

بررسی روابط بلند مدت و کوتاه مدت سیاست های مالی و سرمایه گذاری خصوصی در ایران (۱۳۹۰-۱۳۶۰) با استفاده از روش ARDL پسران ۲۰۰۱

مهدی محمدی ده چشمه^۱

کارشناسی ارشد توسعه و برنامه ریزی دانشگاه آزاد واحد خمینی شهر
m.mehdi37@ymail.com

دکتر سید محسن خلیفه سلطانی
ریاست دانشگاه های آزاد اسلامی منطقه چهار

دکتر ابوالفضل یحیی آبادی
عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد خمینی شهر

چکیده

سیاست های مالی دولت، در هر کشوری تأثیر مهمی بر سرمایه گذاری بخش خصوصی دارد و در نتیجه، ابزار قدرتمندی برای سیاست های رشد و ثبات اقتصادی محسوب می شوند. از این رو، رابطه میان سیاست های مالی و سرمایه گذاری بخش خصوصی، همواره یک بحث عمیق در اقتصاد کلان و اقتصاد توسعه برده است. سیاست مالی از مجموعه درآمد دولت (مالیات) و مخارج (هزینه) برای تأثیرگذاری در اقتصاد استفاده می کند. دو ابزار اصلی سیاست مالی مالیات و مخارج دولت است. در این مطالعه با توجه به مقاله آنج و با استفاده از روش ARDL پسران ۲۰۰۱ به برآورد الگو برای دوره زمانی ۱۳۶۰ تا ۱۳۹۰ پرداخته شده است و نتایج در سه سطح کوتاه مدت، بلندمدت و ECM بررسی شده است که به قرار زیر است:

تولید ناخالص داخلی (GDP)، نرخ بهره (IRR)، سیاست های مالی (مخارج دولت و مالیات) (PUB)، هزینه سرمایه واقعی (COC) و نقدینگی (RLR) اثر معناداری بر سرمایه گذاری بخش خصوصی (I t) در کشور ایران داشته است و با توجه به ضریب تصحیح خطا در مدل ECM می توان بیان کرد، سرعت تعدیل به سمت مقدار تعادلی و بلند مدت پایین است. به طوری که هر سال حدود ۰/۴۰ خطای عدم تعادل تعدیل گردیده و مقدار کوتاه مدت به سمت مقدار تعادلی و بلند مدت خود میل می کند.

واژه های کلیدی: سیاست های مالی، سرمایه گذاری خصوصی، مالیات، مخارج عمومی دولت.

^۱نویسنده مسئول

۱- مقدمه

سیاست‌های مالی دولت، در هر کشوری تأثیر مهمی بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی دارد و در نتیجه، ابزار قدرتمندی برای سیاست‌های رشد و ثبات اقتصادی محسوب می‌شوند. از این رو، رابطه میان سیاست‌های مالی و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی، همواره یک بحث عمیق در اقتصاد کلان و اقتصاد توسعه برده است. ایده اصلی اثر برون‌رانی در قالب نظریه‌های اقتصاد کلان مطرح شده است. اگر بازار کالا و پول، هر دو در تعادل باشند، هر گونه افزایش مخارج مالی دولت که همراه با افزایش حجم پول نباشد، موجب افزایش نرخ بهره می‌شود و در نتیجه، سرمایه‌گذاری بخش خصوصی، کاهش خواهد یافت. بر اساس اثر درون‌رانی افزایش مخارج مالی دولت، اثر تشویقی دارد، به طوری که با ایجاد زمینه‌های جدید برای سرمایه‌گذاری خصوصی، مانند ایجاد تقاضا برای تولید بخش خصوصی و سودآور شدن تولید، هزینه‌های تولید، کاهش و سرمایه‌گذاری خصوصی، افزایش خواهند یافت. بررسی ادبیات موضوع نشان داد که دیدگاه‌ها درباره اعتبار فرضیه برون‌رانی و درون‌رانی یکسان نیستند. در دیدگاه نئوکلاسیک، با فرض اشتغال کامل، و کارایی سازوکار نرخ بهره در حفظ تعادل بازار سرمایه، فرض می‌شود که با افزایش مخارج دولت، میزان بهره برای برگرداندن بازار سرمایه به تعادل، افزایش می‌یابد که این وضعیت، به کاهش سرمایه‌گذاری خصوصی می‌انجامد. به عبارت دیگر، نئوکلاسیک‌ها اثر برون‌رانی را می‌پذیرند (گانگلی^۱، ۲۰۰۳).

کینزین‌ها با فرض عدم اشتغال کامل و وجود بیکاری در اقتصاد، معتقد هستند که به دلیل کم بودن حساسیت سرمایه‌گذاری به نرخ بهره، افزایش مخارج دولت اثر اندکی بر نرخ بهره دارد و موجب افزایش درآمد می‌شود. همچنین به دلیل اثر مثبت مخارج دولت بر افزایش انتظارات سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاری خصوصی افزایش می‌یابد. به عبارت دیگر، کینزین‌ها به اثر درون‌رانی اعتقاد دارند (ناکو^۲، ۲۰۰۴).

برای مدت‌های طولانی، اثرات سیاست‌های مالی بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی یک مسئله مهم برای دانشمندان و سیاستمداران بوده است. در مطالعات تجربی رفتار سرمایه‌گذاری، در هر دو سطح تقاضای کل کشور (لیونتل و ماوروتاس^۳، ۲۰۰۵، آنج^۴، ۲۰۰۹، حسن و سلیم^۵، ۲۰۱۱)، و در سطح شرکت‌ها (آلما و کامپلو^۶، ۲۰۰۷، کاوا^۷، ۲۰۰۵، بوک‌پین و اونوما^۸، ۲۰۰۹، چن و لارین^۹، ۲۰۱۱، کولیبالی و میلر^{۱۰}، ۲۰۱۱، نوروسین و همکاران^{۱۱}، ۲۰۰۸)، مورد بررسی قرار گرفته است. تجزیه و تحلیل مطالعات تجربی مربوط به تعامل بین سیاست‌های مالی و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی نشان می‌دهد که در تحقیقات علمی توجه زیادی به ارتباط بین سرمایه‌گذاری دولتی و سرمایه‌گذاری خصوصی، هم در کشورهای توسعه یافته و هم در کشورهای در حال توسعه صورت گرفته است. ادبیات علمی نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری‌های دولت هم می‌تواند اثر تراکم (ازدحام) بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی داشته (آسانته^{۱۲}، ۲۰۰۰، هرمس و لنسینک^{۱۳}، ۲۰۰۱، جانگوانیچ و کوهپابون^{۱۴}، ۲۰۰۸)، و هم می‌تواند اثر غیر تراکمی داشته باشد (هرمز و لنسینک^{۱۵}، ۲۰۰۱، بنداوی^{۱۶}، ۲۰۰۳) به عبارت دیگر منظور از اثر تراکم

¹ - Ganelli

² - Naoko

³ Luintel & Mavrotas, Ang, Hassan & Salim

⁴ Almeida & Campello, Cava, Bokpin & Onumah, Chen, Da, & Larrain, Coulibaly & Millar, Norvaisiene.

⁵ Asante, Hermes & Lensink, Jongwanich & Kohpaiboon,

⁶ Hermes & Lensink, Badawi, Badawi,

حمایت‌های دولت می‌باشد که در کشورهای توسعه یافته به دلیل صحیح بودن زیر ساخت های منجر به افزایش در سرمایه‌گذاری در بخش خصوصی می‌شود ولی در کشورهای در حال توسعه در اکثر موارد به دلیل عدم زیر ساخت‌های مناسب تاثیر کمتری بر جذب سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در کشور را نشان می‌دهد.

