

اثرات شرایط مالی بر پس‌انداز، سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی

تاریخ دریافت: ۱۳۸۴/۳/۷

تاریخ پذیرش: ۱۳۸۴/۱۱/۹

دکتر جعفر حقیقت^۱

چکیده

تحقیقات تجربی در مورد محدودیت و شرایط مالی اساساً روی اثرات آن بر سرمایه‌گذاری و پس‌انداز متمرکز شده‌اند. و نتایج بیانگر عمیق‌تر شدن فاصله بین نرخهای آزاد و کنترل شده بهره و همچنین منفی بودن نرخهای بهره نهادی به صورت حقیقی آن در اکثر اقتصادها می‌باشند. در ارزیابی تجربی نرخهای بهره حقیقی نهادی (۱۹۸۳) Millard Long آثار ذیل را بیان می‌کند کاهش: پس‌انداز ملی، انتقال سرمایه به خارج، تخصیص نامناسب‌تر منابع، قرض بیش از حد وام‌گیرندگان اولیه، ائتلاف بازارهای پولی نهادی، افزایش استفاده از سازمانهای مالی خارجی و افزایش مسائل کنترل مالی.

با توجه به آزمون آثار بالقوه شرایط مالی روی گروه‌های متعددی از کشورها با تکنیک‌های مختلف، تنها تعداد معدودی مخالف نظریه توسعه مالی با افزایش سرانه درآمدها می‌باشند؛ در حالی که مسأله علیت به طور روزافزون مورد جدال می‌باشد؛ یعنی اینکه آیا توسعه مالی سبب رشد اقتصادی است؟ یا اینکه به طور گسترده همگام با رشد اقتصادی جریان می‌یابد.

در این مقاله به طور مختصر مقادیر تجربی موجود در مورد آثار شرایط مالی (بخصوص نرخ بهره) بر پس‌انداز، مقدار و کارایی سرمایه‌گذاری و نرخ رشد اقتصادی در کشورهای در حال توسعه و ایران ارائه می‌شود و عوامل موثر بر آنها در اقتصاد ایران مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار خواهد گرفت.

کلید واژه: شرایط مالی، پس‌انداز، سرمایه‌گذاری، رشد اقتصادی و نرخ بهره.

۱- مقدمه

بازار مالی کشورهای در حال توسعه از ماهیت و ساختاری دوگانه برخوردارند. این ساختار دوگانه از طریق متغیرهایی که در بازار مالی عمل می‌کنند، فعل و انفعالات خود را نمایان می‌سازد. از یک سو، کنترل منابع مالی در اختیار دولت بوده و دولت به دلیل قدرت بالایی اقتصادی در بازار مالی از طریق نرخ سود پایین، تخصیص دهنده منابع رسمی وام و اعتبارات است و بر این اساس سود و کارمزد وامها را مشخص می‌کند. از سوی دیگر، در کنار بازار رسمی وام، اعتبارات بازار غیررسمی وجود دارد که نرخها و هزینه اعطای وام آنها کاملاً متمایز از بخش دولتی است و با نرخهای بالایی تخصیص منابع مالی و اعتباری در اقتصاد صورت می‌گیرد و نسبت به نوسانات بازار حساسیت بالاتری از خود نشان می‌دهند.

بررسی ساختارهای بازارهای مالی در ایران حاکی از عدم توسعه نیافتگی این بازارها می‌باشد و وجود بخشهای نامتشفک مالی مبتنی بر میزان سودهای بسیار بالا، یکی از اساسی‌ترین و مهمترین تنگناهای بازارهای مالی در کشور می‌باشد که نه تنها مانع شکل‌گیری بازار مالی رسمی، بلکه مانع اثرگذاری کارایی این بازارها بر اقتصاد نیز می‌باشند. بررسی وضعیت بازارهای مالی رسمی کشور نیز چشم‌انداز مناسبی را نشان نمی‌دهند. ساختارهای نامناسب سازمانی، عدم تنوع ابزارهای مالی، فقدان شرایط رقابتی و عدم شفافیت، از جمله ویژگی‌های این بازارها در شرایط فعلی اقتصاد کشور می‌باشد که باعث گردیده است نقش و حوزه عمل این بازارها در تامین نیازهای مالی کشور با تنگناهای جدی روبرو شود. علاوه بر این، وجود سهمیه‌بندی‌های اعتباری، ارائه تسهیلات با نرخهای ترجیحی، ملاحظات شدید دولت در زمینه تعیین نرخ سود و تسهیلات تکلیفی نظام بانکی، از جمله دیگر محدودیت‌های بازارهای مالی کشور می‌باشد.

به طور کلی در کشورهای در حال توسعه دو دسته سیاست در مورد بازارهای مالی وجود دارد. اول سیاست سرکوبی مالی؛ دوم سیاست آزادسازی مالی. سیاست سرکوبی مالی که به معنای کنترل نرخ بهره در سطوح غیرواقعی است در نوع خود تأثیرات نامطلوب بسیار گسترده‌ای را در اقتصاد به دنبال دارد که از آن جمله می‌توان به کاهش تقاضای سرمایه‌گذاری، کاهش عرضه منابع مالی، انحراف در بازار پول، کاهش رشد اقتصادی و افزایش تورم اشاره کرد.

یکی از راهکارهای اساسی در کاهش اثرات سوء پدیده سرکوب مالی، سیاست آزادسازی مالی است. این سیاست دارای ابعادی چون: اصلاح ساختار بازارهای مالی، کاهش مداخله دولت در نظام پولی، تخصیص منابع مالی و اعتباری براساس کارایی فعالیت‌ها و حذف محدودیت‌های اعتباری می‌باشد. در این میان، ایجاد بستر مناسب برای رقابتی شدن بازار سرمایه و آزادسازی نرخ بهره و تعیین آن براساس مکانیزم‌های بازار که به دنبال سیاست آزادسازی مالی صورت می‌پذیرد، به دلیل تأثیرات پدیده‌ای که می‌تواند بر سایر متغیرهای اقتصادی داشته باشد، همواره در مرکز توجهات سیاست‌گذاری پولی کشورها قرار دارد.

بسیاری از اقتصاددانان به جای سیاست آزدسازی نرخ بهره - که به دلیل ایجاد بی ثباتی اقتصادی و نامتشکل بودن بازار مالی در این کشورها ناپایداری شدیدی را در عرصه کلان اقتصادی به وجود می آورد - سیاست اصلاح بخش مالی را مورد تأکید قرار داده اند. اصلاحات مالی در بخش پولی یک اقتصاد موجب گسترش فعالیت بخش خصوصی، ورود آزادانه به سیستم بانکی، خصوصی سازی بانکها، مقررات زدایی نرخ بهره و ایجاد شرایط رقابتی در فعالیت های مالی می شود. این اصلاحات به مراتب نقشی نیرومندتر از متغیر نرخ بهره را ایفا خواهند نمود و بدون انجام اصلاحات اساسی و گسترده در بخش مالی، هر سیاستی در این حوزه با شکست مواجه می شود.

۲- تاریخچه ای بر ادبیات آثار شرایط مالی بر پس انداز، مقدار و کارایی سرمایه گذاری و نرخ رشد اقتصادی

۲-۱- پس انداز ملی و نسبت های پس انداز

بخشی از GNP که به تشکیل سرمایه اختصاص داده می شود، یکی از تعیین کنندگان اصلی حفظ رشد اقتصادی است. سرمایه گذاری داخلی هم از طریق پس انداز های داخلی و هم از طریق پس انداز خارجی تأمین می شود؛ اما در هر حال حجم عمده ای از سرمایه گذاری ها از پس انداز داخلی تأمین می گردد. از این جهت رفتار پس انداز یک نقش اساسی در پروسه تولید ایفا می کند. پس انداز ملی از سه کانال به سرمایه گذاری داخلی جریان می یابد:

(۱) مشارکت دولت

(۲) افراد

(۳) واسطه های مالی (رسمی و غیررسمی)

اهمیت نسبی هر کانال عمدتاً بستگی به سطح توسعه اقتصادی و نقش بخش خصوصی و دولتی در اقتصاد دارد. در کشورهایی که مشارکت بخش دولتی در اقتصاد بالا است، تأکید کمتری روی واسطه های مالی برای تأمین مالی سرمایه گذاری می شود.

بعد از فروپاشی اتحاد جماهیر شوروی، کشورهای در حال توسعه به نقش بخش خصوصی در توسعه اقتصادی توجه عمده ای مبذول نمودند و در این کشورها توجه به انتقال جریان خالص سرمایه از خارج و تمایل به بخش خصوصی و نقش واسطه های مالی در پروسه پس انداز - سرمایه گذاری و در نتیجه در توسعه اقتصادی، به طور فزاینده در حال افزایش می باشد. در این قسمت به اثرات شرایط مالی در تجهیز منابع داخلی اشاره خواهد شد.

(Zinser and Mikesell, ۱۹۷۳) نتیجه می گیرند که در کشورهای در حال توسعه و توسعه نیافته احتمالاً نرخهای بهره در تعیین کانالهایی که پس انداز به آنها جریان می یابد، مؤثرتر از تغییر تمایلات به پس انداز می باشد. با وجود این، بیشتر مطالعات تجربی تا آن زمان توجه کمتری را به تورم بخصوص مدل شکل گیری انتظارات مربوط به نرخ تورم نمودند. به علاوه نرخهای بهره حقیقی در کشورهای صنعتی اساساً تغییر زیادی ننمودند. بجز کار تایوان

و کره، مطالعات تجربی خیلی محدود روی اثرات شرایط مالی روی پس انداز در کشورهای در حال توسعه وجود دارد.

بحث روی حساسیت پس انداز نسبت به نرخ بهره در کشورهای در حال توسعه و صنعتی هنوز جایگاه خودش را حفظ نموده است. (Modigliani ۱۹۸۶) اشاره می کند که با توجه به مطالعات و مباحث زیاد، هنوز اطمینان کامل در مورد اینکه S (نسبت پس انداز) عمدتاً مستقل از نرخ بهره است یا نه، وجود ندارد.

Michael Boskin (۱۹۷۸) برای آمریکا و فرای^۱، برای چهارده کشور در حال توسعه در آسیا و ترکیه یک ضریب مثبت برای نرخهای بهره در تابع پس انداز (برای نسبت پس انداز) را به دست آوردند. اما کارهای تجربی هر دو مورد انتقاد واقع شده است. به عنوان مثال مطالعات Dornbusch & Reynoso (۱۹۸۹) برای کشورهای آمریکا و سایر کشورهای صنعتی بیانگر این است که مطالعات مختلف هیچکدام اساساً یک اثر خالص از نرخهای بهره حقیقی روی نسبت های پس انداز را به دست نیاوردند و آنچه مورد توافق بوده، این است که اگر برای نرخهای بهره اثری وجود داشت، در تمامی موارد نسبتاً کوچک بوده است.

نتایج تجربی بیانگر این است که عدم توافق کلی روی کشش بهره ای مربوط به پس انداز ناشی از اندازه گیریهایی مختلف از پس انداز و نرخهای بهره حقیقی، مدل های تنوریک مختلف، تکنیک های اقتصاد سنجی مختلف، نمونه های مختلف کشورهای در حال توسعه و دوره های زمانی مورد استفاده متفاوت، می باشد و در یک تحلیل خیلی وسیع می توان بیان نمود که نرخهای بهره حقیقی مثبت در کشورهای آسیایی نسبت به سایر کشورهای در حال توسعه راحت تر به دست می آید؛ اما حتی در این کشورهای آسیایی آثار مثبت در طول دو دهه گذشته وجود داشته، بیشتر به دلیل آدسازی های مالی میسر گشته است.

