

# تأثیر عرضه اوراق مشارکت بر متغیرهای اصلی اقتصاد کلان

کتابون جلالیان\*

در این مقاله، موضوع عرضه اوراق مشارکت در چارچوب سیاست عملیات بازار باز - که از سیاستهای پولی بانک مرکزی است - مورد بحث قرار می‌گیرد. استفاده از این ابزار در شرایط رکود اقتصادی و همچنین؛ تورم، مورد مطالعه قرار گرفته است. سابقه استفاده از اوراق مشارکت در اقتصاد ایران مورد بررسی قرار گرفته و سپس در یک مدل اقتصادی به نتایج حاصل از عرضه اوراق مشارکت بر متغیرهای اقتصادی پرداخته شده است.

باتوجه به سهم بسیار کمی که فروش اوراق مشارکت در مجموع بازار پولی داشته است،

این نتیجه به دست آمده که عرصه اوراق مشارکت در بازار پولی اقتصاد ایران نقش عمده‌ای ایفا نکرده است.

### کلید واژه‌ها:

ایران، اوراق مشارکت، توسعه اقتصادی، اقتصاد، سیاستهای اقتصادی، مدل اقتصادسنجی، متغیرهای اقتصاد کلان

## مقدمه

تمامی کشورهای با هر نظام اقتصادی، دارای اهداف معین اقتصادی هستند که برای به ثمر رساندن این هدفها تلاش می‌کنند. برای مثال کشورهای در حال توسعه نظیر کشور خودمان به دنبال رسیدن به رشد توسعه اقتصادی و افزایش اشتغال و رفاه جامعه می‌باشند. هدف اغلب دولتها در کشورهای صنعتی پیشرفته، تأمین اشتغال کامل و مبارزه با تورم است، تا همواره ثبات قیمتها و اعتبار پول ملی در کشور حفظ شده و با اعتراض بیکاران و گروههای کم درآمد مواجه نشوند. بنابراین دولتها با استفاده از ابزارها و سیاستهای اقتصادی، سعی در تأمین این اهداف دارند. بنابراین دولتها زمانی که وضعیت موجود اقتصاد را مطلوب ندانستند و سعی در تأمین اهداف خود برای رسیدن به وضعیت مطلوب دارند و از ابزاری استفاده می‌کنند که آن را سیاست کلان اقتصادی گویند.

سیاستهای کلان اقتصادی را می‌توان به دو گروه تقسیم کرد:

سیاستهای غیرمستقیم مانند سیاستهای مدیریت تقاضا، که شامل سیاستهای پولی و مالی است و سیاستهای مستقیم مانند سیاست مدیریت عرضه، که شامل سیاستهای بازرگانی و درآمدی است.

معمولاً در تمامی کشورهای جهانی مسئولیت اجرای سیاستهای پولی بر عهده بانک مرکزی است. بنابراین بانکهای مرکزی برای دستیابی به اهداف اقتصادی نیازمند داشتن ابزارها و مکانیسم‌های لازم می‌باشند که این ابزارهای سیاست پولی عملیات بازار باز، تغییر در نرخ ذخیره قانونی و نیز، تغییر در نرخ تنزیل نام دارند.

عملیات بازار باز عبارتست از دخالت مقامات بانکی در بازار اوراق قرضه دولتی به منظور تنظیم پایه پولی متناسب با نیازهای نقدینگی اقتصاد.

لذا چون اوراق مشارکت در سالهای اخیر در اقتصاد ایران به صورت مداوم و پیاپی مورد عرضه قرار گرفته و مشخصاً آثار و نتایجی را بر کل اقتصاد بر جای گذاشته است؛ بررسی تأثیر عرضه اوراق مشارکت بر متغیرهای اصلی اقتصاد کلان،

قابلیت بررسی تحقیقاتی را دارد.

سیاستهای پولی و مالی مجموعه‌ای از تصمیمات و اقداماتیست که بوسیله مقامات پولی و دولتی (بانک مرکزی و دولت)، به منظور تحت‌تأثیر قرار دادن مجموعه فعالیتهای اقتصادی بکار گرفته می‌شود. هدف سیاستهای پولی و مالی آن است که بطور کلی عرضه و تقاضا را در اقتصاد متوازن نگهدارند تا اینکه در سطح قیمتها تغییر حاصل نشود. هرگاه در اشتغال کامل تقاضای کل تولید از عرضه کل تولید بیشتر شود، نتیجه آن تورم قیمتهاست و در صورتی که برعکس، در اشتغال کامل تقاضا کمتر از عرضه باشد، اقتصاد وارد رکود می‌شود که کاهش بعضی از قیمتها - که خود بستگی به ارتباط بین عرضه و تقاضا در بازار مختلف دارد - و نیز کاهش تولید و افزایش بیکاری، نتایج ناشی از آن است.