دیدگاه غالب در ادبیات علمی این است که در کشورهای توسعه یافته، سرمایه‌گذاری بخش عمومی اثر تراکم^۱ یا ازدحام^۱ بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی دارد، در حالی که در کشورهای در حال توسعه، مشخص نمی‌باشد که چه موقع این اثر بوجود خواهد آمد، زیرا تقسیم‌بندی کشورها به دو دسته توسعه یافته و در حال توسعه خیلی کلی است، هر چند این کشورها بسیار متفاوت می‌باشند. همچنین اثر حجم مالیات‌های جمع‌آوری شده و شاخص مخارج دولت بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی مشخص نیست، زیرا اثر این متغیرها بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی مورد مطالعه قرار نگرفته است. لیونتل و ماوروتاس (۲۰۰۵)، معتقدند که پارامترهای کلیدی تابع سرمایه‌گذاری ناهمگن و برای هر کشور متفاوت می‌باشد. به گفته فیورسی و سوسا (۲۰۰۹)، تحلیل اثر سرمایه‌گذاری دولت بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی ضروری است و باید به تفکیک مناطق جغرافیایی در نظر گرفته شود.

فعالیت‌های بخش دولتی می‌تواند به طور مستقیم و غیر مستقیم، از طریق تعامل با بخش خصوصی باعث افزایش حجم تولید گردد. ادبیات علمی بیان می‌کنند که تغییرات در هزینه‌های دولت و مالیات بر سود شرکت‌ها، بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی اثر گذار می‌باشد. سرمایه‌گذاری بخش خصوصی یکی از عواملی است که عمدتاً به رشد اقتصادی، در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه کمک می‌کند. دلیل این امر آن است که فرصت‌های شغلی از طریق سرمایه‌گذاری ها و تکنولوژی-های جدید بوجود می‌آید، در نتیجه درآمد افزایش می‌یابد که در نهایت تعیین کننده رشد اقتصادی است (بالاس^۲، ۲۰۰۵). ادبیات مربوطه نشان می‌دهد که تغییرات در مخارج دولتی، به جای تغییرات در مالیات‌ها، اثر بیشتری بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی خواهد داشت (آلسینا و همکاران ۲۰۰۲، آرین ۲۰۰۴، بالاس^۳ ۲۰۰۵). بر این اساس و با توجه به اهمیت این موضوع در این مقاله به تحلیل تاثیر سیاست‌های مالی بر سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران پرداخته می‌شود.

۲- ادبیات و پیشینه تحقیق

بدون توجه به روند تاریخی مباحث سرمایه‌گذاری و با تکیه بر اقتصاد دو بخشی کینز، تعادل در اقتصاد زمانی بوجود می‌آید که که مقدار سرمایه‌گذاری با پس انداز برابر باشد. پس در هر جامعه ای پس انداز بیشتر، منجر به سرمایه‌گذاری بیشتر می‌شود. پس انداز در هر جامعه از کسر میزان مصرف از درآمد بدست می‌آید، بنابراین هر چقدر درآمد بیشتر باشد، پس انداز بیشتر شده و در نهایت به سرمایه‌گذاری بیشتر می‌انجامد (تفضلی، ۱۳۷۵). از دیدگاه اقتصاد خرد، تولید کنندگان برای افزایش تولید، نیاز به خرید ماشین آلات، ساختمان و ... دارند تا به تقاضای ناشی از افزایش درآمد جامعه پاسخ دهند. به عبارت دیگر باید سرمایه موجود خود را به سرمایه مطلوب برسانند. بطور کلی مطالعات رفتار سرمایه‌گذاری حول دو محور اساسی،

¹ crowds out

² Balls,

³ Alesina , Arin, Balls,

چگونگی تعیین موجودی مطلوب سرمایه و دوم، تعیین سرعت رسیدن به موجودی مطلوب سرمایه می چرخد که تئوری های سرمایه گذاری به موارد مذکور در بالا پرداخته است (کشاورزبان پیوستی، ۱۳۷۹).

ملاک ارزش فعلی برای سرمایه گذاری، به رابطه بین میزان سرمایه گذاری، درآمدهای حاصل از سرمایه گذاری، نرخ بهره و دوره زمانی طرح می پردازد که بر اساس آن هر طرحی ارزش فعلی بیشتری را به خود اختصاص دهد، دارای اولویت است. در معیار بازده داخلی کینز برای سرمایه گذاری - همانند ملاک ارزش فعلی- بنگاه می خواهد مطلوبیت خود را حداکثر نماید و برای این کار بالاترین خط بودجه ای که بر منحنی امکانات درآمد مماس است را انتخاب می نماید. این معیار یک نرخ بهره ای را برای هر یک از طرحها معرفی می کند که قابل مقایسه با نرخ بهره بازار است. سرمایه گذاری و اصل شتاب، در حقیقت روی سرعت تعدیل موجودی مطلوب سرمایه متمرکز می شود. نظریه شتاب به رابطه سرمایه گذاری با تغییر سطح درآمد یا تولید مربوط می شود. در این نظریه، سرمایه گذاری علاوه بر ایجاد تغییر در سطح درآمد ملی به نسبت سرمایه به بازده یا ضریب متوسط سرمایه نیز وابسته است. مدل شتاب انعطاف پذیر سرمایه گذاری، اولین بار توسط کویک اقتصاددان هلندی مطرح شد. این مدل در مطالعات تجربی کاربرد زیادی دارد و در آن فرض می شود که در هر دوره تنها قسمتی از شکاف بین موجودی سرمایه جاری متناسب با میانگین وزنی تولید دوره های قبل است و هر چه به عقب بر گردیم اهمیت تولید در این میانگین کاهش می یابد. مدل جریان نقدینه سرمایه گذاری، استفاده از جریان نقدینه داخلی بر سرمایه گذاری را بهتر از تامین مالی خارجی می داند. در این الگو، هزینه های سرمایه گذاری یک نسبت متغیری از جریان نقدینه داخلی است و عرضه وجوه داخلی بستگی به سطح سود بنگاه دارد. بنابراین، موجودی مطلوب سرمایه نه تنها به سطح تولید، بلکه به میزان سودهای انتظاری نیز وابسته خواهد بود (برانسون، ۱۳۷۲).

اکثر تئوری های مطرح شده در زمینه سرمایه گذاری با فرض صفر بودن جانشینی عوامل تولید صورت گرفته است. این مشکل نظری اولین بار توسط جرگنسون مطرح شد و همکارانش برای رفع این دشواری مطالعاتی را انجام دادند که به مدل جرگنسون مطرح شد و همکارانش برای رفع این دشواری مطالعاتی را انجام دادند که به مدل نئوکلاسیک معروف گردید. در این مدل، سرمایه گذاری از عامل سرمایه نشات گرفته است که قیمت سرمایه در تصمیم گیری برای میزان سرمایه گذاری اهمیت فوق العاده ای دارد. تئوری کیو توبین، نگاه جدیدی بر سرمایه گذاری دارد و نقاط ضعف تئوری های قبلی، یعنی تاخیرها یا هزینه های تعدیل طرحها، عدم شفافیت در درآمدها و هزینه های انتظاری و مسئله ریسک را می پوشاند. مهمترین جنبه تئوری توبین که از مدل نئوکلاسیک کمک می گیرد، این است که اگر هزینه های جایگزینی سرمایه و ماشین آلات سرمایه ای در دست باشد، می توان ارزش بازاری سهام موسسه را پیدا کرده و در مورد سرمایه گذاری تصمیم گرفت. توبین با ارتباط دادن میزان سرمایه گذاری به بازار مشکل انتظارات، تاخیرات و ریسک را بطور عملی به مکانیزم بازار اوراق بهادار منتقل می کند و تصمیم گیری در طرحهای مختلف سرمایه گذاری را آسانتر می سازد.

