

تأثیر ابزارهای مالی اسلامی بر بروز چرخه‌های تجاری در اقتصاد ایران: مطالعه موردی اوراق مشارکت

یزدان گودرزی فراهانی^{۱*}
وحید محبوبی متین^۲

تاریخ پذیرش نهایی: ۱۴۰۱/۰۳/۲۸

تاریخ دریافت مقاله: ۱۴۰۱/۰۲/۰۹

چکیده

هدف مطالعه حاضر بررسی نقش ابزارهای مالی اسلامی بر بروز چرخه‌های تجاری اقتصاد ایران می باشد. در این راستا تأکید بر روی اوراق مشارکت اسلامی عرضه شده توسط بانک مرکزی بوده است. برای این منظور از اطلاعات آماری بازه زمانی ۱۳۷۳-۱۳۹۹ و مدل خودرگرسیون برداری ساختاری (SVAR) استفاده شده است. نتایج بدست آمده از این مطالعه نشان داد که تکانه وارد شده از ناحیه عرضه اوراق مشارکت، به عنوان ابزاری برای سیاست پولی و یک ابزار مالی اسلامی، منجر به این شده است که میزان چرخه‌های تجاری در اقتصاد ایران چندان تعدیل نشود. بر اساس نتایج، متغیرهای کسری بودجه، رابطه مبادله و قیمت مهمترین متغیرهای اثر گذار بر چرخه‌های تجاری در اقتصاد ایران بوده است و اوراق مشارکت نتوانسته به عنوان ابزار سیاستی ضد چرخه‌ای در اقتصاد ایران، عمل کند. بر اساس نتایج، چگونگی اثرگذاری ابزارهای مالی اسلامی بر چرخه‌های تجاری در اقتصاد ایران، نیازمند شناخت تأثیر کسری بودجه دولت و تأمین مالی آن است.

واژگان کلیدی: ابزارهای مالی اسلامی؛ چرخه‌های تجاری، نرخ ارز حقیقی؛ کسری بودجه؛ اوراق مشارکت.

طبقه‌بندی JEL: B29; E32; O24; H68; G19

^۱ استادیار اقتصاد، دانشگاه قم، دانشکده اقتصاد و مدیریت، قم، ایران، نویسنده مسئول، پست الکترونیکی: yazdan.farahani@gmail.com
^۲ دانشجوی دکتری، گروه مدیریت، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران، پست الکترونیکی: mahboobim@gmail.com

۱. مقدمه

با نگاهی به تغییرات در GDP می‌توان دریافت که این جریان غالباً با دوره‌های رکود و رونق مختلفی مواجه است. این دوره‌ها که حاصل نوسانات تولید ناخالص داخلی حول روند بلندمدت خود است اثرگذاری زیادی بر جریان‌های دیگر اقتصادی برجای می‌گذارد. امروزه بررسی دوره‌های رکود و رونق از اهمیت زیادی برای سیاستگذاری کلان اقتصادی برخوردار است. واقعیت امر این است که سیاستگذاران اقتصادی همواره به دنبال تعیین و اجرای بهترین سیاست‌های ضد چرخه‌ای هستند. اهمیت اعمال سیاست‌های ضد چرخه‌ای، جلوگیری از نوسانات شدید GDP و تقویت سطح ثبات و پایداری آن است و لذا مطالعات چرخه‌های تجاری در بین محققین اقتصادی نقش مهمی دارد. از سوی دیگر تعیین سیاست‌های ضد چرخه‌ای و تثبیتی ممکن نیست مگر آنکه از علل و عوامل ایجاد کننده چرخه‌های تجاری شناخت جامعی داشت که البته این امر با شناخت ماهیت نوسانات تولید، درآمیخته است.

با توجه به شرایط رکود تورمی اقتصاد در چرخه‌های تجاری اخیر، اعمال سیاست‌های مناسب اقتصادی به منظور رهایی از این شرایط، اهمیت ویژه‌ای دارد. روشن است که در کنار ابزارهای مشروع سیاستگذاری، برخی از ابزارهای متداول همچون اوراق قرضه که مبتنی بر قرض توأم با ربا است، با مبانی ارزشی و حقوقی کشور ایران همخوانی ندارد و این امر محدودیت‌هایی را برای سیاستگذاران داخلی فراهم ساخته است. از این رو ضروری است که در کنار ابزارهای مشروع دیگر، امکان بهره‌گیری از ابزارهای جدیدی که مورد تایید شریعت مقدس اسلام است نیز مورد بررسی قرار گیرد. در سال‌های گذشته، محققان با انجام مطالعات گسترده بر روی عقود شرعی، ابزارهایی را با عنوان اوراق بهادار اسلامی طراحی و معرفی نموده‌اند. این ابزارها نه تنها در زمینه کاربردی در جهان گسترش چشمگیری داشته‌اند، بلکه در زمینه طراحی اوراق ترکیبی جدیدتر، از رشد قابل توجهی برخوردار بوده‌اند. این امر به حدی بوده که امروزه برخی از کشورهای غیراسلامی همچون انگلستان نیز از این ابزارها استفاده می‌نمایند. این ابزارها را می‌توان در سه دسته ابزارهای غیرانتفاعی (مثل اوراق قرض الحسنه)، ابزارهای انتفاعی با بازدهی معین (مثل اوراق خزانه، اوراق مرابحه، اوراق منفعت و اوراق استصناع) و ابزارهای انتفاعی با بازدهی نامعین (مثل اوراق مشارکت، اوراق مضاربه، اوراق مزارعه و اوراق مساقات) طبقه بندی نمود (قلیچ، ۱۳۹۳).

پرسش اصلی مطالعه حاضر به این صورت است که علل و عوامل ایجاد چرخه‌های تجاری در اقتصاد ایران چیست و این چرخه‌ها از چه ماهیتی برخوردار هستند؟ آیا اوراق مشارکت اسلامی، امکان بکارگیری در سیاستگذاری کلان اقتصادی با هدف اثرگذاری بر عوامل ایجاد کننده چرخه-های تجاری اقتصاد ایران را دارا هستند یا خیر؟

ساختار مقاله حاضر از پنج بخش تشکیل شده است. در ادامه و در بخش دوم به بررسی ادبیات نظری و مطالعات پیشین تحقیق پرداخته می‌شود. در بخش سوم، روش شناسی تحقیق ارائه شده است. بخش چهارم اختصاص به برآورد مدل تجربی دارد و در نهایت در بخش انتهایی به نتیجه گیری و ارائه پیشنهادات پرداخته شده است.