برای تخمین جداگانه هر یک از کشورها به نظر می آید استفاده از نسبت پس انداز ملی SNY بهتر از سایر شاخص های پس انداز کاربرد داشته باشد. نسبت پس انداز ملی از تقسیم پس انداز ناخالص ملی اسمی بر GNP اسمی به دست می آید و پس انداز ملی به واسطه کسر نمودن پس انداز خارجی از سرمایه گذاری ناخالص داخلی (سرمایه گذاری ثابت به علاوه تغییرات در موجودی انبار) به دست می آید و پس انداز خارجی SFY به صورت ذیل تعریف می گردد:

$$SFY = IMY - XY - NFIY$$

که از حاصل مقدار واردات (IMY) منهای صادرات کالا و خدمات (XY) منهای خالص درآمد عوامل تولید از خارج (NFIY) به دست می آید. تا اواسط دهه ۱۹۷۰ انتخاب بین پس انداز ملی (شامل خالص درآمد عوامل تولید از خارج) و پس انداز داخلی (که خالص درآمد عوامل از خارج در آن دیده نمی شود) زیاد اهمیت نداشت، زیرا در اکثر کشورهای در حال توسعه این متغیر (NFIY) خیلی کوچک بود. اما با افزایش جوه ارسالی کارگران و خدمات

1. Fry (1978,1979,1981,1984,1991)

بدهی خارجی (که هر دو جزو خالص درآمد عوامل از خارج می‌باشند)، انتخاب بین پس انداز ملی و پس انداز داخلی قابل بحث می‌باشد.

در اینجا پس انداز ملی نسبت به پس انداز داخلی به عنوان متغیر وابسته انتخاب شده است که دلایل آن نیز عبارتند از اینکه: اولاً درجه جانشینی بالا و قوی بین پس انداز داخلی و وجوه ارسالی کارگران از خارج که جزو پس انداز ملی است، وجود دارد. با خروج خانوارها به خارج، درآمد داخلی آن خانوار و در نتیجه پس انداز داخلی آن خانوارها کاهش می‌یابد؛ اما وجه ارسالی و پس انداز جدا از درآمد داخلی آنها افزایش می‌یابد. پس ملاحظه می‌شود در حالی که پس انداز داخلی کاهش می‌یابد، پس انداز ملی کاهش نمی‌یابد. پس نتیجه می‌شود که کاهش در وجوه ارسالی کارگران به دلیل بازگشت آنها به کشور خودشان به وسیله افزایش در پس انداز جبران می‌شود. ثانیاً انتخاب پس انداز ملی به عنوان متغیر وابسته نسبت به پس انداز داخلی از این مسأله ناشی می‌شود که نرخهای بهره پرداختی به بدهی‌های خارجی، پس انداز ملی را کاهش می‌دهد، نه پس انداز داخلی را.

پس انداز ملی همچنین تلاشها و فعالیتهای کشور را چه در داخل و چه در خارج، برای تجهیز منابع به سرمایه‌گذاری اندازه‌گیری می‌نماید. به عبارت دیگر وقتی که خالص درآمد از خارج منفی باشد تمامی، پس انداز داخلی برای تامین مالی سرمایه‌گذاری در دسترس نخواهد بود. از طرف دیگر، پس انداز داخلی در ارائه وجوه سرمایه‌ای ایجاد شده به واسطه فعالیتهای کشور (سهم کشور در سرمایه‌گذاری خودش) زمانی که خالص درآمد عوامل تولید از خارج مثبت است، گویا نمی‌باشد. در چنین وضعیتی پس انداز داخلی تقریباً به صورت غیر واقعی، یک تصویری از تلاش ملی برای تجهیز منابع را نشان می‌دهد.

معمولاً در توابع پس انداز روی عوامل تعیین کننده پس انداز خانوارها توجه عمده می‌شود. به عبارت دیگر پس انداز بخش خصوصی معمولاً قسمت عمده‌ای از پس انداز ملی را در بیشتر کشورهای در حال توسعه تشکیل می‌دهد. همچنین باید توجه نمود بخش خانوارها به طور وسیع از سیستم مالی برای هدایت پس انداز خود به سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند یا توجه به اینکه این مقاله روی تجهیز منابع داخلی به واسطه توسعه مالی توجه می‌کند، لذا تأکید عمده آن می‌باید روی رفتار پس انداز خانوارها باشد.

با توجه به اینکه در بیشتر کشورهای در حال توسعه، اطلاعات و داده در مورد پس انداز خانوارها موجود می‌باشد، لذا چاره‌ای جز آزمون رفتار پس انداز خانوارها به صورت غیر مستقیم یا به واسطه پس انداز ملی که شامل پس انداز خانوارها (که وجوه ارسالی کارگران را نیز در بر دارد)، تجار و دولت می‌باشد و یا پس انداز بخش خصوصی که شامل پس انداز خانوارها و تجار می‌باشد، وجود ندارد. در حقیقت یک توافق قوی در مقابل جدا سازی پس انداز خانوارها از پس انداز تجار وجود دارد. اگر پس انداز تجار با توجه به افزایش مربوط به بازدهی درآمدهای تجاری افزایش یابد، ثروت حقیقی خانوارهایی که مالک این بنگاه‌ها هستند نیز افزایش می‌یابد. و پس انداز خانوارها در نتیجه اثر این ثروت حقیقی به احتمال زیاد کاهش

خواهد یافت. همچنین اگر پس‌انداز تجار کاهش یابد، خانوارهای مالک بنگاه‌ها به منظور رسیدن به هدف انباشت ثروت، مجبور به افزایش پس‌انداز از سایر منابع خواهند شد.

یک حالت مشابه برای خروج پس‌انداز دولتی از شمول پس‌انداز، قابل تصور می‌باشد. خانوارهایی که به دنبال پس‌انداز برای دوران باز نشستگی هستند، ممکن است پس‌انداز دولتی را به عنوان یک جانشینی برای تلاش خود در جهت تامین مالی برنامه مستمری باز نشستگی قرار دهند. بنابراین یک افزایش در پس‌انداز دولتی با هدف حقوق باز نشستگی بالا، ممکن است پس‌انداز خانوارها را به میزان قابل ملاحظه‌ای کاهش دهد. در واقع می‌توان نتیجه گرفت که پس‌اندازهای دولتی و تجار یک جانشین قوی برای پس‌انداز خانوارها می‌باشند و خارج نمودن آنها از تحلیل رفتار پس‌انداز بخش خصوصی نامتناسب خواهد بود.

همچنین با توجه به اینکه پس‌انداز دولتی در دوره فعلی باعث کاهش نرخهای مالیات در آینده می‌شود، لذا تمایل به پس‌انداز و عدم پس‌انداز در بخش دولتی، یک جانشین برای تصمیمات مربوط به پس‌انداز خانوارها می‌باشد. علاوه بر این، خانوارها با توجه به پیش‌بینی در آمد قابل تصرف در آینده، مصرف فعلی خود را افزایش و پس‌اندازشان را کاهش خواهند داد و بر عکس حالت بالا، عدم پس‌انداز امروز دولت، بیانگر مالیاتهای سنگین در آینده خواهد بود و ممکن است باعث کاهش فعلی مصرف خانوارها و افزایش پس‌انداز آنها - با توجه به کاهش درآمدهای انتظاری آنها در آینده - شود. پس در این چارچوب ریکاردینی پس‌انداز خانوارها و دولت تقریباً یک جانشین کامل برای همدیگر می‌باشند (یعنی زمانی که پس‌انداز دولتی افزایش یابد، پس‌انداز خانوارها کاهش می‌یابد و بر عکس).

زمانی که پس‌انداز دولتی، یک جانشین نزدیک به پس‌انداز خصوصی نمی‌باشد، در این صورت می‌باید نسبتهای پس‌انداز دولتی و پس‌انداز ملی در ارتباط مثبت با یکدیگر قرار گیرند. آزمون روابط بین نسبت پس‌انداز دولتی و نسبت پس‌انداز ملی برای ۱۰ کشور در حال توسعه آسیا برای دوره ۸۱ - ۱۹۷۶ بیانگر عدم وجود رابطه بین جهت تغییرات در نسبت پس‌انداز دولتی و جهت تغییرات در نسبت پس‌انداز ملی می‌باشد. به عبارت دیگر تغییر در نسبت پس‌انداز دولتی هیچ پیش‌بینی در مورد جهت تغییرات در پس‌انداز ملی را ارائه نمی‌کند. این نتیجه با فرضیه جانشینی مطرح شده در بالا ناسازگار می‌باشد. بنابراین نتیجه حاصله از انتخاب پس‌انداز ملی به عنوان یک متغیر مرتبط برای تحلیل اقتصاد سنجی حمایت می‌کند.

در اینجا برای محاسبه نسبت پس‌انداز ملی، از اطلاعات آماری به قیمت‌های جاری، به جای قیمت‌های ثابت استفاده می‌شود که دلایل آن عبارتند از:

اولاً: انگیزه اولیه برای پس‌انداز، مصرف در آینده می‌باشد. از این جهت یک سری زمانی پس‌انداز به قیمت ثابت بایستی از قیمت کالاهای مصرفی به عنوان تعدیل کننده استفاده کند. در حقیقت داده‌های مربوط به پس‌انداز به قیمت ثابت به واسطه شاخص قیمت سرمایه‌گذاری به صورت پیچیده تعدیل می‌شوند؛ زیرا که پس‌انداز ملی به واسطه کسر پس‌انداز خارجی از سرمایه‌گذاری به دست می‌آید.

ثانیا: انداز مگیری پس‌انداز خارجی بر حسب قیمت‌های ثابت با توجه به فرض ثابت نگه‌داشتن قیمت‌های واردات و صادرات حاصل می‌شود. از این جهت این احتمال بسیار زیاد است که در موقعیت بد تجاری که نتیجه آن ایجاد کسری زیاد در تراز پرداختها در حساب تجاری می‌باشد، به پس‌انداز خارجی منفی به قیمت ثابت دست یابیم. در چنین حالتی، پس‌انداز خارجی منفی به قیمت ثابت، راهنمایی غلطی را ارائه می‌نماید و معیار مناسب برای تحلیل اقتصادی، استفاده از معیار پس‌انداز خارجی مثبت به قیمت جاری که مطابق واقعیت است، می‌باشد؛ هر چند به قیمت جاری، کسری تراز پرداختها در تراز تجاری وجود داشته باشد. همچنین با توجه به ماهیت قراردادی استفاده از استهلاک در محاسبه سرمایه‌گذاری خالص - که این قراردادها از کشوری به کشور دیگر نیز فرق می‌کنند - پس‌انداز ناخالص به خالص ترجیح داده می‌شود.

اولین مانع در تمامی مطالعات مربوط به رفتار پس‌انداز در کسب داده‌های واقعی و سازگار، مربوط به پس‌انداز می‌باشد.^۱ پس‌انداز ملی موقعی که از حساب‌های درآمد ملی به دست می‌آید، به عنوان باقیمانده مطرح می‌شود و روش آلترناتیو برای این منظور استفاده از داده‌های مربوط به هزینه و درآمد مصرف‌کننده از بررسی‌های نمونه‌ای است.

هزینه ملی Y مجموع $Y = C + I + X + NFI - IM$ می‌باشد که C بیانگر مصرف، I سرمایه‌گذاری، X صادرات، NFI خالص درآمد عوامل تولید از خارج و IM بیانگر واردات است. با توجه به اینکه پس‌انداز (S) مساوی $Y - C$ می‌باشد و همچنین می‌باید مساوی $I + X + NFI - IM$ نیز باشد. به عبارت دیگر پس‌انداز ملی یا به واسطه کسر مصرف از GNP و یا به واسطه کسر پس‌انداز خارجی $(SFY = IM - X - NFI)$ از سرمایه‌گذاری ناخالص داخلی به دست می‌آید. در به دست آوردن پس‌انداز ملی چه از کانال کسر مصرف از درآمد و چه از کانال اضافه نمودن حساب جاری (تجاری) به سرمایه‌گذاری داخلی، پس‌انداز ملی، کمتر برآورد خواهد شد.

علی‌رغم عدم دقت در برآورد داده با توجه به اینکه انحرافات مربوط به داده پس‌انداز در طول زمان ثابت بوده و آن خطاها تصادفی می‌باشد، لذا - به احتمال قوی - در تحلیل اقتصاد سنجی تعیین‌کنندگان رفتار پس‌انداز در کشورهای در حال توسعه دچار نتایج اشتباه نخواهیم شد.