۱-۲. عوامل موثر بر سرمایه گذاری خصوصی

ادبیات تئوریک سرمایه گذاری بسیار غنی بوده و تعداد زیادی از مدل های سرمایه گذاری را معرفی می کند که در مطالعات تجربی کاربرد زیادی دارند. اما این تئوری ها بیشتر برای جوامع پیشرفته طراحی شده اند و نمی توان آنها را برای کشورهای در

حال توسعه با ساختار فرهنگی، اجتماعی، اقتصادی و محیطی متفاوت بکار برد. از نظر تحلیلی برخی مشکلات ساختاری مانند عدم وجود بازارهای مالی با کارکرد مناسب، نقش عمده دولت در تشکیل سرمایه، اختلالات ایجاد شده بر اثر محدودیتهای مبادله خارجی و نواقص دیگر بازار در بیشتر کشورهای در حال توسعه، موجب شده است فروض مربوط به بهینه کردن رفتار سرمایه گذاری تامین نشود و کشورهای در حال توسعه، موجب شده است فروض مربوط به بهینه کردن رفتار سرمایه گذاری تامین نشود و کشورهای در حال توسعه در استفاده از این تئوری ها با مشکل مواجه شوند.

در کشورهای جهان سوم، از جمله ایران قسمت اعظم سرمایه گذاریها در دست بخش عمومی است و این نوع سرمایه گذاریها را نمی توان با الگوی رفتار سرمایه گذاری توضیح داد. حتی به جرات می توان گفت که نقش دولت در بخشهای مختلف اقتصاد باعث بوجود آمدن رقابت بین بخش خصوصی و عمومی شده است و دولت بجای اینکه زمینه ای برای سرمایه گذاری خصوصی فراهم نماید به عنوان جایگزین بخش خصوصی عمل می کند و منجر به دوگانگی صنایع می شود. دولت با قدرت سرمایه گذاری بالاتر و جذب رانتهای مختلف از پیکره اقتصاد و حذف رقبای خصوصی، مدیریت صنایع و کارخانجات بزرگ را تصاحب می کند و بخش خصوصی در حاشیه قرار گرفته و صنایع کوچک را اداره می کند که این امر را می توان در ساختار تولیدی ایران مشاهده کرد.

دو مبحث مورد اشاره بیانگر آن است که نمی توان در تخمین سرمایه گذاری خصوصی از مدلهای رایج در کشورهای پیشرفته استفاده نمود. بنابراین در شناسایی عوامل موثر بر سرمایه گذاری خصوصی از متغیرهای یاد شده در مبانی نظری و از مطالعات تجربی در کشورهای جهان سوم با تاکید بر ویژگی های خاص اقتصاد ایران کمک گرفته می شود. طبق بررسی انجام شده از منابع کتابخانه ای متغیرهای ذیل را می توان به عنوان عوامل موثر بر سرمایه گذاری خصوصی معرفی کرد:

۱) سطح درآمد

این متغیر، از مباحث تئوریک سرمایه گذاری حاصل شده و تغییرات سطح درآمد نیز می تواند مورد بررسی قرار گیرد. با افزایش سطح تولید (تولید ناخالص داخلی) یا درآمد، سرمایه گذاری نیز افزایش می یابد.

۲) اعتبارات و تسهیلات بانکی

در مورد تسهیلات و اعتبارات بانکی در قالب تئوری های سیاست های پولی اقتصاد کلان بر سرمایه گذاری خصوصی تردیدی وجود ندارد و نقش سیاست پولی در تشویق سرمایه گذاری خصوصی حائز اهمیت است. برای این منظور مقامات پولی و بانکی از طریق ایجاد تسهیلات لازم در زمینه افزایش حجم پول و کاهش هزینه های سرمایه گذاری اقداماتی را انجام می دهند که سرمایه گذاری در اقتصاد افزایش یابد.

یکی از ویژگی های مهم میزان تسهیلات اعطایی در بازار پول رسمی کشور، انعطاف پذیری آن است، یعنی با تغییر در این متغیر می توان میزان سرمایه گذاری بخش صنعت را به راحتی افزایش یا کاهش داد در حالی که متغیرهای دیگر از این ویژگی برخوردار نیستند.

۳) نرخ تورم

نرخ تورم داخلی از جمله عوامل موثر بر تقاضای سرمایه گذاری خصوصی است، ولی چگونگی تاثیر آن بر سرمایه گذاری مبهم می باشد. در مورد نحوه تاثیر این متغیر از مدل تجربی استفاده می شود.

۴) سرمایه گذاری دولتی

تئوری های اقتصاد کلان بیانگر تاثیر مخارج دولتی روی سرمایه گذاری خصوصی هستند. اما در رابطه سرمایه گذاری دولتی و خصوصی کمتر بحث شده است. از نظر تئوریک اگر سرمایه گذاری دولتی و خصوصی کمتر بحث شده است. از نظر تئوریک اگر سرمایه گذاری دولتی در حیطه بخش خصوصی و فعالیتهای تولیدی وارد شود و به عنوان جایگزینی قدرتمند برای بخش خصوصی عمل نماید، در انجام سرمایه گذاری دولتی یک Crowding out وجود دارد و سرمایه گذاری بخش خصوصی را در حاشیه قرار می دهد. ولی اگر سرمایه گذاریهای بخش عمومی در حیطه کالاهای عمومی، مانند احداث بزرگراه، فرودگاه، آبرسانی و ... باشد به عنوان بخش مکمل برای سرمایه گذاری خصوصی عمل کرده Crowding in پدید می آید.

۵) تغییرات نرخ ارز

بحث تئوریک در زمینه تاثیر نرخ ارز بر سرمایه گذاری خصوصی در اقتصاد کلان و کشورهای پیشرفته وجود ندارد. ولی در کشورهای جهان سوم مانند ایران که بیشتر کالاهای سرمایه ای خود را (بخصوص در بخش صنعت) از خارج خریداری می کند، مسئله نرخ ارز و تغییرات آن اهمیت ویژه ای می یابد. بنابراین نرخ ارز و تغییرات آن به عنوان یکی از عوامل موثر بر سرمایه گذاری خصوصی به ویژه در بخش صنعت ایران مطرح است.

۶) نرخ بهره

کینز که معتقد به تعیین میزان نرخ بهره در بازار پول است، سرمایه گذاری را تابعی نزولی از نرخ بهره قلمداد می کند. اما به علت عدم وجود نرخهای واقعی در ایران و تغییرات اندک نرخ بهره در طول زمان، استفاده از این عامل برای سرمایه گذاری، دارای اریب خواهد بود. اما با توجه به اینکه مطالعات انجام شده در کشور، برای شاخص نرخ بهره واقعی از تفاضل نرخ سود سپرده های بلندمدت و نرخ تورم استفاده می کنند، در برآورد مدل هم انباشتگی این پژوهش نیز از این متغیر استفاده می شود.

۷) واردات کالاهای سرمایه ای

یکی از متغیرهای مهم اقتصادی که سرمایه گذاری بخش خصوصی کشور را تحت تاثیر قرار می دهد، واردات کالاهای سرمایه ای است. بخش صنعت ساخت ایران نوپا بوده و تقریباً تمامی کالاهای سرمایه ای است. بخش صنعت ساخت ایران نوپا بوده و تقریباً تمامی کالاهای سرمایه ای خود را از طریق واردات تامین می کند. بنابراین هر چقدر حجم واردات کالاهای سرمایه ای به کشور بیشتر شود، سرمایه گذاری بخش خصوصی نیز افزایش می یابد و برعکس.

۸) سطح پس انداز

سرمایه گذاری بخش خصوصی از لحاظ مبانی نظری با پس انداز بخش خصوصی رابطه داشته و هر چقدر پس انداز بخش خصوصی افزایش یابد، سرمایه گذاری بخش خصوصی نیز افزایش خواهد یافت.