۲. ادبیات موضوع

۲-۱. چرخه‌های تجاری

نوسانات چرخه‌ای توسط امواج متناوب بسط و رونق از یک طرف و انقباض و رکود از طرف دیگر، ایجاد می‌شوند. این نوسانات روند، آهنگ و نظم ثابتی نداشته، بلکه حالت چرخه‌ای دارند؛ بدین معنی که مراحل از رکود و رونق متناوباً و به صورت یک الگوی نسبتاً مشابه به وقوع می‌پیوندند. این نوسانات را نوسانات چرخه‌ای و یا به طور خلاصه "چرخه‌ها" نام نهاده‌اند. این نوع نوسانات را می‌توان به وسیله روند و آهنگ آن‌ها از نوسانات فصلی متمایز نمود، به این معنی که می‌توان گفت چرخه‌ها دارای روند آزاد و نوسانات فصلی (حداقل فصول طبیعی) دارای یک روند ثابت هستند (مهراسا، ۱۳۹۲).

تغیرات چرخه‌ای را می‌توان در بسیاری از متغیرهای کلان اقتصادی از قبیل تولید، فعالیت‌های ساختمانی، نرخ دستمزد و ... مشاهده کرد. بطور کلی یک سیکل تجاری را می‌توان به چهار مرحله تقسیم نمود که عبارت‌اند از: (۱) بهبود، (۲) رونق، (۳) رکود و (۴) بحران. وقتی که تولید و اشتغال بالا می‌رود می‌گویند که اقتصاد در مرحله بهبود است. وقتی که به اشتغال کامل نزدیک می‌شود و منابع با حداکثر ظرفیت خود کار می‌کنند به مرحله رونق می‌رسد. هنگامی که تولید ناخالص ملی و اشتغال سیر نزولی پیدا می‌کند می‌گویند فعالیت اقتصادی دچار رکود شده است. وقتی که کاهش تولید و اشتغال عمیق و ژرف شود می‌گویند اقتصاد دچار بحران شده است. مرحله رکود و یا کساد معمولاً بین یک تا سه سال طول می‌کشد که در طی آن نرخ بیکاری رو به افزایش

می‌گذارد. هنگامی که مرحله رکود بیش از سه سال ادامه یابد و نرخ بیکاری به افزایش خود ادامه دهد، می‌توان گفت که اقتصاد دچار بحران شده است. هنگامی که نرخ بیکاری بالا بماند و فعالیت کسب و کار اقتصادی در طول مدت شش سال و یا بیشتر دچار رکود شود می‌توان آن را بحران بزرگ نامید. مراحل چرخه تجاری از یک دوره رکود تا دوره‌ای دیگر و یا یک دوره رونق تا دوره‌ای دیگر یک چرخه کامل را تشکیل می‌دهد (اسنودن، ۱۳۸۳).

مهم‌ترین ویژگی‌های چرخه‌های تجاری عبارتند از: تغییر پذیری^۱، تداوم^۲ و هم‌حرکتی^۳. تغییرپذیری، درجه بی‌ثباتی یک متغیر را بیان می‌دارد و در واقع میزان تمایل متغیر به نوسان است. سطح بالای تغییرپذیری متغیر در مقایسه با متغیر مرجع، نشان‌گر توان سری‌های زمانی برای ایجاد چرخه است. این خصوصیات برای ارزیابی علل چرخه تجاری مورد بررسی قرار می‌گیرد (طیب‌نیا و قاسمی، ۱۳۸۵).

مدت زمانی که یک چرخه اقتصادی کامل طی می‌کند، می‌تواند از یک سال تا بیش از یک دهه متغیر باشد. اما نکته قابل توجه این است که وقتی رکود شروع شد، اقتصاد تمایل به عملکرد انقباضی از خود نشان می‌دهد و این وضعیت برای یک سال یا بیشتر ادامه می‌یابد (مهرآسا، ۱۳۹۲). همچنین در مدت رونق، اقتصاد عملکرد انبساطی از خود نشان می‌دهد که برای مدتی دوام می‌یابد. وجود چنین گرایشی در حین رکود یا رونق تداوم نامیده می‌شود.

تئوری‌های چرخه‌های تجاری قبل از کینز را می‌توان بصورت طیفی تعریف نمود که در میان آنها ریشه‌های نظریه‌های جدید، قابل مشاهده است. بعبارت دیگر اغلب سبب گسترش تئوری‌های مدرن بعدی همچون تئوری سنتی کینزی، تئوری پولی فریدمن و یا پولیون، تئوری چرخه‌های تجاری پولی، تئوری چرخه‌های تجاری حقیقی یا RBC و بالاخره تئوری‌های چرخه‌های تجاری کینزین‌های جدید شده‌اند. به همین جهت بررسی آنها بیشتر برای درک اصولی و ریشه‌ای دیدگاه‌های اخیر است. به طور مثال تئوری کینزی چرخه تجاری با قرائت‌های مختلف آن، ریشه در نظریاتی دارد که می‌توان آنها را در قالب کلی ترعدم تعادل تقاضا که محوریت آن بیشتر بر کمبود تقاضای کل است، جستجو نمود و یا نظریات چرخه‌های تجاری پولیون و فریدمن که تحت تأثیر نظریه ویکسل و تئوری‌های پولی چرخه‌های تجاری و یا تحلیل عدم مداخله دولت و سیاست پولی