سیاست پولی جزئی از سیاست اقتصادی کشور است که بنا به تعریف، عبارتست از مجموعه اقدامات پولی (بانک مرکزی) که به منظور کنترل فعالیتهای اقتصادی در جامعه بکار می‌رود.

بر این اساس، مقامات پولی قادرند کلیه متغیرهای اقتصادی نظیر حجم پول، نرخ بهره، تورم، تولید، رشد اقتصادی، مخارج دولت و... را از طریق تغییر در عرضه پول و یا تغییر در انتظارات عامه درباره نرخ بهره و یا هر دو، تحت‌تأثیر قرار دهند.

یکی از ابزارهای سیاست پولی، عملیات بازار باز است که می‌تواند عمده‌ترین ابزارها باشد. دخالت مقامات بانکی در بازار اوراق قرضه دولتی، به منظور تنظیم پایه پولی متناسب با نیازهای نقدینگی اقتصاد، عملیات بازار باز نامیده می‌شود. بدین ترتیب که در مواقع نیاز به نقدینگی بیشتر، بانک مرکزی از طریق خرید اوراق قرضه دولتی از مردم و بانکها، موجب می‌شود که اسکناس و مسکوک ذخایر بانکی بیشتری به جریان افتد و در نتیجه پایه پولی در اقتصاد افزایش یابد. به همین ترتیب نیز در شرایط ازدیاد نقدینگی و وجود فشارهای تورمی در اقتصاد، بانک مرکزی از طریق فروش اوراق قرضه دولتی، به جذب پایه پولی و در نهایت محدود ساختن روند تغییرات

عرضه پول اقدام می‌کند، بدیهی است که مداخلات بانک مرکزی در بازار اوراق قرضه دولتی می‌تواند بهای اینگونه اوراق و در نتیجه نرخ بازدهی آنها را تحت تأثیر قرار دهد و از این طریق، موجبات تغییر در ساختمان نرخ بهره را فراهم آورد.

هنگامی که بانک مرکزی اوراق قرضه می‌خرد، در واقع از عرضه موجود اوراق قرضه در بازار می‌کاهد، بنابراین سبب افزایش قیمت، یا کاهش بازدهی آنها می‌شود و همچنین زمانی که بانک مرکزی اوراق قرضه را می‌فروشد، در واقع به عرضه موجود اوراق قرضه در بازار می‌افزاید در نتیجه قیمت آنها کاهش یافته و یا بازدهی آنها زیاد می‌شود.

با فروش اوراق قرضه و کاهش عرضه پول، نرخ بهره افزایش خواهد یافت و بالعکس با خرید اوراق قرضه از طرف بانک مرکزی، به علت افزایش عرضه پول، نرخ بهره کاهش می‌یابد که خود موجب افزایش سرمایه‌گذاری و در نهایت درآمد ملی خواهد گشت.

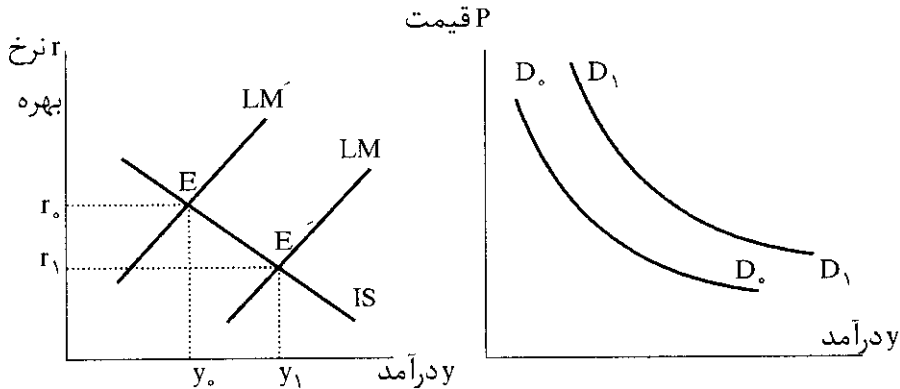
باید توجه داشت که استفاده مؤثر از معاملات بازار باز به‌عنوان ابزاری برای کنترل پایه پولی تا حدود زیادی منوط به وجود یک بازار گسترده برای اوراق قرضه دولتی است. از آنجایی که در بسیاری از کشورهای در حال توسعه چنین بازاری وجود ندارد، روشن است که استفاده از عملیات بازار باز در عمل منحصر به کشورهای توسعه‌یافته می‌شود.