فرای و میسن^۲ در تخمین تابع پس‌انداز برای هفت کشور آسیایی (سنگاپور، فیلیپین، مالزی، کره، تایوان، هند و برمه)، از نرخ بهره حقیقی برای سپرده‌ها $(\pi - d)$ استفاده نموده‌اند که d نرخ بهره اسمی یک ساله برای سپرده‌ها و π نرخ تورم مورد انتظار - که با توجه به توزیع تاخیری برای نرخ‌های تورم جاری و گذشته به دست می‌آید - می‌باشد. نرخ

1. Gonzales(1988) & Deaton (1995)

1. Fry & Mason(1982)

رشد حقیقی (Y) GNP به صورت درونزا و متغیر برای نسبت وابستگی به جمعیت DR که تابع انتقالی از جمعیت زیر ۱۵ سال به جمعیت بین ۶۴ - ۱۵ ساله (DEPR) می‌باشد $(DR = 0.523(DERP - 0.3082))$ که برای رشد صفر در صدهای جمعیت، DR را مساوی صفر قرار داده و برای ۳ درصد رشد جمعیت در تعادل بلند مدت، نتیجه برای DR مساوی ۰/۰۳۱ می‌باشد^۱.

۲-۲- نسبت سرمایه‌گذاری

تحت شرایط عدم تعادل در نرخهای بهره، مقدار اعتبارات نسبت به قیمت آنها سرمایه‌گذاری را تحت تاثیر قرار می‌دهند. نتایج مطالعاتی که در طول سالهای ۱۹۸۰ تا ۱۹۹۳ به انجام رسیده است،^۲

بیانگر این است که نسبت سرمایه‌گذاری تابع مثبتی از اعتبارات داخلی در دسترس می‌باشد (که این متغیر نیز بوسیله نسبت کل اعتبارات داخلی یا اعتبارات داخلی بخش خصوصی بر GNP یا اینکه به وسیله تغییر در کل اعتبارات حقیقی و یا اعتبارات بخش خصوصی در داخل به GNP حقیقی به دست می‌آید). مارتین راما^۳ از هیجده مطالعه که در آنها ضریب اعتبارات در دسترس مثبت می‌باشد نام می‌برد.

فرای^۴ از مدل اصل شتاب انعطاف پذیر برای تخمین نسبت سرمایه‌گذاری استفاده می‌کند.

$$IY = f(YG, FY, DCY, \Delta \log DCY, PX, P/Pe, IY_{t-1}) \quad ۱۹۸۰$$

معادله برای ۱۹۸۶ $IY = f(YG, TTY, TTY_{t-1}, DCPY, RW, IY_{t-1})$ که IY: نسبت

سرمایه‌گذاری داخلی به GNP (بر حسب قیمت‌های جاری)، YG: نرخ رشد حقیقی GNP، DCY: نسبت اعتبارات داخلی به GNP، FY: نسبت دریافت‌های خارجی به GNP، PX: قدرت خرید صادرات یا عبارت درآمد ناشی از تجارت و P/Pe نسبت سطح قیمت واقعی به صورت درونزا به سطح قیمت انتظاری می‌باشند. همچنین DCPY بیانگر اعتبارات به بخش خصوصی نسبت به GNP بوده و RW: نیز بیانگر نرخ بهره جهانی بوده که به وسیله بازدهی حقیقی روی اوراق خزانه‌داری شش ماهه آمریکا انداز می‌گیرد می‌شود.

۲-۳- کارایی سرمایه‌گذاری

2. Mason, (1981)

3. Blejer & Khan (1984), Leff & Sato (1980, 1988), Solimano (1989), Vouridis (1993), Lamberte et al (1992), Daialami & Giugale (1991), Fry (1980, 1986, 1993), Athukorala & Rajapadhirana (1993)

4. Martin Rama (1990)

5. Fry (1980, 1986)

اگر واسطه‌های مالی وجوه قابل سرمایه‌گذاری را خیلی کارتر از سایر مکانیسم‌های تخصیص و اگذار نمایند، نتیجتاً باعث افزایش نرخهای بهره حقیقی به سطح نرخهای بهره رقابتی در بازار آزاد شده که این نیز به نوبه خود باعث بهبود کیفیت سرمایه‌گذاری خواهد شد.

اگر متوسط کارایی نهایی سرمایه‌گذاری توسط نسبت اضافی محصول به سرمایه $(\alpha IOCR = \partial Y / \partial K =)$ نشان دهیم، در این صورت مدل کارایی سرمایه‌گذاری تابع مثبت از نرخهای بهره حقیقی (در حالت عدم تعادل) خواهد بود که این مدل برای کشورهای هند، ما لزی، نیپال پاکستان، سنگاپور، تایوان و تایلند نتایج زیر را ارائه نموده است^۱:

$$IOCR = 303/0 + 645/0 (d - \pi) \quad R2 = 772/0$$

Alan Gelb (۱۹۸۹) در تخمین معادله‌ای شبیه معادله بانک توسعه آسیا برای ۳۵ کشور در حال توسعه برای دوره ۱۹۸۵ - ۱۹۷۴ یک ضریب ۰/۹۸۹ برای متغیر نرخ بهره حقیقی به دست می‌آورد و Jacques Morisset (۱۹۹۳) یک ضریب ۱/۲۰۶ را برای آرژانتین به دست می‌آورد.

یک راه دیگر برای تحلیل نقش بهبود واسطه‌های مالی در کارایی سرمایه‌گذاری، توجه به این واقعیت است که موقعی که نرخهای بهره حقیقی منفی می‌باشند، هیچ انگیزه‌ای برای استفاده کارا از سرمایه وجود ندارد. ظرفیت اضافی بدون هزینه باعث می‌شود که کارخانجات، بیشتر از آن چه که در حال حاضر لازم است، ساخته شوند (ظرفیت اضافی داشته باشند). در طول زمان موقعی که عدم استفاده از حجم سرمایه بدون هزینه می‌باشد شیفت کاری و سایر معیارهایی که باعث افزایش استفاده کارا از ماشین آلات و کارخانجات می‌شوند، ارزشمند نخواهد بود.

تحت چنین شرایطی، حجم سرمایه اندازه‌گیری شده از حجم سرمایه کارا پیشی می‌گیرد. به عنوان مثال حجم سرمایه کارا بایستی معادل ۶۶ درصد از حجم سرمایه اندازه‌گیری شده باشد، اگر نرخ بهره حقیقی در سطح ۱۵ - درصد باشد. با وجود این، حجم سرمایه کارا معادل حجم سرمایه اندازه‌گیری شده خواهد بود، اگر نرخ بهره حقیقی معادل ۵ درصد باشد. بنابراین در این مثال حجم سرمایه کارا را می‌توان به صورت: حجم سرمایه واقعی ضربدر $(r/1.07)$ بیان نمود که r نرخ بهره حقیقی به صورت نسبت (نه به صورت درصد) می‌باشد. برای مثال تابع تولید کاب - داگلاس را - که اثر کارایی را نیز شامل می‌شود - می‌توان به صورت ذیل ارائه نمود:

$$Y = AL (\beta K + \gamma rK) \quad \alpha \quad 1-\alpha$$

محصول، A مقدار ثابت، L نیروی کار، K سرمایه، r نرخ بهره حقیقی و γ , β , α نیز جزو پارامترهای معادله می‌باشند. یک تحلیل آماری از این رابطه برای ده کشور در حال توسعه

آسیا شامل: بنگلادش، هند، اندونزی، کره، مالزی، پاکستان، فیلیپین، تایوان، تایلند و سریلانکا^۱.

۴-۲- رشد اقتصادی

Goldsmith (۱۹۶۹) سالها پیش بر اساس شواهد تجربی به یک رابطه مثبت بین توسعه مالی و رشد اقتصادی اشاره می‌نماید. به دنبال کار او، اقتصاد دانان مطالعات زیادی را برای ارائه چارچوب تئوریک دقیقتر برای تبیین کانالهایی که به واسطه آنها ظهور بازارها و نهادهای مالی روی توسعه اقتصادی تاثیر می‌گذارند را آغاز می‌نمایند.

نتایج تحلیل‌های تجربی و شواهد عینی (Levin, ۱۹۹۷), (king and Levine, ۱۹۹۳a,b) در سطح مطالعات مربوط به بنگاهها، صنایع کشورها به صورت انفرادی و مجموعه‌ای از کشورها به صورت مقایسه‌ای بیانگر یک ارتباط مثبت قوی بین عملکرد سیستم مالی و رشد اقتصادی بلندمدت می‌باشد.

Levine (۱۹۹۷) ارزیابی رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی، انباشت سرمایه و ابداعات تکنولوژی را با بررسی تحقیقات آماری در این زمینه شروع کرده و در حاشیه تجربیات تاریخی، کشورهای صنعتی و نیمه صنعتی را مورد توجه قرار می‌دهد. او همچنین تاثیر تغییرات در ارتباطات، رایانه‌ها، سیاستهای مربوط به بخشهای غیر مالی، نهادها و خود رشد اقتصادی را روی کیفیت خدمات مالی و ساختار سیستم مالی را مهم ارزیابی می‌کند. Merton (۱۹۹۲) نیز معتقد است که پیشرفت تکنولوژی باعث کاهش هزینه‌های معاملاتی شده و نهایتاً تسویه‌های مالی و داد و ستد را بهبود می‌بخشد. (Roubini and Sala-I-Martin و Bencivenga and B. Smith (۱۹۹۲) به تاثیر سیاستهای پولی و مالی روی مالیات بندی موسسات مالی واسطه و تدارک خدمات مالی اشاره می‌کنند.

Laporta و Haber (۱۹۹۱ و ۱۹۹۶) و دیگران (۱۹۹۶) نیز به تاثیر قاطع سیستمهای قانونی، تغییرات سیاسی و نهادهای ملی روی توسعه مالی و سیستم مالی توجه می‌نمایند و بالاخره (Greenwood and Jovanovic (۱۹۹۰ معتقدند که رشد اقتصادی تمایل پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران را در پرداخت هزینه‌های مربوط به مشارکت آنها در سیستم مالی تغییر می‌دهد.

تقریباً تمامی اقتصاددانان در این موضوع که شرایط اقتصادی ممکن است در کوتاه مدت و میان مدت بر رشد اقتصادی تاثیرگذار باشد، اتفاق نظر دارند. مدل رشد پولی توبین^۲ توانایی پیش‌بینی تاثیر منفی بازده های حقیقی بالا روی تقاضای پول در میان مدت دارد؛ اما در کوتاه مدت چیزی برای بیان ندارد. مکتب Mckinnon-Shaw معتقدند که آزاد سازی مالی (افزایش

1. Fry , (1991)

1. Tobin

نرخهای بهره نهادی به طرف سطحهای تعادلی رقابتی در بازار آزاد) هم در کوتاهمدت و هم بلندمدت اثر مثبت روی نرخ رشد اقتصادی می‌گذارند. نئوساختارگرایان معتقدند که تورم توام با رکود (تورم بالا و رشد پایین‌تر نتیجه آزاد سازی مالی در کوتاهمدت می‌باشد. اما در میان مدت احتمال اینکه نسبت پس‌انداز به حادی افزایش یابد که تاثیر منفی تعدیلات (پرتفولیو؟) را سنگین‌تر نماید، وجود دارد. در عمل نئوساختارگرایان (تقریبا بجز (Edward Buttie (۱۹۸۴) تسلط تاثیر پس‌انداز را غیر محتمل می‌دانند.

اثرات شرایط مالی روی نرخ رشد اقتصادی در میان مدت را می‌توان به صورت غیرمستقیم از تخمین تاثیر نرخهای بهره عدم تعادلی سپرده‌ها روی نسبت پس‌انداز و همچنین روی کارایی سرمایه‌گذاری - که در قسمت‌های قبل توضیح داده شده است - به دست آورد. Mohsin Khan (۱۹۹۰) Khan & Carmen Reinhart با استفاده داده برای دوره ۱۹۷۹-۱۹۷۰ برای ۲۴ کشور در حال توسعه مشاهده نمودند که یک رابطه مثبت قوی بین رشد اقتصادی و نسبت سرمایه‌گذاری خصوصی به کل سرمایه‌گذاری وجود دارد و با توجه به اینکه اعتبارات در دسترس یک متغیر مهم و تعیین‌کننده در سرمایه‌گذاری خصوصی می‌باشد، لذا Khan & Reinhart معتقدند که تاثیر شرایط مالی روی رشد اقتصادی به واسطه این کانال صورت می‌گیرد.