¹ Volatility

² Persistence

³ Covariate

منسجم هایک و همچنین نظریات چرخه‌های تجاری پولی کلاسیک‌های جدید که به گونه‌ای تحت تأثیر نظریه‌های پولی چرخه‌های تجاری بوده است. همین‌طور می‌توان به تئوری‌های چرخه‌های تجاری حقیقی به عنوان یک شاخه‌ای دیگر از کلاسیک جدید، تحت تأثیر تئوری فرصت سرمایه‌گذاری و مباحث ابداع و نوآوری در تولید و نقش هزینه‌های تولید در تئوری چرخه‌های تجاری اشاره نمود و بالاخره تئوری‌های کینزین‌های جدید که به نوعی مدل گسترش یافته مدل‌های کینزی است. بحث محوری اقتصاددانان طرفدار چرخه‌های تجاری حقیقی (RBC) آن است که نوسانات اقتصاد در نتیجه تغییر متغیرهای حقیقی است. بر این اساس کارگزاران اقتصادی با رویکرد و رفتار عقلایی بهینه عمل نموده و دچار خطاهای سیستماتیک نمی‌شوند. بازارها شفاف هستند و اقتصاد همیشه در حالت تعادل قرار دارد و این شرایط یک شرایط ایده‌آل و یا مدل کلاسیکی نیست بلکه یک حالت مداوم در اقتصاد است. به عبارت دیگر شرایط یاد شده در کوتاه مدت نیز صادق است. طرفداران RBC (برخلاف لوکاس و طرفدارانش) معتقد هستند که متغیرهای اسمی نظیر عرضه پول و سطح قیمت‌ها بر روی متغیرهای حقیقی نظیر اشتغال و تولید مؤثر نیستند و در حقیقت این متغیرهای حقیقی هستند که می‌توانند رفتار و نوسانات متغیرهای حقیقی را توضیح دهند (اسنودن، ۱۳۸۳).

در تاریخچه سیاست‌گذاری پولی در دهه‌های گذشته اقتصاد ایران، انتشار اوراق بهادار اسلامی تنها ابزار سیاست پولی مبتنی بر بانکداری اسلامی بوده است به همین منظور در راستای بررسی تأثیر ابزارهای مالی اسلامی بر چرخه‌های تجاری اقتصاد در ادامه به معرفی این اوراق پرداخته می‌شود.

۲-۲. اوراق بهادار اسلامی

امروزه اوراق بهادار به یکی از ارکان ثابت و رو به رشد بازارهای مالی در جهان بدل شده است. اوراق قرضه از مهمترین اوراق بهادار پرکاربرد در اقتصاد متعارف است که با اهدافی همچون تأمین مالی دولت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی و یا اعمال سیاست‌گذاری پولی عرضه شده و با اهدافی همچون سرمایه‌گذاری و کسب سود، متنوع سازی دارایی‌ها، ذخیره و صیانت از دارایی‌ها و یا مدیریت ریسک‌های مختلف مورد تقاضا قرار می‌گیرد. اوراق قرضه، اوراقی است که فرد منابع مالی خود را با خرید آن به ناشر اوراق قرض داده و در ازای آن، ناشر اوراق متعهد می‌شود تا در سررسید اصل

منابع به علاوه بهره اوراق را به دارنده آن پرداخت نماید. عموماً تضمین بازپرداخت اوراق قرضه از نوع اسناد بدهی، توسط دولت یا ناشر آن یا موسسات وابسته به دولت انجام می‌شود. نوع دیگر اوراق قرضه، اوراق با پشتوانه دارایی^۱ هستند بدین ترتیب که دارایی‌های نظیر کارت اعتباری پشتوانه این اوراق هستند. اوراق با پشتوانه رهنی^۲، اوراق با التزام رهنی وثیقه ای^۳، و التزام بدهی وثیقه ای^۴ از انواع این اوراق هستند (بیدآباد، ۱۳۹۲).

هر نوع منبع مالی که از طریق فروش اوراق مشارکت (قرضه) و یا دریافت وام در سطح ملی یا فراملی (بین‌المللی)^۵ صورت گیرد را تأمین مالی بدهی می‌نامند و بسته به این که این امر از طریق فروش اوراق مشارکت (قرضه) و یا دریافت وام در بازارهای رسمی یا غیررسمی داخل و خارج صورت پذیرد، متفاوت خواهد بود. اسناد بدهی در بازار فراملی شامل اسناد بدهی در بازار پول مانند اوراق خزانه دولتی و اسناد بدهی در بازار سرمایه مانند اوراق مشارکت (قرضه) شرکتی، می‌باشد. در تأمین مالی بدهی، منابع مالی یا همان پول قرض گرفته شده در زمانی مشخص و با نرخ مشخص در سررسید بازپرداخت خواهد شد که می‌تواند بلندمدت یا کوتاه‌مدت باشد. قرض دهنده مالکیتی در پروژه یا شرکت سرمایه‌پذیر نداشته و تجارت مورد نظر، تعهدی جز بازپرداخت به هنگام وام‌ها یا وجوه دریافت‌شده، نخواهد داشت.

دارندگان اوراق مشارکت سود ثابتی در سررسیدهای مشخص به طور علی‌الحساب دریافت نموده و سود قطعی این اوراق در پایان و از محل سود کلی طرح مورد مشارکت و متناسب با آورده صاحبان اوراق (میزان اوراق خریداری کرده)، تعیین و به دارندگان این اوراق، پرداخت می‌گردد. چنانچه سود محاسبه شده در پایان طرح کم تر از سود علی‌الحساب باشد و یا طرح با زیان روبرو گردد، سود علی‌الحساب پرداخت شده، قابل تعدیل یا استرداد نیست. ناشر اوراق، متعهد به پرداخت سود علی‌الحساب در سررسیدهای مشخص بوده و می‌بایست اصل مبلغ اوراق را به همراه سود قطعی (چنانچه بیش تر از سودهای علی‌الحساب پرداختی بود) در پایان، پرداخت

¹ Asset-Backed Securities

² Mortgage-Backed Security (MBS)

³ Collateralized Mortgage Obligation (CMO)

⁴ Collateralized Debt Obligation (CDO)

^۵ فراملی‌گرایی یا بین‌المللی‌گرایی (Internationalism)، مفهوم کلی است که بر عقاید و سیاست‌های منجر به منافع مشترک اقوام و ملت‌ها تکیه دارد. این مکتب بر آن است که بشر را به این آگاهی برساند که هر فرد متعلق به یک جامعه جهانی است. این باور هم‌چنین تمایل به واگذاری درجه‌ای از حاکمیت ملی - از کم‌ترین تا بیش‌ترین - به مؤسسات بین‌المللی است.