## شرایط رکود اقتصادی

اجرای یک سیاست پولی انبساطی از طریق خرید اوراق قرضه از بازار توسط بانک مرکزی، سبب افزایش عرضه اسمی پول خواهد شد با ثبات بودن قیمت افزایش عرضه اسمی پول منجر به افزایش عرضه واقعی پولی می‌گردد و افزایش عرضه پول باعث انتقال منحنی LM به سمت راست می‌گردد. اعمال سیاست پولی انبساطی از طریق افزایش در حجم پول، موجب کاهش نرخ بهره و در نهایت، منجر به افزایش

سرمایه‌گذاری، محصول و درآمد ملی می‌گردد. به عبارت دیگر با کاهش نرخ بهره که بیانگر ساده‌تر شدن شرایط دریافت وام جهت تأمین طرحهای سرمایه‌گذاری برای بنگاههای اقتصادی است، تقاضا برای سرمایه‌گذاری افزایش یافته و در نتیجه مخارج مصرفی افزایش می‌یابد. افزایش سرمایه‌گذاری و مخارج مصرفی در نهایت منجر به افزایش سطح درآمد ملی می‌گردد و در آخر شاهد افزایش در تقاضای کل خواهیم بود.

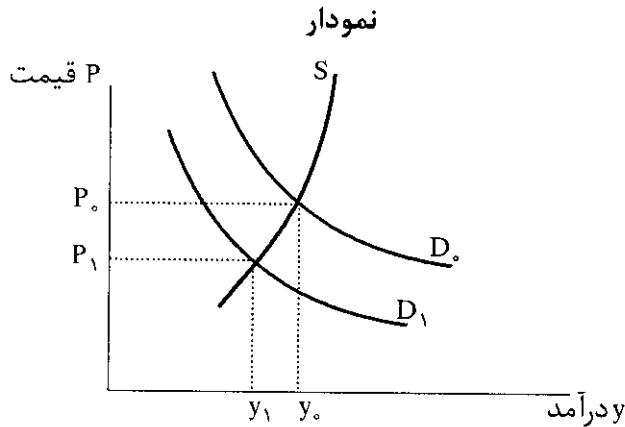
### نمودار



### شرایط تورمی اقتصاد

در شرایط تورمی و ازدیاد نقدینگی از سیاست پولی انقباضی استفاده می‌شود. یکی از ابزار اجرای یک سیاست پولی انقباضی فروش اوراق قرضه توسط بانک مرکزی می‌باشد، سبب کاهش حجم پول می‌گردد. با کاهش حجم پول، منحنی LM به سمت چپ منتقل شده و نرخ بهره افزایش می‌یابد و در نتیجه سرمایه‌گذاری کاهش خواهد یافت. با کاهش سرمایه‌گذاری، مخارج مصرفی نیز کم می‌شود و در نهایت منجر به کاهش سطح درآمدی ملی و همچنین قیمت می‌گردد.

لازم به تذکر است که در شرایط تورمی با اعمال سیاست پولی انقباضی، کاهش قیمت بسیار بیشتر از کاهش درآمد خواهد بود.



از میان ابزارهای سیاستهای پولی و اعتباری، ابزار عملیات بازار باز در رابطه تنگاتنگ با اوراق قرضه می‌باشد. بانک مرکزی با استفاده از این ابزار می‌تواند بر حجم نقدینگی بخش خصوصی و عرضه پول اثر گذارد و در حد مورد نیاز آن را تنظیم نماید و به اصطلاح، سیاست انقباضی یا انبساطی خود را عملی سازد.