۹) درآمد نفت

درآمد حاصل از فروش نفت خام برای اقتصاد ایران دارای اهمیت حیاتی بوده و به جرات می توان گفت که تمام متغیرهای اقتصاد کلان را تحت تاثیر قرار می دهد.

۱۰) عوامل غیر اقتصادی

به نظر می رسد یکی از بزرگترین مشکلات سرمایه گذاری در ایران، عوامل غیر اقتصادی باشد. ایران در طول تاریخ با یک سری از نارسایی های فرهنگی و اجتماعی در زمینه سرمایه گذاری مواجه بوده و موانعی را برای سرمایه گذاری بوجود آورده است. در جامعه آماری مورد مطالعه این تحقیق بزرگترین عامل غیر اقتصادی، وقوع جنگ و انقلاب است که سرمایه گذاری خصوصی بخش صنعت را تحت تاثیر قرار داده است.

از عوامل غیر اقتصادی موثر بر سرمایه گذاری خصوصی در ایران جایگاه مالکیت خصوصی است. از لحاظ تاریخی، مالکیت خصوصی در ایران در مقایسه با دنیای غرب تفاوت های عمده ای دارد. به قول کاتوزیان مالکیت خصوصی در غرب محترم بوده و حتی در قرون وسطی نیز تحولات سیاسی مانند برکناری پادشاه و ... تاثیری بر رابطه مالکیت نداشت و حکومت یا قدرت جدید قادر به تصاحب آن نبود و تنها قانون ارث مالکیت را به فرد دیگری منتقل می کرد. ولی در ایران طبقه مالکی که حق لاینفک و خدشه ناپذیر مالکیت داشته باشد، بوجود نیامد و با تحولات سیاسی، مالکیت خصوصی مورد تاخت و تاز و مصادره قرار می گرفت. مشکل تاریخی مالکیت در دوره مورد بررسی تغییر چندانی را شاهد نبوده و تنها با یک متغیر مجازی یا موهومی که بر وقوع انقلاب بسته می شود، می توان آن را توضیح داد.

۲-۲. بررسی بازار پول

بازار پول رسمی بر عهده سیستم بانکی نهاده شده و نهاده های عمده فعال در این بازار عبارتند از: بانک تجاری، بانک های تخصصی، موسسات اعتباری غیر بانکی، صندوق های قرض الحسنه پس انداز و بانک های بین المللی. از ویژگی های مهم بازار پول، سرعت مبادلات، اطمینان کافی نسبت به بازپرداخت اصل و فرع وام های دریافتی و کنترل حجم پول از طریق عملیات بازار باز از سوی بانک مرکزی است.

نظام بانکی کشور تا سال ۱۳۵۷ و پیش از پیروزی انقلاب اسلامی ایران از ۳۵ نوع بانک با مالکیت خصوصی و دولتی و خارجی بهره می جست و فعالیتهای بانکی در سطح ملی و بین المللی از طریق واحدها و شعب این بانک مستقر در سراسر کشور صورت می گرفت. قوانین مورد استفاده در این سیستم، مشابه بانک های خارجی و بهره به عنوان مهمترین عامل و مرکز اصلی نظام بانکداری سابق در ایران بود. با وقوع انقلاب و فروپاشی سلسله پهلوی، تحولات اساسی در خصوص مدیریت

اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی کشور بوجود آمد و سیستم بانکی کشور از این قاعده مستثنی نشد. همه بانک های موجود در کشور ملی شدند و با ادغام آنها با یکدیگر تعداد بانک ها به نه نوع کاهش یافت، پنج بانک تجاری (ملی، صادرات، ملت، تجارت و سپه) و چهار بانک تخصصی (کشاورزی، مسکن، صنعت و معدن و رفاه کارگران). در سال ۱۳۷۹ بانک تخصصی توسعه صادرات نیز شروع به کار نمود و مجموع بانک های دولتی کشور به ده بانک رسید. در سالهای اخیر بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران شروع فعالیت بانک های خصوصی را به رسمیت شناخته و این بانک ها فعالیتهای خود را تحت قانون عملیات بانکی بدون ربا آغاز نمودند. به دلیل افقهای روشن در بانکداری کشور را تحت قانون عملیات بانکی بدون ربا آغاز نمودند. به دلیل افقهای روشن در بانکداری کشور و شاید به دلیل سودآوریهای موجود در آن، موسسات مالی و اعتباری مختلف و تعداد زیادی صندوق های قرض الحسنه و در برخی موارد بدون در نظر گرفتن قواعد خاصی به خلق پول و ارائه تسهیلات می پردازند.

سیستم بانکداری بدون ربا و بانکداری رایج در کشورهای مختلف جهان یک تفاوت اساسی دارند. در بانکداری اسلامی واسطه های مالی مانند بانک ها به تجهیز سپرده ها و اعطای وام به منظور افزایش سود اقدام نکرده و ملاحظات نظیر حقوق مردم، عدالت اجتماعی و مسائل شرعی را مدنظر قرار می دهند. رعایت این خصوصیات و نپرداختن به نظریه مسلط در اقتصاد کلاسیک، یعنی نفع شخصی، دخالت دولت در نظام بانکداری را به منظور هدایت به سمت قوانین بانکی بدون ربا و عدالت اجتماعی اجتناب ناپذیر می سازد. در بانکداری اسلامی، بانک ها واسطه وجوه بین مردم نبوده و تنها شریک در سود مردم در سرمایه گذاری های مشترک هستند. به تعبیر دیگر در نظام بانکداری بدون ربا بانک ها وکیل مردم در سرمایه گذاری در بخشهای مختلف اقتصادی بوده و در سود حاصل از آن نیز شریک هستند. از مطالب عنوان شده چنین ابزار قدرتمند اقتصادی در اختیار نظام اقتصاد اسلامی برای تحقق اهداف اقتصادی و رفاه آحاد مختلف مردم نظیر ایجاد ثبات اقتصادی، رشد و توسعه اقتصادی و بسط عدالت اجتماعی است. برای ارزیابی بازار پول کشور ابتدا به بررسی ابزارهای سیاست پولی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران پرداخته شده و در این قسمت نتایج بدست آمده ارائه می شود.

۲-۱. نرخ سپرده قانونی

- از این سیاست پولی برای نخستین بار در سال ۱۳۲۵ استفاده شد و مقرر گردید که بانک ها ۱۵ درصد از سپرده های دیداری و ۶ درصد از سپرده های مدت دار خود را نزد بانک ملی به ودیعه بگذارند.
- نرخ سپرده های دیداری همواره بیشتر از سپرده های غیر دیداری بوده است.
- نرخ سپرده قانونی در برنامه پنج ساله پنجم قبل از انقلاب افزایشی بوده و سیاست پولی انقباضی اجرا می شد و نرخ متوسط آن حدود ۲۵٪ بوده است.
- در دوره بحرانی وقوع انقلاب در سالهای ۵۶ و ۵۷ به دلیل ایجاد فضای عدم اعتماد در کشور و خارج کردن سپرده ها از نظام بانکی، نرخ سپرده قانونی به شدت کاهش یافته و به ۱۲ درصد رسید.
- نرخ سپرده قانونی بعد از پیروزی انقلاب تا سال ۱۳۷۰ روند ثابتی را طی نکرده و در سالهای مختلف تغییر کرده است.
- نرخ سپرده قانونی در دهه ۱۳۷۰ روند نزولی داشته و از ۲۹٪ در سال ۱۳۷۰ به ۱۶٪ در سال ۱۳۸۱ رسیده است.
- تغییر در نرخ سپرده قانونی ارتباط مستقیم با حجم اعتبار دهی بانک ها داشته و سرعت تاثیر آن بیشتر است.