نماید. چنانچه دولت و یا یکی از دستگاه‌های اجرایی ناشر اوراق باشند دولت آن را تضمین کرده و در مورد اوراق مشارکت منتشر شده توسط سایر بخش‌ها اعم از عمومی و یا خصوصی، شخص حقوقی دیگری (بانک عامل) می‌بایست به عنوان ضامن، آن را تضمین نماید. در اوراق مشارکت منتشر شده توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، بانک‌های عامل پرداخت اصل و سودهای متعلقه را تضمین می‌نمایند.

جایگزین اوراق مشارکت در سایر کشورهای اسلامی صکوک است. صکوک، اوراق بهادار اسلامی است که یک دارایی معین فیزیکی بایکی از قراردادها از قبیل: اجاره، مضاربه و بیع و... که باشع انطباق داشته باشد دخالت داده شده است. صکوک جمع واژه عربی صک است که معرب کلمه چک در زبان فارسی است. سازمان حسابداری و حسابرسی کانون های مالی اسلامی، صکوک را چنین توضیح داده: "گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام عملیات پذیره نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذینفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود. از انواع گوناگون صکوک، سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، ۱۴ نوع را نام برده است که مهم ترین آن: صکوک اجاره، مضاربه و استصناع است. در اقتصاد ایران، اوراق مشارکت به دو صورت انتشار می‌یابد. صورت اول آن انتشار اوراق به صورت دولتی یا خصوصی است که به منظور تامین مالی بخش دولتی و یا بخش خصوصی به کار برده می‌شود. دولت با ورود به بازار اولیه و اعمال سیاست مالی و بانک مرکزی با ورود به بازار ثانویه و اعمال سیاست پولی می‌توانند از این اوراق در راستای اهداف خود استفاده نمایند. صورت دوم اوراق مشارکت بانک مرکزی است که تنها با هدف سیاست‌گذاری پولی منتشر می‌شود.

۲-۳. مروری بر مطالعات پیشین

لدهیم و مکیدیچه^۱ (۲۰۲۰). به بررسی رابطه بین رشد اقتصادی و عملکرد مالی اوراق اسلامی در کشورهای مالزی، اندونزی، ترکیه و عربستان پرداختند. در این مطالعه از اطلاعات آماری بازه زمانی ۲۰۱۴-۲۰۱۸ و روش گشتاورهای تعمیم یافته استفاده شده است. نتایج بدست آمده بیانگر

¹ Ledhem and Mekidiche

این بود که عملکرد مناسب ابزارهای مالی اسلامی در این کشورها منجر به افزایش در رشد اقتصادی شده است.

جناس^۱ (۲۰۱۶). به بررسی رابطه بین چرخه‌های تجاری، رشد اقتصادی و ابزارهای مالی اسلامی پرداخت. در این مطالعه از اطلاعات آماری ۱۹۸۰ - ۲۰۱۳ و روش داده‌های پنلی استفاده شده است و نتایج بدست آمده نشان دهنده این بود که استفاده از ابزارهای مالی اسلامی در کشورهای مورد مطالعه منجر به بهبود در وضعیت رشد اقتصاد و ایجاد ثبات در اقتصاد این کشورها شده است.

نجف پور و همکاران (۱۳۹۸). به بررسی تأثیر صکوک بر رشد اقتصادی در کشورهای خاورمیانه پرداختند. هدف این مطالعه، بررسی و شناسایی عوامل ایجاد کننده مخرب‌ترین بحران مالی قرن و در نتیجه ایجاد یک سیستم مالی با ثبات‌تر و فراگیر در جهت توسعه و رشد اقتصادی بازارها بوده است. از آنجا که صکوک از ابزارهای جدید برای تأمین مالی اسلامی است، که با فقه و شریعت اسلام سازگار است، لذا بسیاری از کشورهای اسلامی و غیراسلامی از آن استفاده می‌کنند. در این پژوهش به بررسی تأثیر صکوک بر رشد اقتصادی در کشورهای منتخب پرداخته شده است. برای این منظور از صکوک که ابزار جدید مالی اسلامی است و داده‌های آماری سال‌های ۲۰۰۹ - ۲۰۱۵ و روش اقتصادسنجی داده‌های پنلی استفاده شده است. نتایج برآورد الگو نشان داد که صکوک تأثیر مثبت و معنادار بر رشد اقتصادی در کشورهای مورد مطالعه دارد.

نقیبی (۱۳۹۶). به بررسی جایگاه اوراق مشارکت در نظام مالی اسلامی پرداخت. این مطالعه به صورت یک تحقیق کیفی و میدانی انجام گردید. در این مطالعه بیان شده است که دارندگان اوراق مشارکت می‌توانند علاوه بر بهره‌مندی از سود آتی طرح، از افزایش ارزش بازاری آن نیز استفاده کنند. دارندگان اوراق مشارکت اگر چه در سود و زیان طرح‌های اقتصادی مشارکت دارند ولی مؤسسات مالی و بانک‌های واسطه، می‌توانند به عنوان شخص ثالث به پشتوانه وثائق دریافتی از ناشر، باز پرداخت اصل وجه را در سررسید نهایی تضمین نمایند یا در قالب شرط ضمن عقد تعهد نمایند که در صورت ارائه اوراق مشارکت به بانک قبل از سررسید، اوراق مشارکت را با نرخ‌های اعلام شده، خریداری نمایند.

جلالیان (۱۳۸۳). به بررسی تأثیر عرضه اوراق مشارکت بر متغیرهای اصلی اقتصاد کلان پرداخت.

^۱ Djennas

در این مطالعه، موضوع عرضه اوراق مشارکت در چارچوب سیاست عملیات بازار باز، در شرایط رکود اقتصادی و تورم مورد بحث قرار گرفته است. ایشان سابقه استفاده از اوراق مشارکت در اقتصاد ایران را مورد بررسی قرار داده است و سپس در یک مدل اقتصاد سنجی به بررسی نتایج حاصل از عرضه اوراق مشارکت بر متغیرهای اقتصادی پرداخته است. نتایج او نشان داد که به دلیل سهم اندک فروش اوراق مشارکت از مجموع بازار پولی، عرضه اوراق مشارکت در بازار پولی اقتصاد ایران، نقش عمده‌ای ایفا نکرده است.