Lanyi & Saracoglu (۱۹۸۳) برای اعمال تاثیر سیاستهای نرخ بهره روی متوسط نرخ رشد اقتصادی از معادله ذیل استفاده می‌نمایند: $GDP = a + bR$ که GDP بیانگر تولید ناخالص داخلی حقیقی بوده و R برای بیان سیاستهای نرخ بهره استفاده شده است.

۳- تجربه کشورهای آسیای شرقی در مورد نرخهای بالایی پس‌انداز، سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی

نرخهای پس‌انداز و سرمایه‌گذاری بالا و صعودی در کشورهای آسیای شرقی و جنوب شرقی در طول دوران تغییر شکل اقتصاد آنها یک سؤال اساسی در مورد تعیین‌کنندگان پس‌انداز و سرمایه‌گذاری همچنین ارتباط صریح بین پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در بررسی رشد اقتصادی را در ذهن مطرح می‌کند.

۳-۱- نرخهای پس‌انداز و سرمایه‌گذاری بالا

اقتصاد کشورهای آسیای شرقی همان‌طور که در جدول ۱-۲ آمده است، نرخهای بالایی از پس‌انداز را تجربه نمودند. لیست عوامل مختلفی در ادبیات اقتصادی برای بیان نرخهای پس‌انداز خیلی بالا معرفی شده‌اند. با وجود این واقیعت که نرخهای بهره از نظر تئوری اثر کمی روی پس‌اندازها دارند، وجود نرخهای بهره حقیقی مثبت ناشی از سیاستهای کاهش

نرخهای تورم اهمیت زیادی در افزایش پس اندازها داشته‌اند^۱. بعضی از اقتصادهای آسیای شرقی، نرخهای بهره حقیقی را زیر سطح تعادلی آن نگاه داشتند. با وجود این، رکورد مالی در آسیای شرقی نسبت به بیشتر کشورهای در حال توسعه، این نرخها را تعدیل نموده است.

دولتها در آسیای شرقی پس اندازها را به وسیله اطمینان بخشی در امنیت سیستم بانکی و اصلاح راههای دسترسی به پس اندازکنندگان کوچک، افزایش دادند.^۲ Uy (۱۹۹۶) و Stiglitz معتقدند که سیستم پس انداز پستی در ژاپن، مالزی، سنگاپور و تایلند از نهادهای خیلی مهمی بوده که دولتهای آنها برای افزایش پس اندازها ایجاد نموده‌اند.

نرخهای بالایی پس اندازهای بخشی عمومی اساساً در کل پس اندازها در آسیای شرقی مشارکت داده شده‌اند. در تایلند، پس انداز دولت و شرکتهای دولتی حدود ۳۰ درصد از کل پس انداز را تشکیل می‌دهند و پس انداز بخش عمومی، عمدتاً به واسطه محدودیت هزینه‌ها به وسیله کاهش نسبتهای مصرفی بخش عمومی به GDP حاصل می‌شود و پس اندازهای بخش عمومی در آسیای شرقی به عنوان جایگزین کامل پس انداز بخش خصوصی در این اقتصادها ظاهر نمی‌شوند.^۳

Uy و Stiglitz (۱۹۹۶) نشان دادند که دولتهای آسیای شرقی همچنین محدودیت‌هایی را روی اعتبار مصرفی تحمیل نمودند. آنها مصرف را به واسطه جلوگیری از افزایش بازارهای رهنی^۴ و سایر ابزار اعتباری مصرفی محدود نمودند.

پس انداز بالایی شرکتها نیز که براساس درآمدهای توزیع نشده است، در آسیای شرقی نقش مهمی در پس انداز کشور داشته است اولاً، مقیاس‌های مالی، عدم توزیع درآمدها را در شرکتها تشویق می‌کند؛ ثانیاً، ساختار مشارکت سهامداران شرکتها را از فشار برای تقسیم بیشتر سود سهام مانع می‌شود. در تایوان، سیاست مالی تأثیر عمده‌ای روی پس انداز شرکتها داشته است. خصوصاً سیاستهای مالیاتی باعث تشویق بنگاه‌های خصوصی به انباشت پس انداز شده است. انتقال سریع جمعیتی با نتایج پایین بار وابستگی در آسیای شرقی یک نیروی عمده برای افزایش نرخهای پس انداز به سطوح بالا می‌باشد.

جدول (۱-۲) نرخهای پس انداز ناخالص ملی به صورت درصدی از GDP

۲۰۰۱	۲۰۰۰	۱۹۹۵	۱۹۹۰	۱۹۸۰	۱۹۷۰	۱۹۶۵	۱۹۶۰	
۲۸	۲۸	۳۰	۳۴	۳۱	۴۰	۲۸	۳۴	ژاپن

1. World Bank (1993), Uy and Stiglitz (1996)

2. World Bank (1993)

3. World Bank (1998), Uy and Stiglitz (1996)

4. Mortgage Markets

کره	۱	۸	۱۵	۲۴	۳۷	۳۵	۳۱	۲۹
اندونزی	۸	۸	۱۴	۳۷	۳۷	۳۶	۳۷	۳۶
سنگاپور	۳	۱۰	۱۸	۳۳	۴۵	۵۳	۴۹	۴۵
تایلند	۱۴	۱۹	۲۱	۲۳	۳۴	۳۵	۳۱	۳۰
مالزی	۲۷	۲۴	۲۷	۲۶	۳۰	۳۴	۳۳	۳۵
ایران	-	-	-	۲۷	۲۷	۲۳	۳۹	۳۵

منبع: بانک جهانی، گزارش‌های توسعه جهانی سالهای مختلف و CD مربوط به شاخص‌های توسعه جهان در سال ۲۰۰۳

نرخ‌های بالای پس‌انداز با نرخ‌های بالایی سرمایه‌گذاری همراه می‌باشند. تشکیل سرمایه ناخالص داخلی به صورت درصدی از GDP برای بعضی از کشورهای آسیای شرقی و ایران در جدول ۲-۲ آورده شده‌اند. تدارک زیرساختار مناسب، ایجاد یک فضای سرمایه‌گذاری مساعد به وسیله تطبیق سیاست‌های اقتصاد کلان پایدار و به وسیله آماده نمودن پایداری سیاسی، حقوق دارایی مطمئن و روابط صنعتی مناسب، از عوامل مهم برای افزایش سرمایه‌گذاری می‌باشند.

دولت‌های آسیای شرقی، سیاست‌های مالیاتی مختلفی نیز برای تشویق سرمایه‌گذاری به واسطه افزایش بازده‌های مانده بنگاه‌ها به کار گرفته‌اند. آنها همچنین، از سیاست‌های مالیاتی، تعرفه‌ای و نرخ ارز برای پایین نگاه داشتن نسبت قیمت کالاهای سرمایه‌ای نسبت به سایر کشورهای با درآمد پایین و متوسط استفاده نموده‌اند.^۱ با وجود این، نقش رکود در این مورد بحث جدالی است. بعضی معتقدند دولت‌ها با نگهداری نرخ‌های بهره زیر سطوح شفاف بازاری^۲ آن قادر به تشویق سرمایه‌گذاری به واسطه کاهش هزینه‌های قرض می‌باشند. با وجود این، در مطالعات بانک جهانی، نقش رکود مالی در آسیای شرقی اهمیت زیادی ندارد. به دلیل این که در بیشتر کشورهای آسیای شرقی دولت‌ها نرخ‌های بهره را کنترل می‌نمایند، لذا رکورد به عنوان یک سیاست قابل تأمل استفاده نشده است و به نظر می‌رسد که نقش مثبت یا منفی در منطقه بازاری نکرده است؛ اگر چه به رشد سریع اقتصادی در ژاپن، کره و تایلند کمک کرده است.^۳ مسأله بالقوه در ارتباط با نگهداری نرخ‌های بهره به صورت مصنوعی در سطوح پایین آن، این است که نیاز به جیره بندی اعتبار عامل بالقوه‌ای برای افزایش تخصیص غلط سرمایه می‌باشد. دولت‌های آسیای شرقی از بانک‌های توسعه به منظور کمک به ایجاد اعتبار بلندمدت برای صنعتی شدن استفاده نمودند. بانک‌های توسعه در کشورهای اندونزی، ژاپن، کره و تایوان به عنوان

1. World Bank(1996)

2. Market cleering

3. World Bark 1993

قرض دهنده عمده عمل نموده ولی در سایر کشورهای موفق آسیای شرقی نقش عمده‌ای نداشتند. بانک جهانی^۱ (۱۹۹۳) و Uy & Stiglitz (۱۹۹۶) معتقدند که بانکهای توسعه به بازارها بعضی برتریها را دارند؛ بخصوص در مراحل اولیه توسعه زمانی که بازارهای پول و سرمایه محدود می‌باشند.

به طور خلاصه، موفقیت‌هایی که آسیای شرقی در رسیدن به نرخهای پس‌انداز و سرمایه‌گذاری و انتقال این نرخهای بالا به نرخهای بالایی رشد داشتند، نتیجه پدیده جریان‌های مناسب پس‌انداز و سرمایه‌گذاری و رشد بالا می‌باشد. سرمایه‌گذاری فیزیکی یک شرط لازم اما شرط کافی برای رشد نمی‌باشد. سرمایه‌گذاری مربوط به سرمایه انسانی، تغییر تکنولوژی، سیاستهای مناسب و نهادهایی که باعث تخصیص کارایی منابع می‌شوند نیز جزء شرایط لازم برای نگهداری رشد سریع در آسیای شرقی می‌باشند.

4. World Bank (1993), Uy and Stiglitz (1996)

جدول (۲-۲) تشکیل سرمایه ناخالص داخلی به صورت درصدی از GDP

۲۰۰۱	۲۰۰۰	۱۹۹۵	۱۹۹۰	۱۹۸۰	۱۹۷۶	۱۹۶۰	
۲۵	۲۶	۲۸	۳۳	۳۲	۳۲	۳۳	ژاپن
۲۷	۲۸	۳۷	۳۸	۳۲	۲۷	۱۱	کره
۲۴	۳۲	۳۵	۳۷	۴۶	۴۱	۱۰	سنگاپور
۱۷	۱۵	۳۲	۳۱	۲۴	۲۴	۹	اندونزی
۲۴	۲۳	۴۲	۴۱	۲۹	۲۴	۱۵	تایلند
۲۹	۲۷	۴۴	۳۲	۲۷	۲۱	۱۴	مالزی
۲۹	۲۷	۲۰	۲۹	۳۰	-	-	ایران

منبع: بانک جهانی، CD مربوط به شاخص های توسعه جهان در سال ۲۰۰۳

۲-۳- اثر پس‌انداز و سرمایه‌گذاری روی رشد: ارتباط سببی (علیت)

با وجود سهم بهبود تکنولوژی، مطالعات مربوط به گزارشات رشد برای آسیای شرقی بیانگر نقش عمده عامل انباشت سرمایه در تبیین رشد سریع و بالا در آسیای شرقی می‌باشند. نرخهای بالای پس‌انداز داخلی با توجه اینکه سرمایه را برای سرمایه‌گذاری تامین می‌نمایند، مهم می‌باشند^۱. البته در اقتصاد بسته، پس‌انداز داخلی مساوی سرمایه‌گذاری می‌باشد که در حالت اقتصاد باز نمی‌تواند صادق باشد؛ زیرا که جریان (ورود) سرمایه می‌تواند شکاف پس‌انداز - سرمایه‌گذاری را تامین مالی کند.