- نرخ سپرده قانونی بانک های تجاری همواره بیشتر از بانک های تخصصی بوده است.

۲-۲-۲. نرخ تنزیل مجدد

- نرخ تنزیل مجدد در دوره بعد از انقلاب به دلیل مسایل شرعی و مازاد منابع بانک ها استفاده نشده است.
- نرخ تنزیل مجدد در دوره ۵۹-۱۳۴۱ همواره روند افزایشی داشته است (به غیر از سالهای ۴۸-۱۳۴۷)
- بیشترین سهم مانده تنزیل مجدد در تامین منابع بانک ها به سالهای ۵۴-۱۳۵۳ مربوط است که به ترتیب سهم ۲۰/۶ و ۱۴ درصد را از کل بدهی بانک ها به بانک مرکزی داشته و بیانگر این واقعیت است که از این ابزار پولی، قبل از انقلاب نیز استفاده زیادی نشده است.
- نرخ تنزیل مجدد استفاده شده، قبل از انقلاب بیشتر ترجیحی بوده و به بخشهای کشاورزی، صادرات و صنعت با نرخهای پایینی پرداخت می شد.

۲-۲-۳. عملیات بازار باز

- بانک ها برای اولین بار در سال ۱۳۴۹ ملزم به نگهداری اوراق قرضه معادل ۱۶ درصد از افزایش سپرده ها در طول سال شدند. این درصد در سالهای مختلف، متنوع بوده و در سال ۱۳۵۲ رقم ۵۰٪ را ثبت کرده است. این اوراق به عنوان عامل قدرتمندی در کاهش وام دهی بانک ها تبدیل شده و از اهداف اصلی خود منحرف شده بود.
- بعد از تصویب قانون بانکداری بدون ربا، استفاده از اوراق قرضه در کشور ممنوع گردید و به جای نرخ بهره در دهه اول انقلاب به آنها نرخ جایزه پرداخت می شد.
- در سال ۱۳۷۵، سهم بانک ها از اوراق قرضه ۶۶/۶٪، سهم موسسات دولتی ۲/۴٪ و سهم بانک مرکزی ۳۱٪ بوده است که در سال ۱۳۷۸ بانک مرکزی همه این اوراق را از بانک خریداری نمود و سهم خود را به ۹۷/۶ درصد رسانید.
- در سال ۱۳۷۳ اوراق مشارکت به عنوان ابزار مالی جدید در اقتصاد ایران ظهور کرد و جایگزین اوراق قرضه گردید و برای اولین بار با نرخ سود علی الحساب ۲۰٪ در طرح نواب مورد استفاده قرار گرفت.
- به دلیل نرخ سود بالاتر از نظام بانکی، قابلیت انتقال آسان و تضمین بانک مرکزی ج.ا.ا، اوراق مشارکت مورد استقبال آحاد مختلف مردم قرار گرفت بطوریکه تا پایان سال ۱۳۸۱ اوراق منتشر شده جهت تامین مالی طرحهای دولتی و غیر دولتی معادل ۲۵,۴۲۴ میلیارد ریال بوده است.
- در سال ۱۳۷۹ ماده ۹۱ قانون برنامه سوم توسعه در خصوص انتشار اوراق مشارکت توسط بانک مرکزی عملی گردید و در دوره سه ساله، بانک مرکزی در مجموع ۳۴,۴۱۱ میلیارد منتشر کرده است.
- این حجم از اوراق مشارکت فروخته شده به مردم باعث شده که روند رشد سپرده های سیستم بانکی کاهش یابد.

۲-۳. پیامدهای سیاست های مالی بر سرمایه گذاری خصوصی

- در اغلب ادبیات موضوعه نظری و تجربی، به رابطه میان سیاست های مالی و رشد اقتصادی پرداخته می شود و مسئله بررسی رابطه میان سیاست مالی و سرمایه گذاری بخش خصوصی کمتر به عنوان یک هدف اصلی مورد توجه قرار گرفته است هر چند که یکی از کانال های اصلی تاثیرگذاری سیاست های مالی بر رشد اقتصادی از طریق اثر آن بر سرمایه گذاری خصوصی است. به عبارت دیگر، منابع درآمدی دولت نظیر مالیات ها و یا فروش مواد اولیه نظیر نفت، کمتر مورد بررسی قرار گرفته است. تعداد زیادی از مطالعات نیز در قالب سیاست مالی فقط به بررسی زیر مجموعه های خاص از سیاست مالی بر رشد اقتصادی و یا سرمایه گذاری بخش خصوصی پرداخته اند.
- رابطه میان مخارج دولت و یا مخارج دولتی با سرمایه گذاری خصوصی یک بحث عمیق و ریشه دار در اقتصاد کلان و اقتصاد توسعه است، به طوریکه نتایج بررسی ها در تایید بعضی از دیدگاه های نوین اقتصاد و رد دیگر دیدگاه ها مورد استفاده قرار می گیرد و یکی از موارد اختلاف نظرها در اقتصاد کلان است. این بحث عمدتاً به دو علت در سال های اخیر مورد توجه و استقبال اقتصاددانان قرار گرفته است. از یک سو، تقریباً از دهه ۱۹۸۰ یک اتفاق جهانی مبنی بر پذیرش رشد با تاکید به رهبری بخش خصوصی ایجاد شد و از سوی دیگر، در فضای آکادمیک نیز نقش سرمایه گذاری بخش خصوصی در اقتصاد کلان را برخی از اقتصاددانان مطرح کردند و به زودی نیز طرفدارانی پیدا کرد.
- این مباحث به طور عمده حول محور اثر مخارج عمومی، یا دولتی و یا سرمایه گذاری عمومی (دولتی) بر دیگر متغیرهای کلان، به خصوص ادبیات تولید ناخالص ملی و سرمایه گذاری بخش خصوصی بود. تاثیر مخارج دولت بر سرمایه گذاری خصوصی ادبیات خاصی در اقتصاد با عنوان رابطه جایگزینی و رابطه مکملی میان این دو بخش به وجود آورده است. افزایش حجم مخارج دولت سبب بهره گیری بیشتر این بخش از منابع محدود اقتصاد می شود. این مسئله سبب می شود که قیمت منابع اقتصادی افزایش یافته و اکنون بخش خصوصی برای ادامه و یا شروع به فعالیت با هزینه های بیشتری روبه رو شود. از سوی دیگر، حضور دولت در برخی از عرصه ها ممکن است در نهایت به نفع بخش خصوصی و مثلاً سبب کاهش هزینه های بالاسری این بخش شود. بنابراین، تاثیر هزینه ها و مخارج دولتی بر بخش خصوصی نتیجه مشخصی و معینی ندارد (اقبالی و همکاران، ۱۳۸۳).
- این مسئله در مورد درآمدهای دولتی نیز صادق است. در کشورهای توسعه یافته عمده درآمدهای دولت از درآمدهای مالیاتی تامین می شود. افزایش درآمدهای مالیاتی عمدتاً سبب افزایش هزینه های تولیدی می شود و از این رو، با بخش خصوصی رابطه منفی دارد. اما این مسئله در مورد کشورهای در حال توسعه به صورتی دیگر است، بسیاری از این کشورها صادرکنندگان مواد اولیه و خام هستند. کشورهای صادرکننده نفت از فروش نفت خام است. بنابراین، افزایش این نوع از درآمدها که به خزانه دولت واریز می شود. به صورت مستقیم (همانند درآمدهای مالیاتی) تاثیری در سرمایه گذاری بخش خصوصی ندارد. در مورد اثر کسری بودجه بر سرمایه گذاری بخش خصوصی به نظر می رسد تاثیر آن به اثر نسبی درآمدها و مخارج دولت بر سرمایه گذاری بخش خصوصی وابسته باشد.
- در سال های اخیر، بحث های زیادی در رابطه با سیاست گذاری های مرتبط با سرمایه گذاری بخش خصوصی و دولتی صورت گرفته است. یافته ها نشان می دهد که سرمایه گذاری بخش خصوصی و سرمایه گذاری بخش دولتی اثرات متفاوتی بر رشد اقتصادی خواهد داشت. برای مثال، سرمایه گذاری دولتی و تشکیل سرمایه انسانی ممکن است

بهره وری سرمایه خصوصی را افزایش داده و برای رشد اقتصادی مفید باشد. در حالی که این امر از طریق اثرات برون رانی^۱ می تواند اثرگذاری متفاوتی بر رشد داشته باشد.