۳. روش تحقیق

هدف مطالعه حاضر بررسی تاثیر اوراق مشارکت اسلامی بر چرخه‌های تجاری در اقتصاد ایران است. متغیرهای مورد استفاده در این مطالعه شامل رشد قیمت نفت، رشد رابطه مبادله، رشد کسری بودجه، رشد حجم پول، رشد تورم، رشد اوراق مشارکت فروخته شده و رشد تولید ناخالص داخلی در دوره زمانی ۱۳۷۳-۱۳۹۹ است. تمامی متغیرهای مورد استفاده در این مطالعه از بخش اطلاعات سری زمانی و گزارش‌های ماهانه بانک مرکزی استخراج شده است. مدل تجربی این مطالعه در دو بخش ارائه شده است. در بخش اول به استخراج چرخه‌های تجاری در اقتصاد ایران پرداخته می‌شود. چون تولید ناخالص داخلی، جامع‌ترین معیار سنجش سطح فعالیت‌های اقتصادی است لذا نوسانات آن نیز، جایگاهی ویژه در مطالعات سیکل تجاری دارد. اکثر مطالعات صورت گرفته در اقتصاد ایران از فیلترهایی از قبیل هودریک-پرسکات (HP)، تجزیه موجک، روش باکستر-کینگ و ... به منظور استخراج چرخه‌های تجاری استفاده کرده‌اند، که در این مطالعه به منظور دستیابی به روند بلندمدت تولید ناخالص داخلی از فیلتر کریستیانو-فیتزجرالد (CF)^۱ استفاده شده است. فیلترهای میان‌گذر مختلف در محاسبه میانگین متحرک باهم تفاوت دارند. در این جا از فیلترهای نامتقارن نمونه کامل که عمومی‌ترین فیلتر است، استفاده می‌شود. فیلتر (CF) به صورت نامتقارن با نمونه کامل، عمومی‌ترین فیلتر میان‌گذر است که در آن برخلاف فیلترهای متفاوت با طول ثابت، وزن، با توجه به طول وقفه و تقدم تغییر می‌کند. در این مطالعه، از داده تولید ناخالص داخلی حقیقی به قیمت ثابت ۱۳۸۳ به صورت فصلی در مقطع ۱۳۷۳-۱۳۹۹ استفاده

¹ Christiano - Fitzgerald

شده است. تمامی متغیرهای تحقیق قبل از آزمون و مدلسازی با استفاده از فیلتر X_{12} فصلی زدایی شده اند.

به منظور استخراج چرخه‌های تجاری، سری زمانی تولید ناخالص داخلی حقیقی ایران به دو قسمت تجزیه شده است. قسمت اول به روند سری زمانی مربوط است و قسمت دوم به نوسانات چرخه‌ای یعنی انحرافات از روند برمی‌گردد. در این نوع از فیلترها با مشخص نمودن دامنه‌ای برای تناوب سری، جزء سیکلی از سری‌های زمانی جدا می‌شود. فیلتر میان‌گذر در واقع فیلتری خطی است که میانگین متحرک وزنی دوبل^۱ از داده‌ها می‌گیرد. برای استفاده از این فیلتر در ابتدا باید دامنه (دوره تناوب) انتخاب شود. این دامنه با جفت اعداد (PU و PL) نشان داده می‌شوند. به عنوان مثال، چنانچه تصور بر این باشد که سیکل‌های تجاری از ۳ تا ۸ سال طول می‌کشد، بنابراین طول چرخه‌ها را باید در این دامنه استخراج نمود. حال اگر داده‌های مربوطه فصلی باشد، این اعداد متناظر با $PL=12$ و $PU=32$ فصل می‌شود (کریستیانو و فیتزگرالد، ۲۰۰۳). در این روش برای تعیین دوره‌های رکودی و رونق، از جزء سیکلی به دست آمده استفاده می‌شود. برای تعیین نمودن دوره رکود و رونق با استفاده از جزء سیکلی، لازم است که بتوان نقاط اوج و حضیض را مشخص نمود. در این تحقیق از مطالعات هامبرگ و وراستندیک^۲ (۲۰۰۸) و چین، گوئی و میلر^۳ (۲۰۰۰) برای تعیین نقاط چرخشی استفاده شده است. یک نقطه اوج زمانی اتفاق می‌افتد که مقدار سری سیکلی به دست آمده از مقادیر قبلی و بعدی آن بیشتر باشد. البته با توجه به این که یک چرخه تجاری حداقل برای ۱۲ دوره (فصل) ادامه می‌یابد، هیچ نقطه اوجی در فاصله‌ای کمتر از ۱۲ دوره نمی‌تواند نزدیک نقطه اوج دیگر به وقوع بپیوندد. بنابراین نقطه اوج پایین‌تر به عنوان بخشی از رونق جاری ادغام و طبقه‌بندی می‌شود. با استفاده از همین روش و به همین ترتیب نقاط حضیض تعریف می‌شود. فاصله بین دو نقطه اوج و یا دو نقطه حضیض یک چرخه کامل تجاری را تشکیل می‌دهد (رستم زاده و گودرزی، ۱۳۹۶). در این مطالعه، فاصله بین دو نقطه حضیض را به عنوان یک چرخه کامل تجاری در نظر گرفته شده است. در ادامه دوره‌های بین یک نقطه حضیض تا اوج را به عنوان رونق و بین یک اوج تا حضیض را به عنوان رکود در نظر گرفته شده است. در یک نگاه دقیق‌تر این روش یک چرخه را به گونه‌ای تعریف می‌کند که چرخه‌های جزئی تعریف شده توسط

¹ Two-sided weighted moving average

² Hamberg and Verstandig.

³ Chin, Geweke and Miller

ژوزف کی‌چن را نیز در بر می‌گیرد. نتایج حاصل از این بررسی نشان می‌دهد که اقتصاد ایران از سال ۹۶-۱۳۷۳ مجموعاً چهار سیکل را پشت سر گذاشته است. در بخش دوم با استفاده از روش خودرگرسیون برداری ساختاری (SVAR) تاثیر ابزارهای مالی اسلامی بر چرخه‌های تجاری مورد بررسی قرار گرفته شده است. بایستی ذکر شود که مدل-SVAR های مدلهایی ساختاری هستند، بنابراین آنها نشان‌دهنده مدل‌های واقعی^۱ از اقتصاد هستند هرچند که هر مدل اقتصاد کلان ساختاری علیرغم وابستگی به تئوری‌های اقتصادی، تا حدودی وابسته به پیش‌داوری‌های سازنده مدل نیز هستند. لذا در این شرایط یک سری محدودیت‌های تشخیص‌شناسایی می‌شوند و در نهایت مدل تجربی مطابق با آن تخمین زده می‌شود. تئوری SVAR برای بررسی آنچه که از دیدگاه تئوریک مستلزم تحلیل پویای متغیرهای مورد نظر است، مفید است.