با وجود این، مدارک تجربی برای کشورهای آسیای شرقی يك ارتباط مثبت قوی را بین نرخهای پس‌انداز داخلی و سرمایه‌گذاری ارائه می‌کنند. عوامل متعددی نیز همبستگی مثبت قوی را بیان می‌کنند. حرکت بین‌المللی سرمایه همان طور که اغلب سرمایه‌گذاران، سرمایه‌های خود را به خاطر ریسک سیاسی و پولی در کشور خود نگهداری می‌کنند، محدود شده است. همبستگی مشاهده شده ممکن است ناشی از عواملی باشند که باعث می‌شود پس‌انداز با همدیگر حرکت کنند. Taylor (۱۹۹۴) معتقد است که تغییر جمعیتی، هم روی پس‌انداز، و هم روی سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارد. Summers (۱۹۸۸) معتقد است که محدودیت‌ها روی عدم تعادل مربوط به حساب جاری کشورها، همبستگی بالا بین پس‌اندازها و سرمایه‌گذاری را توضیح می‌دهد. با وجود اهمیت پس‌انداز داخلی، بعضی کشورها از جریانهای سرمایه خارجی، بهره‌مند شده‌اند. در دهه ۱۹۵۰، پس‌اندازهای خارجی (عمدتاً کمک از سوی آمریکا) سهم بالایی از سرمایه‌گذاری در تایلند و کره را تامین مالی کرده است.

کمکهای آمریکا در دهه ۱۹۶۰ کاهش یافته اما کره باز هم روی سرمایه خارجی تکیه نموده است و از طرف دیگر، تایلند تکیه روی پس‌اندازهای خارجی را متوقف نموده و به عنوان يك سرمایه‌گذار بین‌المللی خالص تبدیل شده است. سنگاپور روی سرمایه خارجی (که

1. Carliner (1995), Schmidt & Hebbel (1996)

عمدتاً به صورت سرمایه‌گذاری مستقیم می‌باشد) اتکای زیادی دارد. ژاپن روی سرمایه خارجی وابسته نمی‌باشد و حساب جاری این کشور تا دهه ۱۹۸۰ که به عنوان یک کشور صادر کننده سرمایه مطرح بود، در وضعیت تعادلی قرار داشت.^۱

نظرات عمده در مورد رشد آسیای شرقی عمدتاً روی این نکته توجه دارند که نرخهای بالایی سرمایه‌گذاری موتور اساسی رشد را شکل داده و نرخهای بالایی سرمایه‌گذاری نیز به وسیله نرخهای پس‌اندازهای داخلی تامین مالی شده‌اند. با وجود این، بحث روی نقش سرمایه‌گذاری در رشد افزایش یافته است. مسأله عمده مربوط به بحث علیت می‌شود. Perkin (۱۹۹۴) معتقد است که پس‌اندازهای آسیا و نرخهای سرمایه‌گذاری در اوایل سالهای رشد بالا زیاد نبودند؛ اگر چه بعداً زیاد می‌شوند. او نتیجه می‌گیرد پس‌اندازهای بالا ممکن است نتیجه رشد باشند تا علت آن. در حقیقت، بعضی از مطالعات اخیر، این نظریه را که سرمایه‌گذاری باعث رشد می‌شود را به انتقاد گرفته و معتقدند که رشد اغلب باعث پس‌انداز و سرمایه‌گذاری می‌شود.^۲ قسمتی از همبستگی مشاهده شده بین پس‌انداز و رشد اقتصادی و بین سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی ممکن است بر اساس رابطه معکوس علیت از رشد اقتصادی به پس‌انداز و سرمایه‌گذاری پایه ریزی شده باشد.

(Uy and Stiglitz (۱۹۹۶) این موضوع را که رشدهای بالا سبب نرخهای پس‌انداز بالا در آسیای شرقی بوده‌اند، یعنی اینکه رشد اقتصادی مقدم بر پس‌اندازها می‌باشند یا اینکه روشهای دیگر برای بیان این وجود داشته است را مورد آزمون قرار داده‌اند. آزمون علیت گرانجر بیانگر این است که رشد در آمد یک پیش‌بینی‌کننده بهتر برای پس‌انداز در اندونزی، ژاپن، کره، تایلند و تایوان بوده، در حالی که برای هنگ کنگ و مالزی، هیچ جهت قاطعی برای علیت پیدا نشده است. در سنگاپور، رشد در آمد، یک پیش‌بینی‌کننده افزایش در نرخهای پس‌انداز نبوده است و نتایج آنها حمایت‌کننده یک جریان دارای محسنات، که در آن رشد بالا به پس‌انداز بالا و پس‌اندازهای بالا، منجر به رشد اقتصادی بالا می‌شود، می‌باشد.

با وجود این، مطالعات علیت سوالات مهمی را مطرح می‌کنند و آنچه مشخص شده، اینکه انباشت سرمایه، نقش قاطعی در رشد اقتصادی آسیای شرقی داشته است. ارتباط بین پس‌انداز، سرمایه‌گذاری و رشد پیچیده می‌باشد و علیت در چندین جهت جریان می‌یابد. آنچه برای تمامی مکتب‌های فکری مورد قبول است این که: سرمایه‌گذاری، یک شرط ضروری برای رشد می‌باشد. و خیلی مشکل است بتوان کشوری را پیدا نمود که نرخهای رشد بالایی را برای دوره بلندمدت تجربه نموده باشد؛ بدون اینکه از نرخهای بالایی تشکیل سرمایه و یا نرخهای پس‌انداز برخوردار بوده باشد.

1. Krueger (1995)

۲. برای اطلاعات بیشتر به (Schmidt-Hebbeletal (۱۹۹۴) King and Levine (1996) مراجعه شود.

۳-۳- اصلاحات بخش مالی و ارتباط بین نرخهای بهره و سطح پس‌انداز در کشورهای در حال توسعه

در طول دهه گذشته، علی‌رغم آنکه اصلاحات بخش مالی در بسیاری از کشورهای در حال توسعه منجر به گسترش و تعمیق بازارهای مالی و به تبع آن ترقی نرخهای بهره واقعی شده است و طبق شواهد موجود اثر اصلاحات مذکور بر جریان مجدد سرمایه‌ها (منجمله بازگرداندن عواید خارجی به کشور) مثبت بوده است؛ در زمینه ارتباط بین نرخهای بهره و سطح پس‌انداز نتایج به دست آمده متضاد است. این امر می‌تواند منعکس‌کننده اهمیت محدودیت‌های نقدینگی و شرایط زندگی در سطح حداقل معیشت در بسیاری از کشورهای در حال توسعه است. و یا به این معنی باشد که اثر درآمدی، هرگونه اثر جانشینی را تحت الشعاع قرار می‌دهد. این بحثها در مطالعات به عمل آمده توسط Ogaki و دیگران (۱۹۹۵) نیز مورد تأیید قرار گرفته است. نامبرده در بررسی‌های خود به این نتیجه می‌رسد که کاهش نرخ بهره پس‌انداز، تابعی از سطح درآمد بوده و این کاهش در مورد گروه‌های درآمدی پایین نزدیک به صفر و در گروه‌های درآمدی بالا شدیداً مثبت است. البته به نسبت میزان منفی بودن نرخهای بهره، تفاوت‌هایی نیز در این کاهش به وجود خواهد آمد.

فقدان رابطه قوی بین نرخهای بهره و پس‌انداز می‌تواند منعکس‌کننده این امر نیز باشد که احتمالاً اصلاحات مالی طی دهه گذشته ارتباط بین این دو متغیر را تغییر داده است. به علاوه، معمولاً مشکلات قابل ملاحظه ناشی از اندازه‌گیری در زمینه انتخاب نوع مناسب نرخ بهره و سنجش تورم نیز وجود دارد که این امر ممکن است بر نتایج حاصله اثر بگذارد. در خصوص آزاد سازی مالی و تعمیق بخشیدن به بازارهای مربوطه، Schmidt-Hebbel و دیگران (۱۹۹۲) در بررسی‌های خود به ارتباط منفی قوی بین تقویت بازارهای مذکور و نرخ پس‌انداز رسیده‌اند، لکن سایر محققان وجود پاره‌ای رابطه مثبت نیز مشاهده کرده‌اند.

۴- عملکرد نرخهای پس‌انداز، سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی در جمهوری اسلامی

ایران

بررسی روند برخی متغیرهای اساسی کلان اقتصادی طی یکی - دو دهه اخیر، در کنار توجه به واقعیت‌های حاکم بر بازار سرمایه ایران، تا حدود زیادی به مسیریابی روند حرکت بخش مالی اقتصاد ملی کمک می‌کند. به عبارت دیگر، با فرض ثابت ماندن سایر شرایط در اقتصاد ملی، انتظار بر این است که روند کنونی، طی سالهای آتی همچنان ادامه یابد.

چنانچه از جدول های (۱-۳) و (۲-۳) پیداست، طی دهه اول انقلاب ستاده ملی در اقتصاد ایران روند کاهشی را تجربه کرده، که تا حدود زیادی از افت منافع پس‌اندازی و کاهش مخارج سرمایه‌گذاری سرچشمه گرفته است. در واقع، محصول ناخالص داخلی سرانه به قیمت‌های ثابت ۱۳۷۶، از ۵۶۹۱ هزار ریال در سال ۱۳۵۱، به ۳۵۶۹ هزار ریال در سال ۱۳۶۷ کاهش یافته، و مقدار این متغیر در پایان برنامه عمرانی پنجم به میزان ۶۹۸۰ هزار ریال به دست آمده است و بر اثر کاهش درآمد سرانه واقعی، نسبت مصرف خصوصی به

محصول ناخالص داخلی از ۲۷/۲۶ درصد در سال ۱۳۵۱ به ۵۷/۱۲ درصد در سال ۱۳۶۷ افزایش یافته است. به عبارت دیگر، مردم برای حفظ سطح متعارف زندگی به ناچار بخش بزرگتری از درآمد قابل تصرف خود را به مصرف اختصاص داده‌اند. از این رو، نسبت پس‌انداز به مصرف از ۹۵/۳۴ درصد در سال ۱۳۵۱ به ۲۵/۷۸ درصد در سال ۱۳۶۷ کاهش یافته است. به همین ترتیب، نسبت پس‌انداز به محصول ناخالص داخلی طی دوره مزبور (۱۳۵۱ تا ۱۳۵۶) از ۳۹/۲ درصد به ۱۹/۲۹ درصد کاهش یافته است. پیداست طی دهه اول انقلاب منابع پس‌اندازی واقعی در اقتصاد ملی رفته رفته کوچکتر شده؛ به گونه‌ای که پس‌انداز سرانه واقعی در دوره ۱۳۵۶ تا ۱۳۶۷ از ۴۹۳۹ هزار ریال به ۶۸۹ هزار ریال در پایان دوره کاهش یافته است. بدین ترتیب، کاهش منابع پس‌اندازی واقعی در اقتصاد ملی به خودی خود به کاهش مخارج سرمایه‌گذاری انجامیده، تا به آنجا که نسبت کل مخارج سرمایه‌گذاری به GDP از ۴۵/۹۱ درصد در سال ۱۳۵۶ به ۲۵/۳۳ درصد در سال ۱۳۶۷ کاهش یافته است. تذکر این نکته نیز لازم می‌آید که روند متغیرهای مذکور در بالا در سالهای بعد از ۱۳۶۷ و با شروع برنامه‌های اول و دوم و سوم بهتر شده است.

در واقع دوران بعد از خاتمه جنگ عراق را باید به دو دوره تقسیم کرد. دوره اولیه مربوط به تشکیل سرمایه گسترده و انباشت سهام است که دسترسی به پس‌انداز خارجی، این امر را تسهیل می‌کرد و دوره ثانویه که با سرمایه‌گذاری کمتر، به علاوه سطح نسبتاً بالایی پس‌انداز ملی که بیشتر جنبه سازمان یافته و غیر داوطلبانه داشت و عدم پس‌انداز خارجی را جبران می‌نمود.

عملکرد رشد اقتصادی نیز در این دو دوره متفاوت بود. به طوری که در دوره نخست، نرخهای رشد اقتصادی در سطح بالا و چشمگیری قرار گرفت که به نوبه خود با راه رشد بالاتر تولید ناخالص داخلی که توسط کشور در پیش گرفته شده بود، تناسب داشت.

