که فاصله بیشتری از متوسط جهانی و منطقه را نشان می‌دهد.<sup>۸۳</sup>

جدول ۱۲. چرخه بازگشت وجوه (روز)

عنوان	چرخه بازگشت وجوه (روز)				
	۲۰۱۷	۲۰۱۶	۲۰۱۵	۲۰۱۴	۲۰۱۳
متوسط جهانی	۴۵/۱	۴۵/۵	۴۴/۴	۴۳/۵	۴۳/۸
	۸۸	۸۷	۸۴	۸۴/۱	۸۰/۴
	۶۷	۶۷	۶۹	۶۸/۳	۶۵/۵
	۴۱	۴۱	۴۰	۳۹/۹	۴۰/۷
غرب آسیا	۷۵	۷۲	۶۰	۶۹	۷۷
	۱۱۷	۱۱۸	۱۱۵	۱۱۵	۱۱۰
	۸۷	۸۳	۸۰	۸۹	۸۰
	۶۴	۶۰	۴۳	۵۷	۶۸

<sup>۸۳</sup> گزارش مرکز پژوهش‌های مجلس با عنوان «درباره جهش تولید: تأمین مالی سرمایه در گردش بنگاه‌ها»؛ شماره مسلسل ۱۷۰۹۱.

همچنین نمودار زیر، طول دوره بازگشت وجوه را برای کشورهای منطقه و غرب آسیا در بازه ۲۰۱۸ تا ۲۰۲۲ نشان داده است:<sup>۸۴</sup>



نمودار ۱۷. چرخه بازگشت وجوه کشورهای منطقه و غرب آسیا (۲۰۱۸ الی ۲۰۲۲)

با توجه به محدودیت‌های نظام بانکی در عرضه تسهیلات و اعتبارات از یک طرف و تقاضای مازاد بر نیاز از سوی بنگاه‌های اقتصادی از طرف دیگر باعث شده است تا برخی از بنگاه‌های اقتصادی نتوانند سرمایه در گردش مورد نیاز خود را تامین کنند. این امر باعث می‌شود تا سطح تولید در اقتصاد از سطح بهینه و بالقوه خود فاصله بگیرد که منجر به از دست رفتن زیان رفاهی برای کلیت اقتصاد می‌شود. لذا در جهت حل این مساله، انجام دو اقدام ضروری است:

- (۱) برطرف ساختن عوامل زمینه‌ای که منجر به نقدینه‌خواهی بیش از حد شده است.
  - (۲) استخراج منطقی که مبتنی بر آن سیاستگذار به صورت فعالانه و هدفمند اعتبارات را هدایت نماید.
- در این بخش مختصراً معیارهایی ذکر گردید که سیاستگذار می‌تواند از آن به عنوان اولویت‌بندی اهداف خود در تخصیص اعتبارات بهره‌مند گردد.

<sup>84</sup> 2023 Middle East Working Capital Study: <https://www.pwc.com/m1/en/publications/documents/middle-east-working-capital-study-2023.pdf>

## فصل ۴. راهبردهای اصلاحی سیاست کنترل ترازنامه

سیاست کنترل مقداری ترازنامه با تمام فراز و نشیب‌ها در طول این ۳ سال به مسیر خود ادامه داده است. پس از ارزیابی‌هایی در سال ۱۴۰۱، قدری این سیاست اصلاح شده است اما هنوز زوایایی از این سیاست نیازمند تغییر و اصلاح است. راهبردهای اصلاحی این سیاست در این فصل شامل ۶ راهبرد اصلی اصلاح برخی قوانین مالیاتی، اصلاح آئین نامه سرمایه در گردش، اجرای بند پیشران، ارتقای کیفی سیاست کنترل ترازنامه، تسهیل روند اعطای تسهیلات خرد و تسهیل تامین مالی خارج از شبکه بانکی است.