بعد از پیروزی انقلاب اسلامی و اجرای عملیات بانکداری اسلامی و به تبع آن ممنوعیت بهره در اقتصاد، بر مبنای فقه اسلامی و به دلایل شرعی، ابزار عملیات بازار باز از طریق خرید و فروش اوراق قرضه به شکلی که قبل از انقلاب اجرا می‌شد ممنوع گردید و این سیاست در عمل کارایی خود را از دست داد.

اما به دلیل ضرورت تأمین منابع مالی از جامعه به شیوه‌ای غیر از روال سیستم بانکی به دلیل کاراتر بودن آن - و تصحیحاتی که در نظام پولی و اعتباردهی کشور چه به لحاظ نرخها و چه از نظر اولویت طرحهای سودآور، لازم شد که از ابزار دیگری به‌عنوان «اوراق مشارکت» استفاده شود.

به‌عبارت دیگر ضرورت وجود ابزار دیگری در سیاستها پولی و اعتباری، که عملکردی مشابه اوراق قرضه داشته و جایگزین آن اوراق گردد و در کنترل حجم نقدینگی جامعه مؤثر واقع شود، و از آن مهمتر؛ قادر باشد در تأمین منابع مالی، مستقل از جامعه عمل کند، احساس می‌شود، بویژه در زمینه تأثیر مالی طرحهای عمرانی دولتی

و نیز طرحهای تولیدی و خدماتی بخش خصوصی چنین امری ضروری است.

## سابقه استفاده از اوراق مشارکت در ایران

عملاً استفاده از اوراق مشارکت، به سالهای ۱۳۷۳ مربوط است، که تاکنون نیز ادامه یافته است. اولین طرح، طرح نواب است که متعلق به شهرداری تهران بوده و از اوراق مشارکت استفاده نموده است. طرحهای متعدد دیگری از طریق سازمانهای دولتی، عمومی و خصوصی خواستار استفاده از این ابزار شده اند که عبارتند از:

- |                               |                                      |
|-------------------------------|--------------------------------------|
| ۱. طرح نواب                   | ۱۰. طرح متانول خارک                  |
| ۲. طرح شهر سالم و بازسازی حرم | ۱۱. طرح داروسازی زکریای تبریز        |
| حضرت عبدالعظیم                | ۱۲. طرح مشارکت ملی                   |
| ۳. طرحهای بیمارستانی          | ۱۳. طرح فولاد میبد یزد               |
| ۴. طرح ثامن                   | ۱۴. طرح تولید اکریلیک                |
| ۵. طرح تولید پیکان جدید       | ۱۵. طرح مشارکت ملی (بندالف تبصره ۴۸) |
| ۶. طرح شهرکهای جدید           | ۱۶. طرح سد کرخه (بند تبصره ۴۸)       |
| ۸. طرح مشارکت ملی (تبصره ۶)   | ۱۷. طرح شیلات (تبصره ۴۸)             |
| ۹. طرح نیرو                   | ۱۸. طرح نیرو (بند ب تبصره ۴۸)        |

برای بررسی تأثیر عرضه اوراق مشارکت بر متغیرهای اصلی اقتصاد کلان، ابتدا به معرفی متغیرهای انتخابی پرداخته و سپس نتیجه رگرسیونهای انجام شده را مطرح می کنیم و در پایان، با گرفتن نسبت اوراق مشارکت فروش رفته با متغیرهای انتخابی، نتایج حاصله را مورد ارزیابی قرار می دهیم.

از بین متغیرهای اقتصاد کلان، متغیرهای زیر انتخاب شده است:

هزینه مصرفی بخش خصوصی

هزینه مصرفی بخش دولتی

هزینه مصرفی کل



سرمایه گذاری بخش خصوصی  
 سرمایه گذاری بخش دولتی  
 سرمایه گذاری کل  
 حجم نقدینگی  
 سپرده های دیداری  
 پایه پولی  
 نرخ تورم

نتایج حاصل از بررسی اثر اوراق مشارکت بر متغیرهای نرخ تورم و حجم پول طی سالهای ۱۳۷۸-۱۳۵۸ به قرار زیر است. با توجه به اینکه اوراق مشارکت به عنوان متغیر مجازی مطرح می شود و وجود آن از سال ۱۳۷۳ به بعد ظاهر می گردد.

$$Y = b_0 + b_1 D_1 + b_2 M + u$$

Y: نرخ تورم

$D_1$ : اوراق مشارکت (متغیر مجازی)