دومین برنامه توسعه فرهنگی، اجتماعی و اقتصادی جمهوری اسلامی ایران، حفظ رشد نسبتاً بالایی اقتصادی سالانه ۵ درصد و کاهش بیشتر بیکاری را هدف قرار داده بود که البته با توجه به وضعیت محدودیت عدم پس‌انداز خارجی، شدت این روند در کوتاه‌مدت نسبت به گذشته کمتر شده است. یکی از موضوعات مهم در سیاست‌گذاری، چگونگی ایجاد سطح پس‌انداز مورد نیاز جهت تأمین مالی با هدف افزایش سرمایه‌گذاری در این برنامه می‌باشد. دوم، چه ترکیبی از پس‌انداز خصوصی و عمومی در کل پس‌انداز ملی باید مورد نظر گیرد. به این دو سؤال در بخش مربوط به عملکرد پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در ایران طی سالهای اخیر، پرداخته خواهد شد.

جدول شماره (۱-۳) (به قیمت ثابت سال ۱۳۷۶، هزار ریال)

مخرج	مخرج سرمایه‌گذاری	مخرج سرمایه‌گذاری	پس‌انداز	مصرف کل	مصرف دولتی	مصرف خصوصی	GDP	
سرمایه‌گذاری	توقیف سرانه	خصوصی سرانه	کل سرانه	سرانه	سرانه	سرانه	سرانه	
۱۶۵۲	۴۳۰	۱۲۲۲	۲۲۲۲	۲۳۴۱	۷۹۰	۱۵۵۱	۵۶۹۱	(۱۳۵۱):
۳۲۰۵	۱۰۸۱	۲۱۲۴	۴۹۳۹	۴۱۵۳	۱۵۴۷	۲۶۰۶	۶۹۸۰	(۱۳۵۶)
۱۵۵۸	۷۲۶	۸۳۳	۱۸۸۴	۳۴۵۰	۱۰۵۷	۲۳۹۳	۴۶۰۱	(۱۳۶۱)

۹۰۴	۲۵۳	۶۵۱	۶۸۹	۲۶۷۱	۶۳۲	۲۰۳۹	۵۶۹±۳	(۱۳۶۷)
۱۲۶۶	۶۳۵	۶۳۱	۱۹۱۸	۳۰۰۱	۷۱۶	۲۲۸۵	۴۴۹۹	(۱۳۷۲)
۱۴۶۰	۵۴۶	۹۱۴	۱۸۶۵	۳۰۶۲	۵۹۳	۲۴۶۹	۴۸۹۱	(۱۳۷۸)
۱۶۸۴	۷۵۳	۱۱۲۹	۱۸۶۰	۳۳۴۴	۶۶۱	۲۶۸۳	۵۱۷۳	(۱۳۸۰)

منابع: محاسبه شده از: ۱- نماگرهای بانک مرکزی ۲- حساب‌های ملی ایران- بانک مرکزی ۳- CD مربوط به نماگرهای اقتصاد ایران - دفتر بررسی‌های اقتصادی مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی.

جدول شماره (۳-۳) سود انتظاری بخش‌های مختلف را ارائه می‌نماید و منطقی است که با پایین آوردن حداقل سود مورد انتظار در یک بخش سرمایه‌گذاری‌هایی که سودآوری کمتر دارند نیز به اعتبارات ارزان قیمت دسترسی پیدا می‌کنند و بنابراین حجم کل سرمایه‌گذاری‌ها در بخش مورد نظر افزایش می‌یابد. مطالعه جامع، دقیق و علمی در خصوص شناسایی بخش‌ها و پروژه‌های اقتصادی که بر اساس آن سهمیه اعتبارات یارانه‌های بخش‌ها و پروژه‌های مختلف برای هر سال تعیین می‌گردد، باعث استفاده بهینه از پس اندازها و نهایتاً افزایش سرمایه‌گذاری‌های کارآمد شده که نتیجه تمامی اینها افزایش سطح تولیدات می‌باشد.

جدول شماره (۲-۳) (درصد)

دوره	پس انداز کل	مصرف خصوصی	سرمایه‌گذاری خصوصی	مصرف دولتی	سرمایه‌گذاری دولتی	پس انداز کل GDP	سرمایه‌گذاری کل	مصرف کل GDP
(۱۳۵۱)	۹۵,۳۴	۲۷,۲۶	۲۱,۴۸	۱۳,۸۸	۷,۵۶	۳۹,۲۳	۲۹,۰۴	۴۱,۱۵
(۱۳۵۶)	۱۱۸,۹۴	۳۷,۳۴	۳۰,۴۳	۲۲,۱۶	۱۵,۴۸	۷۰,۷۷	۴۵,۹۱	۵۹,۵۰
(۱۳۶۱)	۵۴,۶۱	۵۲	۱۸,۰۹	۲۲,۸۹	۱۵,۷۷	۴۰,۹۴	۳۳,۸۷	۷۴,۹۸
(۱۳۶۷)	۲۵,۷۸	۵۷,۱۲	۱۸,۲۴	۱۷,۶۹	۷,۰۹	۱۹,۲۹	۲۵,۳۳	۷۴,۸۱
(۱۳۷۲)	۶۳,۹۰	۵۰,۸	۱۴,۰۲	۱۵,۶۹	۱۴,۱۲	۴۲,۶۳	۲۸,۱۵	۶۶,۷۱
(۱۳۷۸)	۶۰,۹۱	۵۰,۴۸	۱۸,۶۸	۱۲,۱۲	۱۱,۱۷	۳۸,۱۳	۲۹,۸۵	۶۲,۶۰
۱۳۸۰	۵۵,۶۱	۵۱,۸۷	۲۱,۸۳	۱۲,۷۸	۱۴,۵۶	۳۵,۹۵	۳۲,۵۵	۶۴,۶۴

منابع: محاسبه شده از: ۱- نماگرهای بانک مرکزی ۲- حساب‌های ملی ایران- بانک مرکزی ۳- CD مربوط به نماگرهای اقتصاد ایران - دفتر بررسی‌های اقتصادی مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی.

جدول شماره (۳-۳) نرخهای سود مورد انتظار تسهیلات در بخش‌های مختلف اقتصادی (۱۳۶۳-۸۰)

(ارقام: درصد)

سال	۱۳۶	۱۳۶	۱۳۷۰	۱۳۷۱	۱۳۷۲	۱۳۷۳	۱۳۷۴	۱۳۷۸	۱۳۸۰
بخش اقتصادی	۳	۹							
کشاورزی	۴-۸	۶-۹	۶-۹	۹	۱۲-۱۶	۱۲-۱۶	۱۳-۱۶	۱۳-۱۶	۱۴-۱۵
صنعت و معدن	۶-۱۲	۱۱-۱۳	۱۱-۱۳	۱۳	۱۶-۱۸	۱۶-۱۸	۱۷-۱۹	۱۷-۱۹	۱۶-۱۸
ساختمان و مسکن	۸-۱۲	۱۲-۱۳	۱۲-۱۶	۱۲-۱۶	۱۲-۱۶	۱۵	۱۵-۱۶	۱۵-۱۹	۱۵-۱۹

بازرگانی	۸-۱۲	۱۷-۱۹	۱۸ و بهیلا	۱۸-۲۳	۱۸-۲۴	۲۲-۲۵	۲۲-۲۵	حداقل ۲۳
خدمات	۱۰-۱۲	۱۷-۱۹	۱۸ و بهیلا	۱۸-۲۳	۱۸-۲۴	۲۲-۲۵	۲۲-۲۵	حداقل ۲۳
صادرات	-	-	۱۸ و بهیلا	۱۸	۱۸	۱۸	۱۸	۱۸

مأخذ: بانک مرکزی، گزارش‌های سالیانه

۵- ارائه مدل اقتصادسنجی و تحلیل نتایج مدل

۵-۱- ارائه مدل اقتصادسنجی در اقتصاد ایران

با توجه به تئوری‌های مختلف بحث شده در قسمتهای قبلی، مدل مربوط به اثرات شرایط مالی بر پس‌انداز، سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی به صورت زیر تکمیل و ارائه شده است:
معادله مربوط به نسبت پس‌انداز به تولید ناخالص ملی:

$$SGNPN=C(1)+C(2)*DGNPR+C(3)*RPR+C(4)*DEPR+C(5)*OINCGNPN(-1)$$

معادله مربوط به نسبت سرمایه‌گذاری به تولید ناخالص ملی

$$IGNPN=+c(6)+C(7)* \quad GNER+C(8)*RP+C(9)* \quad DCTSGNPN \\ +C(10)*D1+C(11)*IGNPN(-1)$$

معادله مربوط به رشد اقتصادی:

$$DGNPR=C(12)*RP+C(13)* \quad X1565PUP+C(14)*D1+C(15)* \quad OINCGNPN(-1) \\ +C(16)*IPR+c(17)IGR$$

معادله مربوط به نسبت سرمایه‌گذاری بخش خصوصی به تولید ناخالص ملی:

$$IPNGNPN=+c(6)+C(7)* \quad GNER+C(8)*RP+C(9)* \quad DCTSGNPN \\ +C(10)*D1+C(11)*IPNGNPN(-1)+ C(12)*IGNGNPN$$

در الگوی فوق $SGNPN$: نسبت پس‌انداز ناخالص ملی به GNP (بر حسب قیمت‌های جاری) $DGNPR$: نرخ رشد حقیقی GNP (بر حسب قیمت‌های ثابت ۱۳۷۶)، RPR : نرخ بهره حقیقی برای سپرده‌ها، RP : نرخ بهره اسمی برای سپرده‌ها، $DEPR$: نسبت وابستگی به جمعیت (جمعیت زیر ۱۵ سال و بالای ۶۵ سال به جمعیت بین ۶۴ - ۱۵ ساله)، $IGNPN$: نسبت سرمایه‌گذاری داخلی به GNP (بر حسب قیمت‌های جاری)، $IPNGNPN$: نسبت سرمایه‌گذاری بخش خصوصی به GNP (بر حسب قیمت‌های جاری)، $IGNGNPN$: نسبت سرمایه‌گذاری بخش دولتی به GNP (بر حسب قیمت‌های جاری)، $DCTSGNPN$: رشد نسبت کل اعتبارات پرداختی توسط بانکها به GNP (بر حسب قیمت‌های جاری)، $OINCGNPN(-1)$: نسبت درآمدهای حاصل از نفت و گاز به GNP با یک دوره تأخیر (بر حسب قیمت‌های جاری)، IPR : سرمایه‌گذاری بخش خصوصی (بر حسب قیمت‌های ثابت ۱۳۷۶)، IGR : سرمایه‌گذاری بخش

دولتی (بر حسب قیمت‌های ثابت ۱۳۷۶) و X1565PUP: نسبت جمعیت ۱۵ تا ۶۵ ساله به کل جمعیت است. دوره مورد مطالعه در فاصله سال‌های ۱۳۵۰ تا ۱۳۸۰ می‌باشد. به عنوان مآخذ، از اطلاعات: (۱) - بانک جهانی، CD مربوط به شاخص‌های توسعه جهان در سال ۲۰۰۳ (برای متغیرهای X1565PUP و DEPR)، (۲) - بانک مرکزی، (۳) - CD مربوط به نماگرهای اقتصاد ایران - دفتر بررسی‌های اقتصادی مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، (۴) - آمار دفتر کلان سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی استفاده شده است.