### ۴-۱- اصلاح قوانین مالیاتی

در مسیر بررسی و ارزیابی سیاست کنترل مقداری رشد ترازنامه شبکه بانکی، برخی معضلات آشکار شدند که یا ریشه در برخی قوانین و قواعد مالیاتی داشتند یا ناشی از فقدان یک قاعده مالیاتی خاص بودند که به تنظیم‌گری رفتارهای بازیگران در حوزه اخذ تسهیلات بینجامند. اصلاح بدکارکردی یا فقدان این قواعد اولین گام برای کاهش اثرات منفی و افزایش اثرات مثبت سیاست کنترل مقداری ترازنامه شبکه بانکی است.

### ۴-۱-۱- مالیات بر سود سپرده اشخاص حقوقی

در فضایی که دسترسی به اعتبارات برای بنگاه‌ها و شرکت‌های کوچک و متوسط سخت شده است، برخی از شرکت‌های بزرگ یا شرکت‌های وابسته به بانک‌ها که از جمله سپرده‌گذاران کلان بانکی نیز هستند، حجم زیادی از تسهیلات کلان را به خودشان اختصاص داده‌اند. لذا جهت تأمین سرمایه در گردش برخی از بنگاه‌ها بدون نیاز به خلق نقدینگی جدید، پیشنهاد می‌شود تا از طریق وضع مالیات بر سپرده اشخاص حقوقی و همچنین ایجاد هزینه‌هایی در دریافت تسهیلات کلان، این‌گونه شرکت‌ها را به سمت استفاده از سپرده‌های خود سوق داده تا ظرفیت تسهیلات ایجاد شده به سایر شرکت‌های تولیدی برسد. البته نباید فراموش کرد که حکمرانی ریال و وضع قوانین تنظیم‌گر برای جلوگیری از سفته‌بازی و سوداگری در بازارهای دارائی به عنوان پیش‌زمینه این کار ضروری است.<sup>۸۵</sup>

### ۴-۱-۲- خروج سود تسهیلات از هزینه‌های قابل قبول مالیاتی

در ادبیات مالی کشور ایران، تسهیلات را اصطلاحاً سپر مالیاتی<sup>۸۶</sup> برمی‌شمرند زیرا سود تسهیلات جزو هزینه‌های قابل قبول مالیاتی است. سپر مالیاتی بودن تسهیلات، شرکت را فارغ از میزان نیاز به تسهیلات به سمت این

<sup>۸۵</sup> این پیشنهاد البته استثنائاتی مانند صندوق‌های درآمد ثابت را با خود به همراه دارد؛ زیرا این صندوق‌ها ملزم به نگهداری درصدی از سبد دارایی‌های خود به شکل سپرده هستند.

سوق می‌دهد که بیشتر و بیشتر تسهیلات دریافت کند. یکی از مواردی که حتماً نیازمند تغییر است همین قاعده است. سود تسهیلات نباید هزینه‌ی قابل قبول مالیاتی باشد و بایست مشمول مالیات قرار گیرد؛ اینگونه بیشتر شرکت‌هایی به سمت اخذ تسهیلات رهنمون می‌شوند که بیشتر به آن احتیاج دارند و هزینه‌فرصت عدم دریافت تسهیلات برای شرکت‌ها کاهش می‌یابد.

#### ۴-۱-۳- مالیات بر سود تقسیمی شرکت‌ها

با موردکاوی برخی شرکت‌های بورسی بزرگ که تسهیلات بسیار زیاد در طول یکسال مالی دریافت کرده بودند، به این پی برده می‌شود که یکی از مجراهای اصلی نیاز به تسهیلات، فشار سهامداران برای افزایش سود تقسیمی آن سال مالی است؛ به عبارت دیگر شرکت تسهیلات دریافت می‌کند که سود تقسیم کند. این درحالی است که در کشورهای مختلف دنیا بر سود تقسیمی مالیات<sup>۸۷</sup> وضع می‌شود تا شرکت، بیشتر سود خود را مجدداً سرمایه‌گذاری کرده و صرف توسعه فعالیت خود کند. در ایران برخی شرکت‌ها نه تنها سود کافی جهت تقسیم بین سهامداران را ندارند بلکه تسهیلات دریافت می‌کنند نه برای آنکه خود را توسعه دهند بلکه برای اینکه سود تقسیم کنند؛ این موارد برای پی بردن به اهمیت مالیات بر سود تقسیمی شرکت‌ها کافی بنظر می‌رسد.