M: حجم اسمی پول

$$\hat{Y} = b^0 + b^1 D_1 + b^2 M$$

$$\hat{Y} = \frac{0}{(8/9)} + \frac{0}{(2/8)} D_1 - \frac{3}{(-2/0.7)} M - 0.6M$$

$$R^2 = 33\% \quad F = 4/35 \quad D.W = 1/52$$

همانطور که ملاحظه می شود در رگرسیون فوق تمامی آنها معنادار بوده و نرخ تورم توسط دو متغیر حجم پول و اوراق مشارکت به میزان ۳۳٪ توجیه شده است. باید متذکر شد که وجود اوراق مشارکت در رگرسیون فوق باعث گشته که رابطه حجم پول با نرخ تورم یک رابطه معکوس باشد، چرا که با حذف اوراق مشارکت، رابطه حجم پول با نرخ تورم رابطه ای مستقیم و قابل انتظار می باشد. (چنانچه می دانیم با

افزایش حجم پول، تورم افزایش یافته و بالعکس).

بنابراین علامت حجم پول در رگرسیون فوق علامتی دور از انتظار است که دلیل این امر نیز وجود اوراق مشارکت است.

لازم به تذکر است که از متغیرهای مستقلی نظیر درآمد ملی و کسری یا مازاد بودجه دولت نیز همراه با حجم پول و اوراق مشارکت در ارتباط با متغیر وابسته نرخ تورم استفاده شده است، ولی هیچکدام از پارامترها بامعنائیست و در نتیجه، آوردن آنها در این مقاله ضرورتی ندارد و رگرسیون فوق تنها رگرسیونی است که دارای اعتبار آماری می باشد. رگرسیون بعدی در ارتباط با اثر اوراق مشارکت درآمد ملی و کسری یا مازاد بودجه دولت بر متغیر وابسته حجم پول است.

$$Y_1 = b_0 + b_1 D + b_2 G + b_3 X + U$$

$$Y_1 = b_0 + b_1 D + b_2 G + b_3 X + u$$

Y: حجم اسمی پول

D: اوراق مشارکت (متغیر مجازی)

G: کسری یا مازاد بودجه دولت

X: درآمد ملی

$$Y_1^{\wedge} = b_0^{\wedge} + b_1^{\wedge} D_1 = b_2^{\wedge} G = b_3^{\wedge} X$$

$$Y_1^{\wedge} = \frac{2207}{8} + \frac{3516}{9} D_1 - \frac{0}{24} G_1 + \frac{0}{24} X_1$$

$$R_1^{\wedge} = 99\% \quad F = 1709/9 \quad D.W = 1/18$$

در رگرسیون بالا ۹۹٪ از متغیر وابسته، ما (حجم پول) توسط درآمد ملی، کسری یا مازاد بودجه دولت و اوراق مشارکت توجیه می گردد.

تمامی پارامترها، دارای معنادار بوده و رگرسیون از اعتبار آماری برخوردار

است.

باتوجه به رگرسیونهای انجام شده و آثار ناچیز اوراق مشارکت بر متغیرهای نرخ تورم و حجم پول، به بررسی اثر اوراق مشارکت بر متغیرهای انتخابی با گرفتن نسبت بین آنها پرداخته و آثار آن را مورد بررسی قرار می‌دهیم.

