



# انتشار سیاست پولی از طریق سازوکار سرمایه در گردش

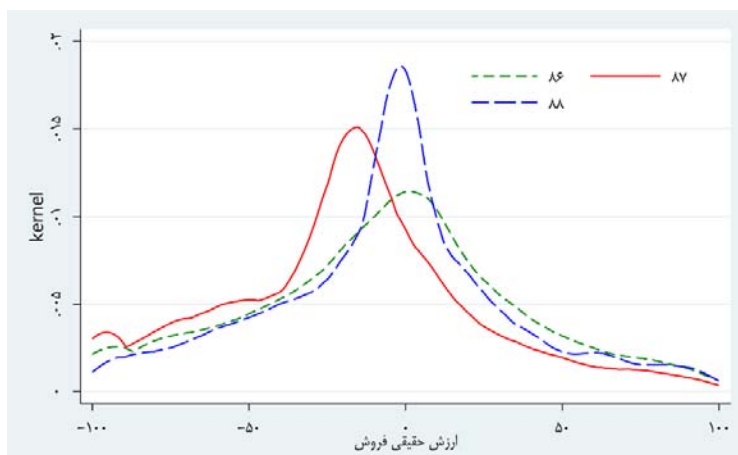
## تحلیلی مبتنی بر عملکرد کارگاه‌های صنعتی ایران

۷ شهریور ۱۴۰۰

حمیدرضا عظیمی نیا، امینه محمودزاده و سیدعلی مدنی‌زاده



سیاست‌گذاری پولی چگونه بخش حقیقی اقتصاد را متاثر می‌کند؟ این سوال همچنان از سوالات جذاب اقتصاد کلان است. علاوه بر این، فهم چگونگی اثرگذاری سیاست‌ها در دنیای واقعی برای سیاست‌گذاران حائز اهمیت است. با وجود اهمیت و جذابیت، تکیه بر داده‌های کلان برای پاسخ‌گویی به این سوال، تا سال‌ها مانع دستیابی به پاسخ‌های صریح و دقیق بود. داده‌های سطح کلان به دلیل همبستگی با متغیرهای مختلف، سازوکارهای گوناگونی را در دل خود دارند. در نتیجه استفاده از داده‌های سطح کلان راهکار مناسبی برای درک چگونگی سازوکارهای تاثیرگذاری سیاست‌گذاری پولی و تمایز آن‌ها از یکدیگر و از سایر سازوکارهای متحمل موجود در اقتصاد نیست. یکی از راه‌های ارائه شده برای عبور از مشکل، استفاده از داده‌های سطح خرد است. داده‌های سطح خرد با تعداد مشاهدات بالا و پراکنش<sup>۱</sup> ویژگی‌ها در بین مشاهدات، پنجره‌ی جدیدی را در "سیاست‌گذاری مبتنی بر شواهد"<sup>۲</sup> می‌گشاید. از این رو استفاده از داده‌ی سطح خرد، فهم چگونگی اثرگذاری سیاست‌گذاری پولی را بهبود جدی می‌دهد.



تصویر ۱: رشد حقیقی فروش کارگاه‌های صنعتی ایران در سال‌های ۸۶ تا ۸۸.

سیاست پولی میزان تسهیلات بانکی اعطا شده و هزینه‌ی آن (نرخ بهره) را تحت تاثیر قرار می‌دهد. در نتیجه‌ی سیاست پولی انقباضی، دسترسی بنگاه به منابع بانکی کاهش داشته و با هزینه‌ی بیشتری همراه است. این امر تامین مالی سرمایه‌گذاری و سرمایه در گردش بنگاه را دچار مشکل کرده و می‌تواند مسیری برای تاثیرگذاری سیاست پولی انقباضی بر عملکرد بنگاه باشد. سیاست پولی انقباضی سال ۱۳۸۷ موجب کاهش تسهیلات اعطاشده به بنگاه‌های صنعتی، مخصوصا بنگاه‌های کوچک و متوسط بود. از دیگر رو عملکرد ضعیف‌تر کارگاه‌های صنعتی ایران در این سال نسبت به سال‌های قبل و بعد در شواهد تجربی مشهود است (تصویر ۱)؛ اما چرایی این امر و سهم سیاست پولی انقباضی در آن نیازمند بررسی‌های تجربی عمیق‌تر است. این پژوهش با اتکا بر داده‌ی سطح خرد کارگاه‌های صنعتی ایران نشان می‌دهد در خلال سیاست پولی انقباضی سال ۱۳۸۷، کارگاه‌های صنعتی که دچار محدودیت مالی<sup>۳</sup> بیشتر بوده‌اند و وابستگی بیشتر به سرمایه در گردش<sup>۴</sup> داشته‌اند به‌صورت متوسط عملکرد ضعیف‌تری در مورد تولید و اشتغال داشته‌اند. با این حال نتایج به‌دست آمده شواهد معنی‌داری برای اثرگذاری سیاست پولی انقباضی سال ۱۳۸۷ بر سرمایه‌گذاری کارگاه‌های صنعتی، حتی در کارگاه‌های دچار محدودیت