#### ۴-۲- اصلاح آئین‌نامه سرمایه در گردش

ضروری است بانک مرکزی از طریق بازنگری در دستورالعمل تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی کوچک و متوسط (۱۴۰۱)، قاعده سرمایه در گردش را از «طول دوره فروش» به «یک دوره تولید» تغییر دهد تا شرکت‌ها صرفاً به اندازه نیاز طول دوره تولیدشان تسهیلات بگیرند. براساس قاعده کنونی برخی از شرکت‌ها ترجیح می‌دهند تمام سهمیه تسهیلاتی خود را دریافت و آن را صرف افزایش موجودی انبار کنند. یا آنکه درصدی از فروش را که شرکت تسهیلات دریافت می‌کند، کاملاً قابل بررسی و مناقشه است. لذا ضروری است تا آئین‌نامه سرمایه در گردش اصلاح شود. این اصلاح منجر به این می‌شود که تسهیلات سرمایه در گردش محدوده بیشتری از متقاضیان تسهیلات را پوشش دهد و صرف پوشش سرمایه در گردش تعداد محدودی از شرکت‌ها نشود.

#### ۴-۳- اجرای بند پیشران

بانک مرکزی در قالب بند پیشران متناسب با میزان رشد نقدینگی هدف‌گذاری شده، خطوط اعتباری به طرح‌های پیشران تولید تخصیص دهد. با این کار بانک مرکزی هم می‌تواند با ایفای نقشی فعالانه بر صندلی «هدایت اعتبار» بنشیند و نقش حکمرانی پولی خود را در هدایت تسهیلات و اعتبارات به سمت پروژه‌های

<sup>87</sup> Distributed profits tax

بخش حقیقی اقتصاد ایفا کند و هم از افزایش اضاف برداشت و نرخ‌های بهره جلوگیری نماید. این کار به دلایل مختلف ضروری است از جمله:

- ✓ زمانی که نقدینگی با نرخ ۲۵ درصد در حال رشد است، طبق هرم پولی، نقدینگی جدید ایجاد شده برای تسویه ذخایر مورد نیاز، حداقل به همین میزان رشد در محل پایه پولی نیز نیاز دارد؛ یعنی به عبارت دیگر رشد در پایه پولی لاجرم اتفاق خواهد افتاد.
- ✓ اجرای بند پیشران و انتشار پایه پولی منجر به شکستن نرخ بهره در بازار بین بانکی می‌شود که به نوبه‌ی خود هزینه‌های بانک و زبان انباشته آن را کاهش می‌دهد و با تسهیل تسویه از طریق بازار بین بانکی از اضافه برداشت جلوگیری می‌کند.
- ✓ انتشار فعالانه پایه پولی جهت تامین مالی پروژه‌های پیشران با جلوگیری از اتفاق افتادن اضافه برداشت، از انبساط زیاد پایه پولی نیز جلوگیری می‌کند؛ به عنوان مثال با دادن خط اعتباری ۱۰۰ همتی به یک بانک با نرخ ۲۰ درصد، ۱۲۰ همت پایه پولی منبسط می‌شود اما همین موضوع اگر از مجرای اضافه برداشت اتفاق بیافتد تبدیل به ۱۳۴ همت خواهد شد که به دلیل نرخ ۳۴ درصدی اضافه برداشت است.
- ✓ این اتفاق حتی منجر به افزایش نسبت ذخیره مازاد به ذخیره قانونی خواهد شد که ریسک سیستماتیک شبکه بانکی را کاهش خواهد داد.