۴. یافته‌ها

قبل از مدل‌سازی تحقیق برای جلوگیری از انجام رگرسیون‌های کاذب در تحقیق ابتدا مانایی متغیرها مورد بررسی قرار گرفته که برای این منظور از آزمون ریشه واحد دیکی فولر افزوده (ADF) و فیلیپس پرون (PP) استفاده شده است. با استفاده از آزمون‌های صورت گرفته این موضوع که آیا سری‌های زمانی مورد استفاده فرایندی مانا (با مرتبه انباشتگی صفر) و یا واگرا (با مرتبه انباشتگی غیر صفر) دارند، بررسی شده است. برای این منظور آزمون ریشه واحد بر روی متغیرهای تحقیق مورد بررسی قرار گرفته است. آزمون ریشه واحد در حالت وجود عرض از مبدا و روند انجام شده است نتایج جدول (۱) نشان دهنده این است که تمامی متغیرهای تحقیق به دلیل این که مقادیر آماره آزمون آنها بیشتر از مقادیر بحرانی در سطح اطمینان ۹۵ درصد بوده فرضیه صفر مبنی بر وجود ریشه واحد را رد کرده و این متغیرها در سطح مانا هستند.

¹ True models

جدول (۱): آزمون ریشه واحد متغیرهای تحقیق

آزمون فیلیپس - پرون (PP)		آزمون دیکی فولر افزوده (ADF)		متغیرها
مقادیر بحرانی در سطح %۹۵	آماره آزمون	مقادیر بحرانی در سطح %۹۵	آماره آزمون	
-۳/۴۹	-۴/۷۶	-۳/۵۰	-۴/۶۲	رشد قیمت نفت
-۳/۵۰	-۳/۸۳	-۳/۵۱	-۳/۸۷	رشد رابطه مبادله
-۳/۵۰	-۳/۷۲	-۳/۵۱	-۳/۶۹	رشد کسری بودجه
-۳/۴۹	-۳/۶۷	-۳/۴۹	-۴/۰۵	رشد حجم پول
-۳/۴۹	-۴/۷۶	-۳/۴۹	-۳/۸۷	نرخ تورم
-۳/۵۸	-۴/۱۶	-۳/۸۲	-۵/۵۲	رشد اوراق مشارکت فروخته شده
-۳/۴۹	-۵/۸۷	-۳/۴۹	-۴/۷۳	رشد تولید ناخالص داخلی

منبع: نتایج حاصل از تحقیق

۱-۴. تعیین مرتبه بهینه مدل با استفاده از معیارهای تعیین وقفه

در این مرحله لازم است مرتبه بهینه مدل خودرگرسیون برداری با استفاده از ملاک های تعیین وقفه، مشخص شود. تعیین وقفه بهینه باید بر اساس تعداد متغیرهای مدل و حجم نمونه صورت گیرد. در جدول (۲)، وقفه بهینه بر اساس معیارهای مختلف انتخاب وقفه بهینه، برای مدل انتخابی، نشان داده شده است. به دلیل اینکه استفاده از معیار شوارتز باعث از دست دادن درجه آزادی کمتری نسبت به دیگر معیارها می‌شود، لذا در این تحقیق، وقفه بهینه بر اساس معیار شوارتز انتخاب گردیده است.

جدول (۲): تعیین تعداد وقفه‌های بهینه مدل

وقفه	آماره آکائیک	آماره شوارتز	آماره هنان-کوئین
۱	-۹,۸۸۹	*-۸,۸۴۷	*-۹,۴۷۰
۲	-۹,۹۲۸	-۷,۸۴۴	-۹,۰۹۰
۳	-۹,۶۶۰	-۶,۵۳۵	-۸,۴۰۴
۴	-۹,۹۵۹	-۵,۴۴۳	-۷,۹۳۵
۵	*-۱۰,۲۰۰	-۴,۴۲۸	-۷,۵۴۳

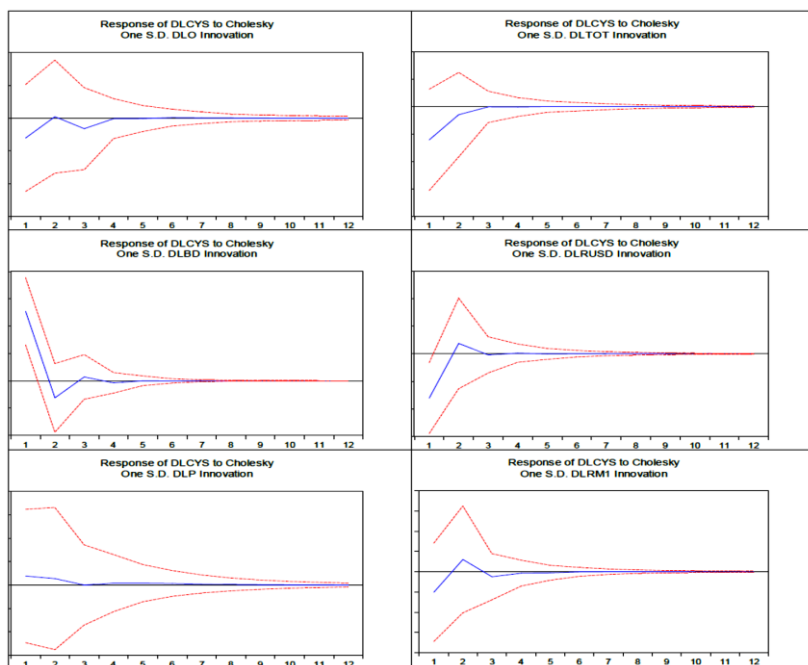
منبع: نتایج حاصل از تحقیق

بر اساس نتایج جدول (۲)، وقفه بهینه در این مدل بر اساس معیار شوارتز، وقفه یک است. در

ادامه به برآورد تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی و اوراق مشارکت بر چرخه‌های تجاری در اقتصاد

ایران پرداخته شده است. برای این منظور با استفاده از نمودارهای کنش و واکنش و جدول تجزیه واریانس این اثرگذاری مورد بررسی قرار گرفته است. جهت بررسی پویایی‌های موجود میان متغیرهای الگو، از توابع کنش - واکنش استفاده می‌شود. به عبارت دیگر توابع کنش - واکنش، پاسخ‌هایی است که متغیر درونی سیستم به تکان ناشی از خطاها می‌دهد. این توابع اثر یک واحد تکان را به اندازه یک انحراف معیار روی چرخه‌های تجاری مشخص می‌کنند.