۲-۵- تحلیل نتایج مدل مربوط به پس‌انداز، سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی

با توجه به معادلات بالا مدل‌های مختلف (که نتایج برخی از آنها ضمیمه گردیده‌اند) به صورت معادلات همزمان (سیتمی) با روش SLS^۳ که نسبت به روش‌های تخمین OSLS و SLS^۲ کارا تر می‌باشد؛ زیرا از تمامی اطلاعات استفاده نموده و همبستگی بین تمامی معادلات را نیز در نظر می‌گیرد، تخمین زده شده‌اند و بعد از آزمون‌های مختلف مربوط به تخمین مدل، مثل آزمون همبستگی، آزمون علیت گرانجر، آزمون تست ضرایب Wald و ... نتایج مدل نهایی عبارتند از:

معادله مربوط به نسبت پس‌انداز به تولید ناخالص ملی:

$$\begin{aligned} \text{SGNPN} = & 37/60 + 391/0 * \text{DGNPR} - 166/0 * \text{RPR} - 27/48 * \text{DEPR} + 499/0 * \\ & \text{OINCGNPN}(-1) \\ t: & \quad 61/9 \quad \quad 41/5 \quad \quad -89/1 \quad \quad -60/6 \quad \quad 36/6 \\ R^2 = & 693/0 \quad \quad \text{DW}: 86/1 \quad \quad \text{F}: 39/18 \end{aligned}$$

۱- با توجه به این که نرخ سود سپرده‌های اسمی بر رفتار سپرده‌گذاران اثر می‌گذارد، انتظار می‌رود با افزایش نرخ سود سپرده‌های بانکی به عنوان پاداش و هزینه فرصت پول، سطح پس‌اندازها در کلان اقتصاد افزایش یابد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود به علت منفی بودن نرخ‌های سود حقیقی در ایران (به خاطر شرایط تورمی بالا و وجود سهمیه‌بندی‌های اعتباری، ارائه تسهیلات با نرخ‌های ترجیحی، ملاحظات شدید دولت در زمینه تعیین نرخ سود و تسهیلات تکلیفی نظام بانکی، یعنی محدودیت‌های بازارهای مالی کشور) این متغیر (RPR) اثر مثبت و مستقیم روی پس‌انداز نداشته است؛ بلکه یک اثر منفی روی نسبت پس‌انداز دارد. با افزایش در جمعیت زیر ۱۵ سال و بالای ۶۵ سال نسبت وابستگی جمعیت (DEPR) افزایش یافته و نتیجه آن، کاهش پس‌انداز می‌باشد (به ضریب DEPR که منفی است توجه شود). درآمدهای نفتی نیز اثر مثبت و معنی‌دار روی نسبت پس‌انداز دارد.

۲- معادله مربوط به نسبت سرمایه‌گذاری به تولید ناخالص ملی:

$$\begin{aligned} \text{IGNPN} = & 48/7 + 54/5E-05 * \text{GNER} - 84/0 * \text{RP} + 099/0 * \text{DCTSGNPN} - \\ & 37/6 * \text{D1} + 53/0 * \text{IGNPN}(-1) \end{aligned}$$

t: 96/1 19/3 -93/1 53 0/2 -
 03/3 80/4
 $R^2=728/0$ DW:798/1 F:14/23

اعتبارات در دسترس (متغیر DCTSGNPN) از عوامل تعیین‌کننده سرمایه‌گذاری در کشور ما می‌باشند. از طرفی، انتظار می‌رود با افزایش درآمد ملی و با توجه به اینکه این امر می‌تواند توانایی مالی دولت را افزایش دهد، سرمایه‌گذاری دولتی به گونه‌ای مثبت تحت تأثیر قرار گیرد و بنابراین، وارد نمودن تولید ناخالص ملی (GNER) در تابع سرمایه‌گذاری کل از منطبق کافی برخوردار است، همچنین تولید ناخالص ملی از طریق ظرفیت‌سازی‌هایی که در اقتصاد به وجود می‌آورد، می‌تواند آثار مثبتی بر سرمایه‌گذاری کلان جامعه داشته باشد. به ویژه اگر در اقتصاد مازاد تولید وجود داشته باشد، مازاد تولید بر مصرف در سطح کلان اقتصاد، خود را به صورت افزایش در روند انباشت سرمایه جامعه نشان می‌دهد. اما با توجه به آنچه در خصوص کم‌رنگ بودن تحلیل‌های هزینه - فایده در تصمیم‌گیری پیرامون سرمایه‌گذاری‌های دولتی در ایران وجود دارد، بعید به نظر می‌رسد که نرخ سود بانکی عاملی تأثیرگذار بر این نوع سرمایه‌گذاری باشد.

در نظریه کلاسیک‌ها و کینزی‌ها نرخ بهره بر رفتار سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد و این موضوع اهمیت متغیرهای قیمتی در اقتصاد داخلی و نقش فزاینده آن را در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی نشان می‌دهد. باید توجه داشت که رابطه نرخ سود بانکی (RP) - به عنوان جایگزین نرخ بهره - و تقاضای سرمایه‌گذاری در اقتصاد ایران نسبت به اقتصادهای توسعه یافته از ابهام بیشتری برخوردار است. این ابهام بیشتر به دلیل غیرواقعی و غیرتعادلی بودن نرخهای سود رسمی و تفاوت بسیار زیاد آنها با نرخهای بهره غیررسمی و همچنین جیره‌بندی اعتبارات به وجود آمده است. گرچه نرخ سود بالاتر به معنای هزینه اجاره بالاتر سرمایه می‌باشد، اما در ایران این نرخ، شاخص چندان گویایی از هزینه واقعی سرمایه نیست، خصوصاً اینکه در اغلب سالها نرخ سود واقعی منفی بوده است.

از طرفی، «نرخ بهره غیررسمی که در این زمینه شاخصی واقعی‌تر می‌باشد، بیشتر برای تأمین وجوه لازم سرمایه در گردش مورد استفاده قرار گرفته و لذا بر تشکیل سرمایه ثابت تأثیر کمتری گذاشته است»؛ با این وجود و با توجه به اینکه در هر حال نرخ سود بانکی برحاشیه سود سرمایه‌گذاری خصوصی تأثیر می‌گذارد، انتظار می‌رود که تصمیم‌گیری در این مورد را تحت تأثیر قرار دهد و تغییر در آن سبب تغییر در جهت مخالف این نوع سرمایه‌گذاری گردد.

دوران رکود (۱۳۶۱ تا ۱۳۶۷) که با متغیر مجازی DI نشان داده شده است، همان طور که انتظار می‌رفت، دارای اثر منفی روی نسبت سرمایه‌گذاری به تولید ناخالص ملی می‌باشد.

همچنین متغیر نسبت سرمایه‌گذاری به تولید ناخالص ملی با یک دوره تاخیر (-1)IGNPN) دارای آثار مثبت روی متغیر وابسته بوده است.

۳- معادله مربوط به رشد اقتصادی:

$$DGNPR = -20/3 * RP + 731/0 * X1565PUP - 72/18 * D1 + 311/0 *$$

OINCGNPN(-1)

$$t: \quad -47/2 \quad 47/2 \quad -66/2 \quad 42/1$$

$$R^2=487/0 \quad DW:119/2 \quad F:68/8$$

تسلط دولت بر درآمدهای ارزی حاصل از صدور نفت و تأکید بر سیاستهای مداخله‌گرا سبب شده است که سرمایه‌گذاری دولتی سهم قابل توجهی از سرمایه‌گذاری کل را در اقتصاد ایران به خود اختصاص دهد. وابستگی بودجه عمومی به درآمدهای نفتی، سرمایه‌گذاری دولتی را نیز، که منابع مورد نیاز آن از این محل تأمین می‌گردد، به درآمدهای مذکور وابسته کرده است. از این رو، به نظر می‌رسد که توجه به تغییرات درآمدهای نفتی (متغیر (-1)OINCGNPN))؟ بتواند حداقل بخشی از رشد اقتصادی در سنوات گذشته را توضیح دهد. نسبت جمعیت ۱۵ تا ۶۵ ساله (جمعیت فعال) به کل جمعیت (X1565PUP)) دارای تاثیر مثبت و معنی‌داری روی رشد اقتصادی کشور داشته است. دوران رکود (۱۳۶۱ تا ۱۳۶۷) که با متغیر مجازی D1 نشان داده شده است، همان طور که انتظار می‌رفت دارای اثر منفی معنی‌داری روی رشد اقتصادی می‌باشد.

۶- نتیجه‌گیری و پیشنهادات

۱- اثر نرخ بهره اسمی (RP) و حقیقی (RPR) بر روی نسبت سرمایه‌گذاری به تولید ناخالص ملی (IGNPN) و نسبت پس‌انداز ملی به تولید ناخالص ملی (SGNPN)، اولاً، در سطح بالا معنی‌دار نمی‌باشند. ثانیاً، اثر نرخ بهره حقیقی روی (SGNPN) منفی بوده است. نتایج تجربی بیانگر این است که عدم توافق کلی روی کاهش بهره‌ای مربوط به پس‌انداز ناشی از-اندازه‌گیری‌های مختلف از پس‌انداز و نرخ‌های بهره حقیقی، مدل‌های توریک مختلف، تکنیک‌های اقتصاد سنجی مختلف، نمونه‌های مختلف کشورهای در حال توسعه و دوره‌های زمانی مورد استفاده متفاوت می‌باشد. در یک تحلیل خیلی وسیع می‌توان بیان نمود که نرخ‌های بهره حقیقی مثبت در کشورهای آسیایی نسبت به سایر کشورهای در حال توسعه راحت‌تر به دست می‌آید؛ اما حتی در این کشورهای آسیایی، آثار مثبت که در طول دو دهه گذشته وجود داشته، بیشتر به خاطر آزادسازی‌های مالی میسر گشته است. همچنین بایستی توجه نمود سرمایه‌گذاری دولتی و خصوصی در اقتصاد ایران ارتباطی معنی‌داری با نرخ سود بانکی سپرده‌های بلندمدت ندارد و مهمترین متغیرهای تاثیرگذار بر آن، اعتبارات در دسترس، درآمدهای نفتی و تولید ناخالص ملی می‌باشند. همچنین ارتباط بین نرخ بهره و رشد اقتصادی (تولید) منفی و معنی‌دار بوده است. Mohsin (۱۹۹۰) Khan & Carmen Reinhart با استفاده داده برای دوره ۱۹۷۰ تا ۱۹۷۹ برای ۲۴ کشور در حال توسعه، مشاهده نمودند که یک رابطه مثبت قوی بین رشد اقتصادی و نسبت سرمایه‌گذاری خصوصی به کل سرمایه‌گذاری وجود دارد، با توجه به اینکه اعتبارات در دسترس، یک متغیر مهم و تعیین‌کننده در سرمایه‌گذاری خصوصی می‌باشد، لذا، Khan & Reinhart معتقدند که تاثیر شرایط مالی روی رشد اقتصادی به واسطه این کانال صورت می‌گیرد.

۲- تایید و یا عدم تایید سیاست کاهش نرخ سود بانکی، مسلماً بستگی به در نظر گرفتن تمامی پیامدهای ممکن این سیاست خواهد داشت چنانچه نرخ سود بانکی در اقتصاد ایران افزایش یابد، در بازار غیررسمی وام و اعتبارات، نرخ غیررسمی یا نرخ بازاری آن شدیداً افزایش می‌یابد. این افزایش پیامدهای تورمی در اقتصاد به دنبال دارد و موجب بی‌ثباتی فعالیت‌های اقتصادی می‌شود. چنانچه محیط کسب و کار اقتصادی بی‌ثبات شود، هزینه تولید سرمایه‌گذاری افزایش و جامعه از نظر اقتصادی دچار بحران می‌شود. بنابراین موفقیت در اجرای یک سیاست آزادسازی نرخ بهره، مستلزم ثبات نسبی اقتصاد کلان، خصوصاً در متغیرهایی از قبیل تورم، نرخ ارز و کسری بودجه و حساب جاری است. بدون وجود زمینه‌های لازم، اجرای سیاست آزادسازی نرخ بهره، ناپایداری اقتصاد کلان را تشدید خواهد کرد و نظام مالی را با بحران مواجه می‌سازد. همان‌گونه که در تجربه بسیاری از کشورها ملاحظه شد، در اقتصادهای پیشرفته تلاش بر این است تا نرخ بهره کاهش پیدا کند؛ چون کاهش این نرخ، هزینه سرمایه‌گذاری و وام دهی را در اقتصاد کاهش می‌دهد و به ایجاد فضای رقابتی نیز منجر می‌شود. بنابراین ضرورت دارد نظام بانکی تدابیری اتخاذ کند که روز به روز این نرخ کاهش یابد. کاهش این نرخ موجب می‌شود تا افراد وجوه خود را از

نظام بانکی خارج و به سمت فعالیت‌های مولد سوق پیدا کنند. در چنین شرایطی اگر بازار مالی یا بازار بورس فعالی وجود داشته باشد، می‌تواند جایگزین مناسبی برای سرمایه‌گذاری وجوه افراد باشد و پاداش لازم را برای سرمایه‌گذاری کوچک فراهم کند. نتیجه این عملکرد، بهبود انباشت سرمایه در افق زمانی کوتاه‌مدت و بلندمدت و افزایش ظرفیت‌های تولیدی جامعه است.