#### ۴-۴- اصلاح مدل تعیین حدود رشد ترازنامه

در چهارچوب سیاست کنترل مقداری ترازنامه، بانک مرکزی صرفاً به دنبال کنترل و مهار کمیت نقدینگی به صورت مطلق بوده است. این تمرکز و کنترل بایست باتوجه به شرایط اقتصاد کلان مانند نوسانات ارزی انعطاف لازم را داشته باشد که در حال حاضر دارای آن نیست. همچنین ابتدائاً در نسخه اولیه سیاست بانک‌های تخصصی ۲.۵ درصد و سایر بانک‌ها و موسسات اعتباری غیر بانکی ۲ درصد مجوز رشد ترازنامه داشتند. هر چند در نسخه‌های بعدی بجای یک قاعده برای تمامی بانک‌ها، حد کنترل ترازنامه به شاخص‌های کملز (CAMELS) متصل شد و از این جهت یک گام رو به جلو بود، اما به دلایلی که در این مقال نمی‌گنجد، این شاخص‌ها دارای ایراداتی هستند؛ بنابراین لازم است متناسب با اهدافی از جمله تشویق بانک‌ها به هدایت اعتبارات به سمت اهداف سیاستگذار، شاخص‌هایی برای تعیین حد رشد ترازنامه بانک‌ها طراحی نمود. از جمله موارد قابل پیشنهاد می‌توان به «الزامات ذخیره‌ای مبتنی بر دارایی (ABRR)» اشاره نمود.<sup>۸۸</sup>

#### ۴-۵- تسهیل روند اعطای تسهیلات خرد

فارغ از اینکه بانک مرکزی باید برای حد مشخصی از تسهیلات خرد برنامه لازم را داشته باشد و اینگونه نباشد که بانکها آخرین تسهیلاتی که می‌دهند، تسهیلات خرد باشد، ایجاد تسهیل در روند اعطای تسهیلات خرد حکم تداوم حیات سیاست کنترل ترازنامه را دارد. در مبحث درون‌زایی سیاسی<sup>۸۹</sup> اینگونه بحث می‌شود که فشارهای اجتماعی درون یک کشور می‌تواند منتج به این شود که تصمیمات سیاسی و سیاستی تغییر کنند. در مورد تسهیلات خرد نیز این مهم پابرجاست؛ اگر روند اعطای تسهیلات خرد مصرفی و تجاری مردم تسهیل نشود، به مردم فشار زیادی وارد خواهد شد و مردم نیز از مجراهای گوناگون اعتراض خود را به گوش سیاستمداران خواهند رساند و در جهت تغییر تصمیم و رویکرد سیاست‌گذار عمل خواهند کرد. به عنوان مثال از طریق نمایندگان مجلس اقدام خواهند کرد، به مقامات کشور نامه خواهند نوشت و ... و نهایتاً می‌توانند با ایجاد فشارهای اجتماعی زیاد اصل سیاست را زیر سوال برده و آن را متوقف کنند.

#### ۴-۶- تسهیل تأمین مالی با استفاده ابزارهای زیرخط

با تسهیل تأمین مالی از طریق ابزارهای زیرخط مانند اوراق گام، ال سی داخلی، برات الکترونیک و... که در صورت عدم نکول تأثیری بر نقدینگی ندارند، می‌توان بخشی از نیاز سرمایه در گردش را پوشش داد و از فشارها کاست. سال‌هاست که صحبت استفاده از این ابزارها شنیده می‌شود اما به دلایل مختلف سهم استفاده از این ابزارها بسیار اندک است. لازم است تا یک بازنگری اساسی در خصوص استفاده از این ابزار شکل بگیرد.