- اگرچه در ادبیات مربوط به سرمایه گذاری پذیرفته شده است که توسعه سرمایه گذاری خصوصی به عنوان یک عامل سرعت دهنده رشد بلند مدت در کشورهای توسعه یافته است؛ اما توجه کمی به عکس العمل سرمایه گذاری خصوصی به انواع سیاست های مالی وجود داشته است. فهمیدن راه های اثر گذاری سیاست های بخش مالی بر سرمایه گذاری بخش خصوصی در کشورهای توسعه یافته بسیار مهم است که نشان می دهد در طی ده های اخیر بخش مالی این کشورها دستخوش تحولات و اصلاحات زیادی شده است که به طور گسترده باعث افزایش درجه جهانی سازی مالی شده است (آنچ، ۲۰۰۸).

- مک کینون^۲ و شاو^۳ (۱۹۷۳)، نشان داده اند که چگونه مداخله دولت در سیستم مالی (شامل برنامه های مرتبط با اعتبارات، کنترل نرخ بهره و حجم نقدینگی) بر سرمایه گذاری بخش خصوصی در کشورهای هند و مالزی اثر گذار می باشد. درک این که کدامیک از سیاست های بخش مالی بر سرمایه گذاری بخش خصوصی اثر گذار بوده، به سود و زیان مربوط به مراحل هر نوع از اصلاحات مالی بستگی دارد.

- چندین ویژگی جالب از تجزیه و تحلیل و مقایسه اقتصاد کشور هند و مالزی بدست می آید. اول، هر دوی این کشورها از جمله کشورهایی با اقتصاد پیشرفته و توسعه یافته و دارای نهادهای قانونی مدون هستند. دوم، کشور مالزی یکی از چندین کشوری است که از بحران مالی شرق آسیا طی دوره ۹۸-۱۹۹۷ ضربه خورده است در حالی که اقتصاد کشور هند، هیچ گونه آسیبی از این بحران مالی ندیده است. در کشور مالزی یک کاهش چشمگیر در رشد تولید ناخالص داخلی این کشور در نتیجه بحران سال ۱۹۹۷ رخ داد که این کاهش به طور عمده ناشی از کاهش سرمایه گذاری خصوصی بوده است. متعاقب آن، این روند مایوس کننده سرمایه گذاری خصوصی تبدیل به یک نگرانی عمده در بین کشورهای آسیب دیده از بحران شد (گیماز و آنتربروستر^۴، ۲۰۰۶؛ کینکو^۵، ۲۰۰۷).

- در مورد اصلاحات مالی، کشور مالزی برنامه های فشرده تمرکزگرایی مالی را از سال ۱۹۷۸ آغاز کرد، در حالی که اصلاحات مالی مربوط به کشور هند بعد از سال ۱۹۹۱ شروع شد. تعجب آور است که با این که این دو کشور در دوره های زمانی متفاوتی اقدام به انجام اصلاحات مالی نمودند؛ ولی نتایج نسبتاً مشابهی و همزمانی را بدست آوردند. هر دو کشور اصلاحات مالی مشابهی برای نرخ بهره و ذخایر و نیازمندی های نقدینگی دنبال می کردند. با این حال، دو کشور مالزی و هند، به بهبود و توسعه های مشابهی در بخش مالی خود دست یافتند. در کشور هند، نسبت سرمایه گذاری خصوصی به تولید ناخالص داخلی از ۹ درصد در سال ۱۹۶۰ به ۴۵ درصد در سال ۲۰۰۵ رسید. در همین مدت زمان مشابه، شاخص توسعه مالی در این کشور از ۷ درصد به ۱۱۷ درصد رسید (آنچ، ۲۰۰۸).

¹ Crowded out Effect

² Ang

³ McKinnon and Shaw

⁴ Guimaraes and Unterberdoerster

⁵ Kinkyo

- مطالعات مرتبط با سرمایه گذاری بخش خصوصی در کشورهای توسعه یافته به دو گروه تقسیم می شوند. دسته اول شامل مطالعاتی است که به بررسی عوامل مؤثر بر سرمایه گذاری بخش خصوصی در این کشورها می پردازند که شامل گرین و ویلانوا^۱، ۱۹۹۱؛ آتوکورولا و سن^۲، ۲۰۰۲؛ سرون^۳، ۲۰۰۳؛ گیمارس و آتور بوردستر^۴، ۲۰۰۶؛ کینکیو^۵، ۲۰۰۷ می توان اشاره کرد. گروه دیگر به بررسی اثرات اصلاحات مالی بر متغیرهای کلان اقتصادی شامل پس انداز خصوصی، بهره وری سرمایه و سرمایه گذاری بخش خصوصی پرداخته اند که شامل دمتریاداس و لیونتیل^۶، ۱۹۹۶ و ۱۹۹۷؛ دمتریاداس، دیوریکس و لیونتیل^۷، ۱۹۹۸؛ باندیرا و همکاران^۸، ۲۰۰۰؛ هونوهان و اسچریانتهیل^۹، ۲۰۰۰؛ آنج و مک کیبین^{۱۰}، ۲۰۰۷؛ آنج^{۱۱}، ۲۰۰۸ اشاره کرد.
- تحرک سرمایه گذاری خصوصی یک عامل مهم برای توسعه به حساب می آید. بنابراین یک چالش مهم برای کشورهای در حال توسعه، شناسایی بهترین راه برای افزایش سطح سرمایه گذاری خصوصی می باشد (وایت^{۱۲}، ۲۰۰۵).
- دسترسی به اعتبارات یک عامل تعیین کننده برای ورود شرکت ها به فضای کسب و کار و در نهایت رشد اقتصادی می باشد (راجان و زینگالس^{۱۳}، ۱۹۹۸). با این حال، بانک ها اغلب نسبت به تجهیز مالی شرکت های کوچک، به دلیل ریسک بالای آن، عدم وجد اطلاعات کافی و هزینه های نمایندگی بی میل هستند (بک و همکاران^{۱۴}، ۲۰۰۵). سرمایه گذاران بخش خصوصی به منظور غلبه بر این مشکلات با استفاده از قراردادهای خصوصی و نظارت های کافی در صحنه حاضر شده اند (هلمن^{۱۵}، ۱۹۹۸؛ گومپرز و لرنر^{۱۶}، ۱۹۹۹ و ۲۰۰۱؛ کاپلان و استورمبرگ^{۱۷}، ۲۰۰۱).

۲-۴. پیشینه تحقیق

¹ Greene and Villanueva

² Athukorala and Sen

³ Serven

⁴ Guimaraes and Unteroberdoerster

⁵ Kinkyō.

⁶ Demetriades and Luintel

⁷ Demetriades

⁸ Devereux and Luintel

⁹ Bandiera, Caprio, Honohan and Schiantarelli

¹⁰ Ang and McKibbin

¹¹ Ang.