جدول

سال	نسبت اوراق مشارکت فروش رفته به هزینه مصرفی بخش خصوصی	نسبت اوراق مشارکت فروش رفته به هزینه مصرفی بخش دولتی
۱۳۷۳	۰/۰۰۱۰۴	۰/۰۰۴۶۲
۱۳۷۴	۰/۰۰۲۰۶	۰/۰۰۹۷۶
۱۳۷۵	۰/۰۰۲۸۵	۰/۰۱۲۵۷
۱۳۷۶	۰/۰۱۴۳۴	۰/۰۶۴۴۱
۱۳۷۷	۰/۰۱۴۷۱	۰/۰۷۱۴۷
میانگین	۰/۰۰۷	۰/۰۳۳
سال	نسبت اوراق مشارکت فروش رفته به هزینه مصرفی کل	نسبت اوراق مشارکت فروش رفته به سرمایه‌گذاری بخش خصوصی
۱۳۷۳	۰/۰۰۰۸۵	۰/۰۰۴۵۴
۱۳۷۴	۰/۰۰۱۷۰	۰/۰۰۹۹
۱۳۷۵	۰/۰۰۲۳۳	۰/۰۱۱۹۷
۱۳۷۶	۰/۰۱۱۷۳	۰/۰۶۲۶۲
۱۳۷۷	۰/۰۱۲۲	۰/۰۷۱۱۴
میانگین	۰/۰۰۶	۰/۰۳۲
سال	نسبت اوراق مشارکت فروش رفته به سرمایه‌گذاری بخش دولتی	نسبت اوراق مشارکت فروش رفته به سرمایه‌گذاری کل
۱۳۷۳	۰/۰۰۵۶۲	۰/۰۰۲۵۱
۱۳۷۴	۰/۰۱۱۹۸	۰/۰۰۵۴۲
۱۳۷۵	۰/۰۱۴۸۳	۰/۰۰۶۶۲
۱۳۷۶	۰/۰۸۳	۰/۰۳۵۶۹
۱۳۷۷	۰/۱۱۰۰۴	۰/۰۴۳۲
میانگین	۰/۰۴۵	۰/۰۱۹

ادامه جدول

سال	نسبت اوراق مشارکت فروش رفته به حجم نقدینگی	نسبت اوراق مشارکت فروش رفته به سپرده‌های دیداری
۱۳۷۳	۰/۰۰۱۲۱	۰/۰۲۴۵
۱۳۷۴	۰/۰۰۲۶۴	۰/۰۰۷۳۳
۱۳۷۵	۰/۰۰۳۴۴	۰/۰۰۹۳۱
۱۳۷۶	۰/۰۱۸۴۰	۰/۰۵۱۵۶
۱۳۷۷	۰/۰۱۸۳۳	۰/۰۵۵۸۸
میانگین	۰/۰۰۹	۰/۰۲۶
سال	نسبت اوراق مشارکت فروش رفته به پایه پولی	نسبت اوراق مشارکت فروش رفته (به استثنای دولت) به سرمایه‌گذاری بخش خصوصی
۱۳۷۳	۰/۰۰۳۱۳	۰/۰۰۴۵۴
۱۳۷۴	۰/۰۰۶۴۵	۰/۰۰۹۹
۱۳۷۵	۰/۰۰۸۴۷	۰/۰۱۱۹۷
۱۳۷۶	۰/۰۴۷۰۵	۰/۰۰۷۵۳
۱۳۷۷	۰/۰۵۰۵۱	۰/۰۱۴۳۲
میانگین	۰/۰۲۳	۰/۰۱

باتوجه به جداول مربوطه، ملاحظه می‌گردد که نسبت اوراق مشارکت فروش به متغیرهای انتخابی، میزان ناچیزی می‌باشد. بطوریکه:

نسبت اوراق مشارکت فروش به هزینه مصرفی بخش خصوصی در سالهای ۱۳۷۶ و ۱۳۷۷ بیشترین میزان را نسبت به سالهای قبل داشته‌است ولی با وجود آن، این مقدار حدود ۰/۰۱ می‌باشد که میزان ناچیزی است و نشانگر تأثیر کم اوراق مشارکت بر هزینه مصرفی بخش خصوصی می‌باشد.

نسبت اوراق مشارکت فروش رفته به هزینه مصرفی بخش دولتی در سالهای ۱۳۷۳ تا ۱۳۷۷ از نسبت اوراق مشارکت فروش رفته به هزینه مصرفی بخش خصوصی بیشتر می‌باشد.

و بالاترین میزان آن در سال ۱۳۷۷ می باشد که برابر ۰/۰۷ است ولی باز هم این رقم، رقم پایینی است و بیانگر نقش کم اوراق مشارکت بر هزینه های مصرفی بخش دولتی می باشد.

در مورد نسبت اوراق مشارکت فروش رفته به هزینه های مصرفی کل می بینیم که در سال ۱۳۷۳ این نسبت برابر تقریباً ۰/۰۰۸ است که بسیار رقم ناچیزی است ولی این رقم در سال ۱۳۷۷ به ۰/۰۱ رسید، و خود بیانگر این مطلب است که اثر اوراق مشارکت بر هزینه مصرفی کل از سال ۱۳۷۳ بتدریج افزایش یافته و در سال ۱۳۷۷ این اثر نسبت به چهار سال قبل بهتر شده است ولی باز هم نمی توان نقش اوراق مشارکت بر هزینه مصرفی کل را نقشی حائز اهمیت دانست.