نمودار (۲): نمودارهای کنش - واکنش تاثیر متغیرهای کلان بر چرخه‌های تجاری



منبع: نتایج حاصل از تحقیق

نتایج بیانگر این است که اوراق مشارکت تاثیر معنی‌داری بر چرخه‌های تجاری در اقتصاد داشته است اما این اثرگذاری بسیار محدود و کم است. با توجه به توابع عکس العمل فوق مشاهده می‌شود که تکانه وارده از سوی رشد قیمت نفت منفی و با نوسان بوده است؛ شوک وارده از سوی رشد رابطه مبادله منفی صعودی است؛ تکانه وارده از سوی رشد کسری بودجه مثبت نزولی بوده که در دوره دوم برای یک دوره، منفی شده است؛ تکانه وارده از سوی رشد تورم مثبت نزولی بوده است

و در نهایت تکانه وارده از سوی رشد حجم حقیقی پول، منفی صعودی بوده و برای یک دوره مثبت شده است. همچنین ملاحظه می‌شود که شوک رشد کسری بودجه نسبت به سایر تکانه‌ها با شدت بیشتری آغاز شده است. این مسئله، به اهمیت بیشتر این عامل در ایجاد نوسانات رشد جزء چرخه‌ای تولید ناخالص داخلی اشاره دارد. همچنین از لحاظ ماندگاری اثرات تکانه‌ها می‌توان اذعان داشت، ماندگاری تکانه‌های رشد حجم حقیقی پول تا حدود ۵ فصل بیشتر از سایر تکانه‌ها است. همچنین ماندگاری تکانه‌های رشد قیمت نفت، رابطه مبادله و کسری بودجه حدود سه فصل و ماندگاری شوک رشد تورم حدود دو فصل بوده است.

۵. نتیجه‌گیری و پیشنهادات

هدف مطالعه حاضر بررسی نقش ابزارهای مالی اسلامی در تعدیل سیکل‌های تجاری اقتصاد ایران در دوره زمانی ۱۳۷۳-۱۳۹۹ می‌باشد. به منظور استخراج چرخه‌های تجاری از فیلتر کریستیانو - فیلترگرالد و در ادامه به منظور بررسی نقش اوراق مشارکت اسلامی بر چرخه تجاری از مدل خودرگرسیون برداری ساختاری (SVAR) استفاده شده است. در دهه‌های اخیر، کنترل و مدیریت سیکل‌های تجاری در اقتصاد ایران توسط ابزارهای سیاستی زیادی در قالب سیاست‌های پولی و مالی مورد استفاده قرار گرفته است که هر یک به فراخور ظرفیت خود، تجارب مختلفی را در تاریخ اقتصادی کشور برجای نهاده‌اند. آنچه از بین تمامی این ابزارها و سیاست‌ها حائز اهمیت است، اوراق بهادار اسلامی است که در قالب سیاست‌های پولی و مالی به منظور اثرگذاری بر چرخه‌های تجاری اقتصاد کشور مورد استفاده قرار گرفته است. در بحث آسیب شناسی اوراق مشارکت اسلامی از لحاظ اقتصادی به مواردی همچون کمبود عرضه اوراق مشارکت، عدم خریداری کامل اوراق توسط خریداران، عدم کاربرد در امور غیرتوسعه‌ای، عدم نیاز بانک مرکزی به مشارکت اقتصادی، امکان پولشویی به علت بی نام بودن اوراق، افزایش هزینه‌های بانکی به علت وجود ذخیره احتیاطی در بازخرید اوراق، عدم سهم چشمگیر در حجم نقدینگی و عدم اثرگذاری چشمگیر بر چرخه‌های تجاری اشاره شد. در برآورد صورت گرفته با استفاده از روش SVAR و تحلیل نمودارها، مشخص گردید که دو متغیر رشد نرخ ارز حقیقی و رشد کسری بودجه مهمترین علل ایجادکننده چرخه‌ها در اقتصاد کشور هستند.

پیشنهاد می‌شود دولت برای کنترل و مدیریت چرخه‌های تجاری تمرکز خود را بر مهمترین علل ایجادکننده این چرخه‌ها یعنی نوسانات ارزی و کسری بودجه دولتی معطوف دارد. بدیهی است مدیریت این دو عامل می‌تواند نقش بسیار مثبتی در کاهش اثرات ناخوشایند چرخه‌های تجاری و

نوسانات اقتصادی ایفا نماید. با توجه به تاثیر کسری بودجه دولت در بروز چرخه تجاری، دولت می‌تواند با فروش اوراق بهادار اسلامی و جمع‌آوری سرمایه‌های بخش خصوصی به تامین کسری بودجه خود بپردازد. این تامین مالی با استفاده از انتشار اوراق بهادار اسلامی جهت تامین دارایی (به‌منظور تامین کسری بودجه ناشی از هزینه‌های عمرانی) و تامین نقدینگی (به‌منظور تامین کسری بودجه ناشی از هزینه‌های جاری) صورت می‌گیرد. اوراق مشارکت مدنی با موضوع مشارکت در پروژه‌های عمرانی دولت، اوراق مشارکت حقوقی به منظور خرید سهام شرکت‌های دولتی نیازمند نقدینگی در مرحله پذیره نویسی و عرضه عمومی اولیه سهام، تجهیزات، ساختمان و پروژه‌های نیمه تمام دولت، اسناد و اوراق خزانه اسلامی، صکوک اجاره به شرط تملیک، صکوک سلف و یا صکوک مرابحه برای تهیه ابزارآلات، تجهیزات، ادوات و ساختمان‌های مورد نیاز دولت ... از جمله این موارد است.