¹² White

¹³ Rajan and Zingales

¹⁴ Beck et al

¹⁵ Hellmann

¹⁶ Gompers and Lerner

¹⁷ Kaplan and Stromberg

محمودزاده و همکاران (۱۳۹۰) طی مقاله‌ای با عنوان اثر مخارج مالی بر سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران، بیان داشتند. مخارج مالی دولت، تأثیر مهمی در سرمایه‌گذاری بخش خصوصی دارند و در نتیجه، ابزار قدرتمندی برای سیاستهای رشد و ثبات اقتصادی محسوب می‌شوند. هدف پژوهش حاضر، بررسی اثر مخارج مالی (مخارج جاری و سرمایه‌ای دولت، کسری بودجه) بر سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران، بر اساس فرضیه اثر برون‌رانی با استفاده از روشهای خود رگرسیون برداری و مدل تصحیح خطا، در دوره زمانی ۸۷-۱۳۵۰ است. نتایج نشان داد که افزایش مخارج جاری دولت، اثر برون‌رانی و افزایش مخارج سرمایه‌ای و سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌های اقتصادی، اثر درون رانی بر سرمایه‌گذاری خصوصی دارد. همچنین بر اساس نتایج پژوهش، اثر کسری بودجه بر سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران، منفی است. نتیجه کلی پژوهش حاضر، این است که اعمال انضباط مالی برای مخارج جاری و توسعه سرمایه‌گذاری عمومی، می‌تواند سرمایه‌گذاری خصوصی را تقویت کند.

آگنلو، فیورسر و سوسا^۱ (۲۰۱۳) در مقاله‌ای تحت عنوان "چگونه می‌توان به بهترین وجه سیاست‌های مالی احتیاطی را اندازه‌گیری نمود؟ بررسی تأثیر آن بر هزینه‌های بخش خصوصی"، به بهره‌گیری از رهیافت اقتصادسنجی VAR و داده‌های سال‌های ۲۰۰۹-۱۹۸۰، به توسعه یک رویکرد تجربی جدید به منظور بررسی اثر سیاست‌های مالی احتیاطی بر هزینه‌های بخش خصوصی برای کشورهای EMU^۲ پرداخته‌اند. نتایج نشان می‌دهد که افزایش در سیاست‌های مالی احتیاطی، در کوتاه‌مدت منجر به افزایش رشد می‌گردد، اما در میان‌مدت زیان‌آور است. علاوه بر این، یافته‌های تجربی نشان می‌دهد که اثر سیاست‌های مالی احتیاطی بر هزینه‌های بخش خصوصی در سراسر مناطق و گروه‌های درآمدی متفاوت است و بستگی به ویژگی‌های اقتصادی کشور مانند سطح توسعه، درجه بازبودن تجاری کشور، اندازه دولت و اندازه کشور دارد.

فوجی، هیراگا و کوزاکا^۳ (۲۰۱۳) در مقاله‌ای تحت عنوان "اثر سرمایه‌گذاری بخش عمومی (دولتی) بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی: به بهره‌گیری از رهیافت اقتصادسنجی رهیافت VAR"، با استفاده از داده‌های ۲۰۱۰-۱۹۷۰ برای کشور ایالات متحده آمریکا بیان می‌کنند که سرمایه‌گذاری بخش عمومی، هم در مدل نئوکلاسیکی و هم در مدل کینزی، سرمایه‌گذاری بخش خصوصی را کاهش می‌دهد. نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری عمومی می‌تواند اثرات مختلف، اعم از کمی و کیفی، در بخش‌های مختلف داشته باشد. این بدین معنی است که سرمایه‌گذاری عمومی می‌تواند در بخش‌هایی مزایای مختلف به ارمغان بیاورد، در حالی که می‌تواند در برخی بخش‌ها اثراتی بدتر از تخصیص نامناسب منابع در پی داشته باشد.

کاپلر و همکاران^۴ (۲۰۱۳) در مقاله‌ای تحت عنوان "آیا عدم تمرکز مالی از سرمایه‌گذاری منطقه‌ای از زیرساخت‌های تولیدی حمایت می‌کند؟"، به تجزیه و تحلیل اثرات تمرکز زدایی درآمد در ارائه زیر ساخت‌ها در سطح پایین‌تر از سطح ملی می‌پردازند. در این پژوهش اثرات تمرکز زدایی درآمد و تأمین مالی در زیر سطح‌های سرمایه‌گذاری ملی در ۲۰ کشور اروپایی در طی دوره ۲۰۰۹-۱۹۹۰ به بهره‌گیری از رهیافت داده‌های تابلویی، بررسی می‌شود. نتایج از حاصل از پژوهش نشان می‌دهد

¹ Luca Agnello, Davide Furceri, Ricardo M. Sousa (2013)

² Economic and Monetary Union

³ Takao Fujii, Kazuki Hiraga, Masafumi Kozuka (2013)

⁴ Andreas Kappeler, Albert Solé-Ollé, Andreas Stephan, Timo Völkl (2013)

که سرمایه‌گذاری در زیر ساخت‌های فرعی ملی، عدم تمرکز درآمد و سرمایه‌گذاری در توزیع مجدد درآمد را افزایش می‌دهد. با این حال، از اثرات تمرکز زدایی درآمد کمتر به منظور تأمین مالی سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌های بالاتر استفاده می‌گردد.

گوندور و نیستور^۱ (۲۰۱۲) در مقاله‌ای تحت عنوان "سیاست‌های مالی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی: شواهد از برخی از اقتصادهای در حال ظهور اتحادیه اروپا"، بیان می‌کنند که حرکت سرمایه در داخل و خارج از مرزهای یک کشور، توجه زیادی از سیاست‌گذاران و محققان در کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته را به خود جلب کرده است. لذا، هدف از این پژوهش این است که با توجه به ادبیات موجود نشان دهد که، سیاست‌های مالی عامل اصلی مؤثر بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌باشد. با استفاده از مجموعه داده‌های متشکل از مشاهدات سالانه طی دوره ۲۰۱۰-۲۰۰۰ برای شش کشور عضو اتحادیه اروپا، "اقتصادهای در حال ظهور اروپا"، یعنی بلغارستان، مجارستان، لتونی، لیتوانی، لهستان و رومانی، و بهره‌گیری از رهیافت اقتصادسنجی داده‌های تابلویی، تجزیه و تحلیل‌ها صورت گرفت. نتایج نشان می‌دهد که رقابت مالی دولت برای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، لزوماً رقابت در نرخ مالیات بر شرکت‌های بزرگ نیست، اما یک محیط تجاری و کسب و کار است که عمدتاً توسط سیاست‌های مالی تعیین می‌شود. این پژوهش به طور کلی نشان می‌دهد که بین جریان مستقیم سرمایه‌گذاری خارجی و سیاست‌های مالی یک رابطه تجربی وجود دارد و دلایلی نیز برای آن ارائه می‌کند.

دایی و سیدروپولوس^۲ (۲۰۱۱) در مقاله‌ای تحت عنوان "اثرات متقابل سیاست‌های پولی و مالی با شفافیت در بانک مرکزی و سرمایه‌گذاری عمومی"، به بررسی و چگونگی تعاملات بین شفافیت در بانک مرکزی و سیاست‌های مالی بر عملکرد اقتصاد کلان و نوسانات آن، در چارچوبی که در آن افزایش بهره‌وری سرمایه‌گذاری عمومی می‌تواند پتانسیل رشد در آینده را بهبود بخشد، طی سال‌های ۲۰۰۸-۱۹۸۰ برای کشور ایالات متحده آمریکا می‌پردازند. در این پژوهش به تجزیه و تحلیل اثرات سیاست‌های بانک مرکزی (در شرایط نبود شفافیت)، با توجه به اثرات حاشیه‌ای سرمایه‌گذاری دولتی با در نظر گرفتن مدل ریاضی تعادل اشتاکلبرگ، که در آن دولت به عنوان رهبر و بانک مرکزی به عنوان پیرو عمل می‌کند، پرداخته شده است. نتایج نشان می‌دهد که انتخاب بهینه نرخ مالیات و سرمایه‌گذاری عمومی، زمانی که سرمایه‌گذاری به شدت بهره‌وری را افزایش می‌دهد، تأثیرات انحراف مالیاتی را از بین می‌برد و به طور کامل، اثرات مستقیم و اثرات مالی مربوط به تورم و تغییرات آن و شکاف تولید را از بین می‌برد و متعادل می‌کند. در مواردی هم که سرمایه‌گذاری بخش عمومی به اندازه کافی بهره‌وری را افزایش نمی‌دهد، عدم شفافیت می‌تواند برخی از اثرات سرمایه‌گذاری عمومی را نادیده بگیرد.