در مورد نسبت اوراق مشارکت فروش رفته به سرمایه گذاری بخش خصوصی نیز بدین صورت است که این نسبت از سال ۱۳۷۳ که برابر ۰/۰۰۴ است بتدریج بیشتر شده و نهایتاً در سال ۱۳۷۷ به ۰/۰۷ رسیده است. اما این رقم نشانگر نقش ناچیز اوراق مشارکت بر سرمایه گذاری بخش خصوصی خواهد بود.

در ارتباط با نسبت اوراق مشارکت فروش رفته به سرمایه گذاری دولتی و همچنین سرمایه گذاری کل، باید توجه داشت که این نسبت همانند نسبت اوراق مشارکت فروش رفته به سرمایه گذاری بخش خصوصی، از سال ۱۳۷۳ - که کمترین رقم را داشت - بتدریج افزایش یافته و در سال ۱۳۷۷ به بیشترین مقدار خود رسیده است. یعنی نقش اوراق مشارکت فروش رفته به سرمایه گذاری بخش دولتی و سرمایه گذاری کل، بتدریج در این چهار سال بیشتر شده است، اما هنوز هم نمی توان نقش آن را قابل توجه دانست.

نسبت اوراق مشارکت فروش رفته به حجم نقدینگی نیز در سال ۱۳۷۳ با کمترین مقدار خود ۰/۰۰۱ ظاهر گشته و در طول چهار سال ۱۳۷۳ تا ۱۳۷۷ بتدریج افزایش یافته و در پایان، به رقم ۰/۰۱ در سال ۱۳۷۷ رسیده است. همانطور که مشخص است، نقش اوراق مشارکت بر متغیر فوق، نقش کم اهمیتی است.

نسبت اوراق مشارکت فروش رفته به سپرده‌های دیداری و همچنین به پایه پولی، نسبتهای ناچیزی بوده که خود بیانگر اثر کم این مهم بر متغیرهای فوق می‌باشد.

سرانجام، نسبتی داریم به نام نسبت اوراق مشارکت فروش (به استثنای دولت) به سرمایه‌گذاری بخش خصوصی. این نسبت نیز که برای تمامی سالهای مورد نظر رقم ناچیزی است و نشانگر این مطلب است که اوراق مشارکت فروش رفته توسط سازمانهایی به غیر از دولت، بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی اثری ناچیز داشته و حائز اهمیت نمی‌باشد.

بنابراین، با گرفتن نسبتهای مورد نظر می‌توان مشاهده کرد که میانگین آنها نیز ارقامی بسیار ناچیز بوده و بیشترین مقدار آن  $0/01$  می‌باشد که مربوط به نسبت اوراق مشارکت فروش رفته (به استثنای دولت) به سرمایه‌گذاری بخش خصوصی است. کمترین میانگین مربوط به نسبت اوراق مشارکت فروش رفته به سرمایه‌گذاری دولتی می‌باشد ( $0/045$ ) که باز هم در اینجا اثر ناچیز اوراق مشارکت ظاهر گشته است. در مجموع با نگاهی کلی به میانگین نسبتهای مربوطه، متوجه می‌شویم که در طول سالهای ۱۳۷۳ تا ۱۳۷۷، اوراق مشارکت به‌عنوان ابزار سیاست پولی نقشی حائز اهمیت ندارد و بیشتر به‌عنوان اعتباری برای بنگاههای اقتصادی مورد استفاده قرار گرفته است و با توجه به نسبتهای گرفته شده، اثری حائز اهمیت بر روی متغیرهای اصلی اقتصاد کلان نداشته است.

## نتیجه‌گیری

سیستم اعتباری طی سالهای گذشته بدین ترتیب بوده که میزان تسهیلات اعطایی ارقام بزرگی را نشان می‌دهند، که این خود بیانگر این مهم است که بانکها دیگر قادر به دادن اعتبار به بنگاههای اقتصادی نیستند و نمی‌توانند آنطور که باید نیاز بنگاهها به این اعتبارات را تأمین نمایند. میزان تسهیلات اعطایی از سال ۱۳۷۳

توسط بانکها به بخش غیردولتی از رقم ۲/۲۷۳۲۹ میلیارد ریال بتدریج افزایش یافت و درنهایت این رقم در سال ۱۳۷۸ به میزان ۹/۱۱۵۸۴۰ رسید. این ارقام قابل توجه است، همچنین افزایش آنها در طی سالهای ۱۳۷۳ تا ۱۳۷۸ سبب می‌شود که بانکها دستشان از دادن اعتبار به بنگاهها بتدریج کوتاه‌تر شود.