<sup>۱</sup> Variation

<sup>۲</sup> Evidence based policy making

<sup>۳</sup> Financial constraint

<sup>۴</sup> افزایش وابستگی بنگاه به سرمایه در گردش بدین معنی است که مدت زمان تبدیل موجودی انبار مواد اولیه به کالای فروش رفته بنگاه، دوره‌ی طولانی‌تری است. در نتیجه بنگاه به سرمایه در گردش بیشتری برای تامین موجودی مزبور نیاز داشته و عملکرد آن به تامین مالی سرمایه در گردش حساسیت و وابستگی بیشتری دارد.



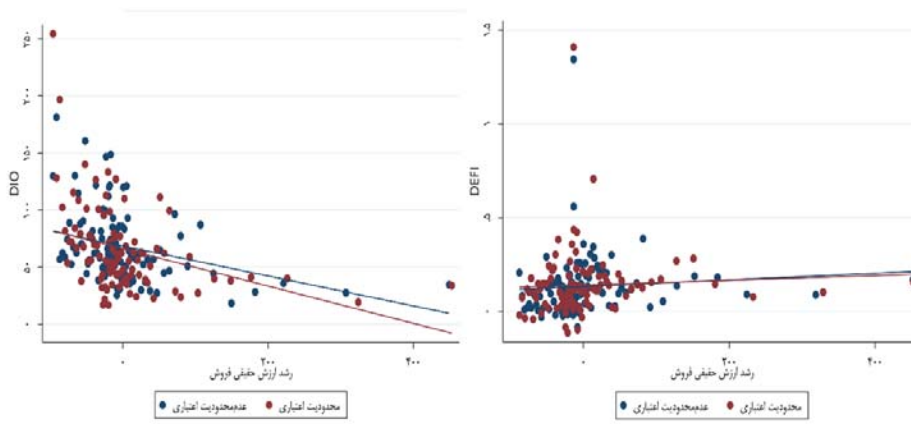
# انتشار سیاست پولی از طریق سازوکار سرمایه در گردش

## تحلیلی مبتنی بر عملکرد کارگاه‌های صنعتی ایران

۷ شهریور ۱۴۰۰

حمیدرضا عظیمی نیا، امینه محمودزاده و سیدعلی مدنی‌زاده

مالی، نشان نمی‌دهد (تصویر ۲). این نتایج به مثابه‌ی شواهدی از چگونگی انتشار شوک سیاست پولی و چگونگی مواجهه کارگاه‌های صنعتی با انقباض اعتباری، علاوه بر نمایش مستند و متقن پیامدهای سیاست‌های قبلی، می‌توانند با افزایش شناخت سیاست‌گذاران نسبت به محیط اقتصادی کشور، به بهبود سیاست‌گذاری کمک کنند.



تصویر ۲: همبستگی DIO (به مثابه‌ی شاخصی از وابستگی به سرمایه در گردش) و DEF1 (به مثابه‌ی شاخصی از وابستگی به سرمایه‌گذاری) با رشد ارزش حقیقی فروش در سال ۱۳۸۷. هر نقطه نشان‌گر یک صدک از DIO (در شکل سمت چپ) یا DEF1 (شکل سمت راست) هستند. شکل سمت چپ نشان می‌دهد همبستگی منفی بین رشد ارزش حقیقی فروش و وابستگی به سرمایه در گردش برای بنگاه‌های دچار محدودیت مالی بیشتر است. شکل سمت راست شواهدی از همبستگی منفی وابستگی به سرمایه‌گذاری و رشد ارزش حقیقی فروش نشان نمی‌دهد.