#### ۴-۷- تسهیل تأمین مالی خارج از شبکه بانکی

کنترل مقداری ترازنامه اگر تمام راهبردهای اصلاحی گفته شده را هم با خود به همراه داشته باشد، باز هم باعث برون‌رانی عده‌ای از تسهیلات‌گیرندگان از سبد تسهیلات‌دهی می‌شود لذا لازم است تا تأمین مالی خارج از شبکه بانکی برای این مشتریان متقاضی تسهیلات برون‌رانی شده تسهیل شود. امروزه تأمین مالی از طریق بازار سرمایه بسیار پرهزینه‌تر، کم سرعت‌تر و با قواعد سخت‌گیرانه‌تر اعمال می‌شود که بایست بین این بازار و شبکه بانکی تناسبی اتفاق بیافتد تا بار تأمین مالی بر روی دوش هر دو تقسیم شود. شرکت‌های کوچک و متوسط به خصوص دارای جریان نقدی و حاشیه سودی نیستند که از بازار سرمایه بتوانند، تأمین مالی کنند؛ این راهبرد نیاز به بحث و بررسی بسیار زیادی دارد.

<sup>89</sup> Political endogeneity



## منابع و مآخذ

- (۱) پایگاه داده بانک مرکزی
- (۲) پایگاه داده مرکز آمار
- (۳) پایگاه داده کدال
- (۴) پایگاه داده بورس ویو
- (۵) پایگاه داده اتاق بازرگانی
- (۶) گزارش موسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی
- (۷) رسانه مسیر اقتصاد
- (۸) روزنامه دنیای اقتصاد
- (۹) مهران، حسنعلی، ۱۳۹۴، هدف‌ها و سیاست‌های بانک مرکزی از ۱۳۳۹ تا ۱۳۵۷، چاپ اول، تهران، نشرنی.
- (۱۰) درودیان، حسین، ۱۴۰۰، معماران پول، چاپ دوم، تهران، نشر نهادگرا.
- (۱۱) یزدان پناه، محسن و همکاران، ۱۳۹۹، بانکداری مرکزی و توسعه، چاپ اول، تهران، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی.
- (۱۲) سیدعلی روحانی، معاون مرکز پژوهش‌های مجلس، مصاحبه، مهر ۱۴۰۱
- (۱۳) مجید شاکری، کارشناس اقتصادی، مصاحبه، آبان ۱۴۰۲
- (۱۴) عباس دادجو توکلی، کارشناس اقتصادی، مصاحبه، آبان ۱۴۰۲
- (۱۵) سید مهدی حسینی دولت‌آبادی، مشاور وزیر اقتصاد، مصاحبه، آبان ۱۴۰۲
- (۱۶) حسین درودیان، کارشناس اقتصادی، مصاحبه، مرداد ۱۴۰۲
- (۱۷) سیدعباس عباسپور، کارشناس اقتصادی، مصاحبه، آذر ۱۴۰۲
- (۱۸) سعید فتحی، کارشناس بانک مرکزی، مصاحبه، آبان ۱۴۰۲
- (۱۹) مهدی صحابی، مدیر اعتبارات بانک مرکزی، مصاحبه، مهر ۱۴۰۲
- (۲۰) طاهر رحیمی، کارشناس اقتصادی، مصاحبه، آبان ۱۴۰۲
- (۲۱) مهدی دارابی، کارشناس اقتصادی، مصاحبه، دی ۱۴۰۲
- (۲۲) قلی بیگدلو، کارشناس اداره ارزیابی سلامت بانکی بانک مرکزی، مصاحبه، خرداد ۱۴۰۳
- (۲۳) محمدرضا فرزین، رئیس بانک مرکزی، مصاحبه، فروردین ۱۴۰۳
- 24) Bradley Jones and Joel Bowman, 2019, China`s evolving monetary policy framework in international context.
- 25) Wray, L. R. (1990), Money and credit in capitalist economies.
- 26) [macro.trends.net/global-metrics/countries/CHN/china/inflation-rate-cpi](https://macro.trends.net/global-metrics/countries/CHN/china/inflation-rate-cpi).