علاوه بر این، شورای پول و اعتبار، بانکها را موظف کرد تا یک مانده تسهیلات برای بخشهای مختلف حفظ نماید؛ بدین ترتیب که بانکها باید مانده‌ای از تسهیلات برای بخشهایی مانند کشاورزی، صنعت و معدن و ساختمان ... را حفظ کنند و این مانده تسهیلات اعطایی نیز ارقام بزرگی می‌باشد.

با دادن تسهیلات اعطایی بانکها به بخشهای مختلف و همچنین حفظ مانده تسهیلات برای آنان، انعطاف بانکها برای دادن اعتبارات کم می‌شود.

این محدودیتها سبب می‌شود که بخشهایی که نیازمند اعتبار و وام هستند، چون سیستم بانکی نمی‌تواند کلاً و بعضاً و یا با سرعت کافی به آنها پاسخ بدهد، به دنبال راههایی برای تأمین منابع سرمایه‌گذاری بگردند. راههایی که به شرکتهای دولتی و همچنین بخش خصوصی منجر می‌شود؛ در نتیجه طی سالهای ۱۳۷۳ به بعد به انتشار اوراق مشارکت رو آوردند، درنهایت، انتشار اوراق مشارکت به عنوان ابزار سیاست پولی شکل نگرفت، بلکه برای رفع نیاز بنگاههای اقتصادی و به منظور سرمایه‌گذاری می‌باشد که نتیجه، عدم کارایی مجموعه نظام اعتباری و پولی بوده‌است.

با بررسیهای انجام شده می‌توان گفت که اثر اوراق مشارکت فروش رفته، بر تک تک متغیرهای انتخابی اثری ناچیز بوده که خود بیانگر نقش ناچیز این مهم در اقتصاد ایران می‌باشد.

نسبتهای گرفته شده ارقام کمی را نشان می‌دهد، اما با این وجود، در ایران عمدتاً به دلیل عدم کارایی نظام بانکی، اعتبار لازم را برای بنگاههای اقتصادی فراهم می‌کند و نقشش در رابطه با ابزارهای سیاستهای پولی، جزئی است.

بدین معنا که بانکها قادر به اعتباردهی موردنیاز به بنگاههای اقتصادی نیستند و بنگاهها نیز برای ادامه فعالیتهای اقتصادی خود از اوراق مشارکت استفاده می‌کنند و اعتبار موردنیاز خود را از این طریق بدست می‌آورند، به این ترتیب اوراق مشارکت نقش اصلی خود را به عنوان ابزار سیاست پولی از دست داده است.

## پیشنهاد

بنابراین باید تسهیلات اعطایی بانکها کاهش یابد تا انعطاف نظام بانکی با کنترل بانک مرکزی برای دادن اعتبارات افزایش یابد و یا به عبارتی دیگر، نظام بانکی بتواند با بالا بردن اعتباردهی خود، اعتبار موردنیاز بنگاههای اقتصادی را فراهم آورد تا بنگاهها بجای استفاده از اوراق مشارکت بتوانند برای ادامه فعالیتهای خود، اعتبار موردنیاز را از طریق بانکها فراهم آورند و بدین ترتیب، اوراق مشارکت می‌تواند به عنوان ابزار سیاست پولی نزد بانک مرکزی باقی بماند.



## کتابنامه:

۱. انتشارات اوراق قرضه به منظور تأمین کسری بودجه دولت، بانک مرکزی - اداره بررسیهای اقتصادی.
۲. تفضلی، فریدون. اقتصاد کلان نظریه‌ها و سیاستهای اقتصادی. تهران: نشر نی، ۱۳۶۶.
۳. ترازنامه اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
۴. نماگر اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
۵. پژویان، جمشید. پول، ارز و بانکداری. تهران: انتشارات پیام نور، ۱۳۷۴.