این پژوهش با استفاده از داده‌ی حاصل از "پایش سالانه‌ی کارگاه‌های صنعتی ایران"، اجرا شده توسط مرکز آمار ایران، به بررسی عکس‌العمل کارگاه‌های صنعتی در قبال سیاست انقباض پولی سال ۱۳۸۷ پرداخته است. داده‌ی مزبور با پوشش بیش از ۱۲۰۰۰ کارگاه صنعتی با تعداد کارکن بیش از ۱۰ نفر، حدود ۶۳ درصد از ارزش افزوده بخش صنعت ایران در سال ۱۳۸۷ را پوشش داده و از این رو نتایج برآمده از آن تا حد خوبی قابل تعمیم به بخش صنعت ایران است. از دیگر رو ارائه‌ی ویژگی‌های ذاتی و متغیرهای عملکردی گوناگون کارگاه‌ها همچون تولید، فروش، موجودی انبار، سرمایه‌گذاری، مواد اولیه، نیروی کار و مالکیت دایره‌ی مسائل مورد بررسی برای بخش صنعت را باز کرده و استعداد این بانک داده را برای کاربرد در سیاست‌گذاری مبتنی بر شواهد بسیار بالا برده است.

این پژوهش با استفاده از روش رگرسیون متغیر ابزاری<sup>۵</sup> عملکرد پس از تکانه کارگاه‌های صنعتی در سال ۱۳۸۷ را با ویژگی‌های پیشینی آن‌ها مقایسه کرده و با استفاده از این رویکرد (که در ادبیات مطالعات تجربی متکی بر داده‌ی خرد رایج است) سعی در تخمین اثرگذاری شوک سیاست پولی انقباضی دارد.<sup>۶</sup> بر مبنای نتایج حاصل شده، هر ده روز افزایش وابستگی به سرمایه در گردش برای کارگاه‌های صنعتی دچار محدودیت اعتباری، به صورت متوسط، موجب کاهش ۶ درصدی رشد تولید حقیقی کارگاه‌های صنعتی در انقباض پولی سال ۱۳۸۷ شده است. کاهش رشد تولید ناشی از انقباض پولی در سال‌های بعد ادامه ندارد. این امر به همراه عدم انتشار اثر انقباض پولی از طریق سازوکار سرمایه‌گذاری، می‌توانند شواهدی بر این فرضیه باشند که انقباض پولی سال ۱۳۸۷ اثر بلندمدت بر متغیرهای بخش حقیقی نداشته است.

<sup>۵</sup> Instrumental variable regression

<sup>۶</sup> استفاده از روش متغیر ابزاری، حضور متغیرهای کنترلی گوناگون در رگرسیون و آزمون‌های پایداری متعدد موجب شده‌اند درونزایی‌های محتمل تا حد امکان تخفیف داده شده و اثر علی از همبستگی متمایز شود.



# انتشار سیاست پولی از طریق سازوکار سرمایه در گردش

## تحلیلی مبتنی بر عملکرد کارگاه‌های صنعتی ایران

۷ شهریور ۱۴۰۰

حمیدرضا عظیمی نیا، امینه محمودزاده و سیدعلی مدنی‌زاده

بر حسب دیگر نتایج به‌دست آمده از این پژوهش، کارگاه‌های کوچک (با تعداد کارکن کمتر از ۵۰ نفر)، کارگاه‌های قدیمی‌تر و کارگاه‌هایی که سهم کمتری از مواد اولیه خود را از واردات تامین کرده‌اند؛ به صورت متوسط عملکرد ضعیف‌تری داشته‌اند. برای متغیرهایی همچون صادرکننده بودن بنگاه یا مالکیت بنگاه نیز شواهد معنی‌داری برای تاثیرگذاری بر عملکرد بنگاه در سال ۱۳۸۷ بدست نیامد.

نتایج این پژوهش نشان داد که سیاست انقباضی پولی سال ۱۳۸۷ عملکرد کارگاه‌های صنعتی وابسته به سرمایه در گردش و دچار محدودیت مالی را در همان دوره تضعیف کرده است. از این رو سیاست‌گذار توصیه می‌شود در کنار سیاست پولی انقباضی، سیاست‌های مکمل به منظور کاهش اثر رکودی ناشی از کاهش عرضه اعتبار اتخاذ شود. ایجاد شرایطی که بنگاه‌ها با اتکای کمتر به وام بانکی، بتوانند نیاز سرمایه در گردش خویش را تامین کنند؛ از مصادیق این امر است. از آن جمله می‌توان به موارد ذیل اشاره کرد:

- ارتقای اعتبار چک به عنوان مهم‌ترین ابزار خرید اعتباری.
- ایجاد امکان وثیقه‌گذاری دارایی و دریافت ضمانت بانکی به منظور استقراض غیربانکی.
- بسترسازی انتشار اوراق بدهی کوتاه‌مدت برای بنگاه‌های بزرگ به منظور کاهش تقاضای وام بانکی از سوی آن‌ها.
- توسعه بازار اعتبار تجاری از طریق معرفی ابزارهای جدید انجام و بیمه مبادلات اعتباری بنگاه‌ها.
- توسعه شیوه تامین مالی زنجیره تولید.