۳- با توجه به اینکه کاهش نرخ سود بانکی می‌تواند به طور بالقوه سبب افزایش رانت در دریافت تسهیلات بانکی گردد، مدیریت عرضه و توزیع منابع بانکی باید به گونه‌ای باشد که چنین امکاناتی را محدود نماید.

۴- در مدلی که - نتیجه آن در ضمیمه آورده شده - به جای معادله نسبت سرمایه‌گذاری داخلی به تولید ناخالص ملی (IGNPN)، از معادله نسبت سرمایه‌گذاری بخش خصوصی به تولید ناخالص ملی (IPNGNPN) استفاده شده است. ضریب منفی معنی‌دار مربوط به نسبت سرمایه‌گذاری بخش دولتی به تولید ناخالص ملی (IGNGNPN) بیانگر جایگزینی سرمایه‌گذاری دولتی به جای سرمایه‌گذاری بخش خصوصی^۱ در اقتصاد ایران می‌باشد.

فهرست منابع

۱. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، ترازنامه و گزارش اقتصادی، سالهای مختلف.
۲. بانک جهانی، گزارشهای توسعه جهانی، سالهای مختلف.
۳. پوریان، حیدر (۱۳۷۷) عوامل موثر بر پس‌انداز در ادبیات اقتصادی و برداشتی از موانع پس‌انداز در ایران؛ مجموعه مقالات هشتمین کنفرانس سیاستهای پولی و بانکی، پژوهشکده بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
۴. حقیقت، جعفر (۱۳۷۸) سیاست مالی و تجهیز پس‌اندازها برای رشد اقتصادی مجموعه مقالات نهمین کنفرانس سیاستهای پولی و بانکی، پژوهشکده بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
۵. ختایی، محمود و ابولفضل خاوری نژاد (۱۳۷۷) گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی؛ مجموعه مقالات هشتمین کنفرانس سیاستهای پولی و بانکی، پژوهشکده بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
۶. کمار، واریان (۱۹۸۸) تجهیز پس‌انداز در کشورهای در حال توسعه: تجربه جمهوری اسلامی ایران؛ ترجمه محمد آقا قوام.
۷. سازمان بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۷۷) اداره مطالعات و بررسی‌های اقتصادی، گزارش یک پژوهش (چالشها و چشم انداز بازار سرمایه در ایران).
۸. نیلی، مسعود (۱۳۷۶)، اقتصاد ایران، موسسه عالی پژوهش در برنامه ریزی و توسعه.
9. Asian Development Bank (1985) Improving Domestic Resource Mobilization through Financial Development; Manila: Asian Development Bank, Economics office, February.
10. Athukoala, Premachandra and Sarath Rajapatirnan (1993) Liberalization of the Domestic Financial Market: Theoretical Issues with Evidence from Sri Lanka; International Economic Journal, 7(4, winter) , P.P.17-33.
11. Blejer, Mario I., and Mohsin S. Khan (1984) Government Policy and Private Investment in Developing Countries; International Monetary Fund Staff Papers. 31(2, June), P.P. 379-403.
12. Boskin, Michael J. (1978) Taxation, Saving and the Rate of Interest; Journal of Political Economy, 86(2, H, April) P.P. S3-S27.

13. Dailami, Mansoor and Marcelo Giugale (19,91) Reflections on Credit Policy in Developing Countries: It's Effect on Private Investment; Washington, D.C: World Bank, PRE Working Paper WPS 654, April.
14. Deaton, Angus S (1990) Saving in Developing Countries : Theory and Review; In Proceedings of the Word Bank Annual Conference on Development Economics 1989, Edited by Stanley Fischer and Dennis de Tray, Washington, D.C. : World Bank, P.P. 61-96.
15. Dornbusch Rudiger and Alejandro Reynoso (1989) Financial Factors in Economic Development; American Economic Review, 79(2, May) , P.P 204-209.
16. Fry, Maxwell J.(1981) Interest Rates in Asia : An Examination of Interest Rate Policies in Burma, India, Indonesia, Korea, Malaysia, Nepal, Pakistan, the Philippines, Singapore, Sri Lanka, Taiwan and Thailand; Washington, D. C.: International Monetary Fund, Asian Department, June.
17. Fry, Maxwell J. (1991) Domestic Resource Mobilization in Developing Asia: Four Policy Issues; Asian Development Review, 9(1) , P.P. 15-39.
18. Fry, Maxwell J. and Rabum M. Williams (1984) American Money and Banking; New York: John Wiley and Sons.
19. Fry, Maxwell J. and Miriam R. Farhi (1979) Money and Banking in Turkey; Istanbul: Bogazi.,I? University Press.
20. Fry, Maxwell J. and Andrew Mason (1982) The Variable Rate-of-Growth Effect in the Life-Cycle Saving Model: Children, Capital Inflows, Interest and Growth in a New Specification of the Life-Cycle Model Applied to Seven Asian Developing Countries; Economic Inquiry, 20(3, July), P.P. 426--442.
21. Fry, Maxwell J. (1978) Money and Capital or Financial Deepening in Economic Development?; Journal of Money, Credit and Banking, 10(4, November), P.P. 464-475.
22. (1979) The Cost of Financial Repression in Turkey; Savings and Development, 3(2), P.P. 127-135.
23. (1980) Saving, Investment, Growth and the Cost of Financial Repression; .World Development, 8(4, April), P.P. 317-327
24. (1984) Saving, Financial Intermediation and Economic Growth in Asia; Asian Development Review, 2(1), P.P. 82-91.
25. (1986) Terms-of-Trade Dynamics in Asia: An Analysis of National Saving and

- Domestic Investment Responses to Terms-of-Trade Changes in 14 Asian LDCs; *Journal of International Money and Finance*, 5(1, March), P.P. 57-73.
26. (1991) Domestic Resource Mobilization in Developing Asia: Four Policy Issues; *Asian Development Review*, 9(1), P.P. 15-39.
27. (1993) Foreign Debt Accumulation: Financial and Fiscal Effects and Monetary Policy Reactions in Developing Countries; *Journal of International Money and Finance*, 12(4, August), P.P. 347-367.
28. Harris, John R., Fabio Schiantarelli and Miranda G. Siregar (1994) The Effect of Financial Liberalization on the Capital Structure and Investment Decisions of Indonesian Manufacturing Establishments; *World Bank Economic Review*, 8(1, January), P.P. 17-47.
29. Harberger, Arnold C. and Sebastian Edwards (1980) International Evidence on the Sources of Inflation; Chicago: University of Chicago, Department of Economics, December.
30. Haber, Stephen H.(1991) Industrial Concentration and the Capital Markets: A Comparative Study of Brazil, Mexico and the United States, 1830 –1930; *I Econ. Hist.*, Sept. , 51(3), P.P.559 -80.
31. Haber, Stephen H.; Capital Immobility's and Industrial Development: A Comparative Study of Brazil, Mexico and the United States, 1840 -1930; Stanford U mimeo.?
32. Goldsmith, Raymond,W.(1969) *Financial Structure and Development*; New Haven, CT: Yale Upress.?
33. Greenwood, Jeremy and Jovanovic, Boyan (1995) Financial Development Growth and the Distribution of Income; *J Polit.Econ.*, Oct., 98(5,Pt. 1),P.P. 1076 1107.
34. Gonzales Arrieta, Gerardo M. (1988) Interest Rates, Savings and Growth in LDCs : An Assessment of Recent Empirical Research; *World Development*, 16(5, May) ,P.P. 589-605.
35. Krueger, Anne. O. (1995) East Asian Experience and Endogenous Growth Theory In Takatoshi Ito and Anne Krueger (eds) *Growth Theories in Light of the East Asian Experience*; NBER East Asia Seminar on Economics, Vol. 4, Chicago : University of Chicago Press, P.P 9-30.
36. King, Robert G. and Levine , Ross (1993)*Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right*; *Quart. J. Econ.*, Aug. 1993a, 108(3), P.P. 717- 37

37. King, Robert G. and Levine, Ross (1993) Finance Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence; 1. MonetEcon., dec.1993b,32(3), P.P. 513 -42.
38. Khan, Mohsin S. and Carmen M. Reinhart (1990) Private Investment and Economic Growth in Developing Countries. World Development. 18(1, January), P.P 19-27.
39. Lamberte, Mario B. , Joseph L, Lim, Rob Vos, Elizabeth S. Tan. and Maria Socorro V. Zingapan (1992). Philippine External Finance, Domestic Resource Mobilization and Development in the 1970s and 1980s; Manila: Philippine Institute of Development Studies.
40. Levine, Ross (1997) Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda; J. of Economic Literature, Vel. XXXV, June , P.P. 688-726.
41. Leff, Nathaniel H. and Kazuo Sato (1980) Macroeconomic Adjustment in Developing Countries: Instability, Short-Run Growth, and External Dependency; Review of Economics and Statistics, 62(2, May), P.P. 170-179,
42. (1988) Estimating Investment and Savings Functions for Developing Countries, with an Application to Latin America; International Economic Journal, 2(3, Autumn), P.P. 1-17.
43. Laporta, Rafael Et Al (1996) Law and Finance; National Bureau of Economic Research Working Paper No. 5661, July .
44. (1996). . 16. Levine, Ross (1997) Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda; 1. of Economic Literature. Vol. XXXV ,June , P.P. 688- 726.
45. Lanyi, Anthony and Rusdu Saracoglu (1983) Interest Rate Policies in Developing Countries; Washington, D.C.: International Monetary Fund, Occasional Paper 22, October.
46. Long, Millard (1983) Review of Financial sector Work; Washington, D.C.: Word Bank, Industry Department Financial Development Unit, October.
47. Mikesell, Raymond F and James E.Ziner (1973) The Nature of the Saving Function in Developing Countries : A Survey of the Theoretical and Empirical Literature; Journal of Economic Literature, 11(1, March) , P.P.1-26.
48. Modigliani, Franco (1986) Life Cycle, Individual Thrift and the wealth of Nations; American Economic Review, 76(3, June) , P.P. 297-313.
49. Morisset, Jacques (1993) Does Financial Liberalization Really Improve Private Investment in Developing Countries ?; Journal of Development Economics, 40(1, February) , P.P 1333-150.
50. Merton, Robert C.(1992) Financial Innovation and Economic Performance; 1. Applied Corporate Finance, winter , 4(4), P.P.. 12-22.

51. Perkins, D.H. (1994) There Are at Least Three Models of East Asian Development ; world Development 22 :4.
52. Robini, Nouriel and Sala- Martin, Xavier (1995) A Growth Model of Inflation, Tax Evasion and ?Financial Repression; 1. Monen. Econ.Apr., 35(2), P.P.. 275 -301.
53. Schmidt – Hebbel, Klaus, Luis Serven and Andres Solimano (1996) Saving and Investment : ?Paradigms, Puzzles, Policies, The World Bank Research Observer 11 , P.1.
54. Stiglitz, Joseph E. and Marilow Uy (1996) Financial Markets, Public and the East Asian Miracle; The World Bank Research Observer 11 , P.2.
55. Summers, Lawrnce H. (1988) Tax Policy and International Competiveness. In Jacob A.? Frenkel (ed) International Aspects of Fiscal Policies, Chicago : University of Chicago Press.
56. Sollmano, Andres (1989) How Private Investment Reacts to Changing Macroeconomic Conditions; Washington, D.C.: World Bank, PPR Working Paper WPS 212, December.
57. Voridis, Hercules (1993) Ceilings on Interest Rates and Investment: The Example of Greece; Review of Economics and Statistics, 75(2, May), P.P. 276-283.
58. World Bank (1993) The East Asian Miracle : Economic Growth and Public Policy; New York : oxford University Press.