منابع

- اسنودن، بی، اچ وین و پی وینار کوویچ (۱۳۸۳). راهنمای نوین اقتصاد کلان. منصور خلیلی عراقی و علی سوری؛ تهران، انتشارات برادران.
- اندرس، والتر (۱۳۸۷). اقتصاد سنجی سری‌های زمانی با رویکرد کاربردی. مهدی صادقی شاهدانی و سعید شوال پور؛ تهران، دانشگاه امام صادق.
- بانک مرکزی (۱۴۰۰). گزارش‌های اقتصادی، تهران، انتشارات بانک مرکزی.
- بیدآباد، بیژن (۱۳۹۲). اوراق خزانه بدون ربا (ریالی و ارزی)، سایت بیدآباد دات کام.
- جلالیان، کتایون (۱۳۸۳)، تاثیر عرضه اوراق مشارکت بر متغیرهای اصلی اقتصاد کلان. پژوهشنامه اقتصادی، ۴(۱۴)، ۱۳۱-۱۴۸.
- رستم زاده، پرویز و گودرزی فراهانی، یزدان (۱۳۹۶)، پیش‌بینی وقوع سیکل‌های تجاری در اقتصاد ایران با استفاده از فیلترهای میان‌گذر، فصلنامه سیاستگذاری اقتصادی یزد، دوره ۹، شماره ۱۸، صفحه ۴۱-۶۴.
- طیب‌نیا، علی و قاسمی، فاطمه (۱۳۸۵). نقش تکانه‌های نفتی در چرخه‌های تجاری اقتصاد ایران. پژوهشنامه اقتصادی ۶(۲۳): ۲۳-۴۹.
- فطرس محمدحسن و محمودی حسین (۱۳۸۷)، صکوک، ابزاری مناسب برای جانشینی اوراق قرضه، همایش توسعه و اقتصاد اسلامی.
- قلیچ، وهاب (۱۳۹۳)، تحلیل قابلیت ابزارهای مالی اسلامی در اثرگذاری بر اقتصاد ایران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی.

- مهرآسا، مهتاب (۱۳۹۲). پیش بینی بروز سیکل های تجاری در اقتصاد ایران با استفاده از مدل های لاجیت و پروبیت، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران.
- موسویان، سیدعباس (۱۳۸۷)، بهره‌عامل یا مانع توسعه اقتصادی، مشهد: دانشگاه فردوسی، مجموعه مقالات همایش اقتصاد اسلامی و توسعه.
- موسویان، سیدعباس (۱۳۸۶)، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- موسویان، سیدعباس (۱۳۸۶)، اوراق بهادار استصناع: مکمل بازار سرمایه ایران، دوفصلنامه جستارهای اقتصادی، شماره ۸.
- نجف‌پور آرش، فاضلی حامد، پوراسمعیل محمد (۱۳۹۸)، تأثیر صکوک بر رشد اقتصادی در کشورهای خاورمیانه، اقتصاد و بانکداری اسلامی، ۸ (۲۹)، ۷۹-۱۰۲.
- نجفی، مهدی (۱۳۸۵)، بررسی فرآیند تامین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق (ع).
- ندری، کامران (۱۳۸۳)، ربا، بهره و بانکداری اسلامی، مرزبندی میان تحلیل‌های اقتصادی و تحلیل‌های فقهی- حقوقی، مجموعه مقالات همایش پانزدهم بانکداری اسلامی: تجربه دو دهه بانکداری اسلامی و چالش‌های پیش‌رو: ابعاد نظری، ساختاری و اجرایی، تهران: موسسه عالی بانکداری ایران.
- نقیعی، سید ابوالقاسم (۱۳۹۶)، جایگاه اوراق مشارکت در نظام مالی اسلامی، دانش حقوق و مالیه، ۱، ۳۲-۲۱.
- Baxter, M. and King, R. g (1999). Measuring business Cycles approximating band-pass Filters for economic time series, Review Economics and Statistics. 44(3): 89-103.
- Christiano, L. J. and T. J. Fitzgerald (2003), The Band-Pass Filter, NBER Working Paper, No. 7257.
- Djennas, Mustaph (2016), Business cycle volatility, growth and financial openness: Does Islamic finance make any difference?, Borsa Istanbul Review, 16, 121-145.
- Kitchin J. (1923). Cycles and Trends in Economic Factor. Review of Economic Statistics, 2 (5): 10-16.
- Kydland, F.E. and Prescott E.C (1982). Time to Build and Aggregate Fluctuations. Econometrics, 5 (18): 25-38.
- Ledhem, M.A. and Mekidiche, M. (2020), Economic growth and financial performance of Islamic banks: a CAMELS approach, Islamic Economic Studies, 28, 47-62.
- Lucas, R. E (1987). Models of Business Cycles, Oxford: Basil Blackwell.

The Impact of Islamic Financial Instruments on the Occurrence of Business Cycles in the Iranian Economy: A Case Study of Participation Bonds

Yazdan Gudarzi Farahani^{1*}
*Vahid Mahboubi Matin*²

Abstract

The aim of this study was to investigate the role of Islamic financial instruments in the occurrence of business cycles in the Iranian economy. In this regard, the emphasis has been on Islamic participation bonds offered by the Central Bank. For this purpose, statistical data from the period 1992-2020 and structural vector autoregression model (SVAR) were used. The results of this study showed that the impetus from the supply of participation bonds as a tool for monetary policy and an Islamic financial instrument has led to the fact that the amount of business cycles in the Iranian economy is not moderated. In fact, the results showed that the variables of budget deficit, exchange relationship and price were the most important variables affecting business cycles in the Iranian economy. The results showed that participation bonds could not act as an anti-cyclical policy tool in the Iranian economy. Considering the results of how Islamic financial instruments affect business cycles in the Iranian economy, it is necessary to recognize the impact of government budget deficit and its financing.

Keywords

Islamic Financial Instruments; Business Cycles; Real Exchange Rate; Budget Deficit; Participation Bonds

JEL Classification: B29, E32, O24, H68, G19

¹ Assistant Professor of Economics, Qom University, Department of Economics and Management, Qom, Iran, Corresponding Author, Email: yazdan.farahani@gmail.com

² Ph.D student in Financial Management, North Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran, Email: mahboobim@gmail.com