فلوچ و همکاران^۳ (۲۰۱۱) در مقاله‌ای تحت عنوان "تأثیرات مقررات مالی در سرمایه‌گذاری در ماهیگیری دریایی: مطالعه موردی کشور فرانسه"، بیان می‌کند که محرک‌های سرمایه‌گذاری در صنعت ماهیگیری برای درک توسعه ظرفیت بلند مدت آن در کشور فرانسه ضروری است. این پژوهش به بررسی محرک‌های سرمایه‌گذاری در ناوگان تجاری ماهیگیری کشور فرانسه در امتداد سواحل اقیانوس اطلس، و نقش سیاست‌های عمومی در سرمایه‌گذاری در این بخش پرداخته است. بدین منظور، ابتدا، تغییرات در ارزش سرمایه این ناوگان، که در طول دهه نود به شدت منهدم شد بررسی می‌شود. سپس، برای ارزیابی عوامل مهم

¹ Mihaela Göndör, Paula Nistor (2012)

² Meixing Dai, Moïse Sidiropoulos (2011)

³ Pascal Le Floch, Fabienne Daurès, Myriam Nourry, Olivier Thébaud, Muriel Travers, Sylvie Van Iseghem (2011)

در تصمیمات سرمایه گذاری (محرک های سرمایه گذاری)، از داده های پانل طی دوره ۲۰۰۴-۱۹۹۴ استفاده می شود. نتایج این پژوهش نشان می دهد که سیاست های مالی نقش ویژه ای در استراتژی های سرمایه گذاری دارد.

۳- الگوی تحقیق

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از نظر شیوه پژوهش، به صورت توصیفی تحلیلی می باشد. برای جمع آوری مطالب مربوط به ادبیات موضوع از روش کتابخانه ای نظیر کتب، مجلات، مقالات، پایان نامه ها استفاده شده است و برای برآورد الگوی از روش ARDL پسران (۲۰۰۱) استفاده می شود. لازم به ذکر است که در این روش متغیرهای وابسته و مستقل با تفاضل وارد الگو می شوند و از جنبه های نوآوری در این تحقیق به شمار می رود. سرمایه گذاری در بخش خصوصی تحت تاثیر عوامل مختلفی است که با توجه به در حال توسعه بودن کشور مورد بررسی مهمترین عامل تاثیرگذار میزان دخالت دولت می باشد که به صورت متغیر سیاست های مالی وارد الگو شده است و دیگری نرخ بهره بانکی یا همان میزان تسهیلات اعطایی به سرمایه گذاران می باشد که تاثیر به سزایی در میزان تشویق سرمایه گذاران در بخش های خصوصی دارد و از دیگر جنبه های نوآوری این تحقیق محاسبه هزینه سرمایه واقعی و بررسی میزان تاثیرگذاری این متغیر بر سرمایه گذاری بخش خصوصی می باشد. که با توجه به موارد ذکر شده الگوی زیر برای این تحقیق مناسب ارزیابی گردید که به قرار زیر می باشد.

شکل ضمنی الگوی استفاده شده در این تحقیق به پیروی از مقاله آنج^۱ (۲۰۰۸) بصورت زیر می باشد:

(۱)

$$It = F(GDP, IRR, PUB, COC, RLR)$$

متغیرهای تحقیق:

متغیر وابسته: سرمایه گذاری بخش خصوصی (I_t) که از اطلاعات آماری سایت بانک جهانی قابل استخراج است.

و متغیرهای مستقل: تولید ناخالص داخلی (GDP)، نرخ بهره (IRR)، سیاست های مالی (مخارج دولت و مالیات) (PUB)، هزینه سرمایه واقعی (COC) و نقدینگی (RLR)

نحوه محاسبه نرخ بهره: لازم به توضیح است که نرخ بهره مورد استفاده در این پژوهش از میانگین وزنی نرخ تسهیلات کوتاه مدت و بلندمدت بدست آمده است. که به قرار زیر می باشد:

$$i = \frac{EI + FI}{D} \quad (2)$$

FI : ضرب نرخ سپرده سرمایه گذاری کوتاه مدت در سپرده سرمایه گذاری کوتاه مدت

EI : ضرب نرخ سپرده سرمایه گذاری بلندمدت در سپرده سرمایه گذاری بلندمدت

¹ -ANG

D : مجموع سپرده های سرمایه گذاری کوتاه مدت و بلندمدت

I : نرخ بهره

متغیر هزینه سرمایه واقعی از روش زیر استخراج می شود:

$$COC_t = P_t^K (i_t - \pi_t^e + \delta_t) / P_t$$

PKt شاخص تعدیل ترکیب سرمایه خالص که این آمار و اطلاعات در سایت بانک جهانی موجود می باشد. I نرخ بهره،

π نرخ تورم، δ_t نرخ استهلاک (۴٪)، P_t شاخص تعدیل تولید ناخالص داخلی که از اطلاعات سایت بانک جهانی قابل استخراج است. برای بدست آوردن این متغیر در نرم افزار اکسل با توجه به رابطه فوق محاسبه می گردد. مبنای آماری استفاده از مدل های خودتوضیح با وقفه گسترده، وجود هم جمعی ۱ بین متغیرهای اقتصادی است. مدل های خودتوضیح با وقفه گسترده امکان تعیین روابط بلندمدت بین متغیرهای درونزا را مهیا می سازند. علاوه بر آن، این مدل ها رفتار کوتاه مدت متغیرها را به مقادیر تعادلی بلندمدت آنها ربط می دهند و نشان می دهند چگونه عدم تعادل مربوط به روابط تعادلی بلندمدت متغیرها بر تغییرات پویای کوتاه مدت آنها تأثیر می گذارد. این ویژگی های منحصر به فرد مدل های خودتوضیح با وقفه گسترده است که آنها را از سایر مدل های ساختاری و غیر ساختاری اقتصادسنجی متمایز می سازد و باعث شده است این مدل ها در دهه ۱۹۹۰ به سرعت رشد تکاملی خود را تجربه کنند.

در دو دهه گذشته، چندین روش برای بررسی هم انباشتگی بلندمدت میان متغیرهای سری زمانی مطرح شده و به طور گسترده ای در تحقیقات تجربی مورد استفاده قرار می گرفت. برای مثال روش تک متغیره هم انباشتگی شامل آزمون انگل و گرنجر (۱۹۸۷) و روش OLS اصلاح شده فیلیپس و هنسن (۱۹۹۰) برخی از این موارد می باشد. همچنین هم انباشتگی چند متغیره توسط جوهانسن و جوسیلیوس (۱۹۹۰) و جانسون (۱۹۹۶)، مورد بررسی قرار گرفته بود. در تحقیق حاضر از رهیافت اتورگرسیو توزیعی با وقفه (ARDL) پسران و همکاران، به منظور بررسی رابطه بلند مدت بین متغیرها بهره گیری خواهد شد. رهیافت ARDL ارائه شده توسط پسران و همکاران (۲۰۰۱)، در مقایسه با رهیافت های هم انباشتگی دیگر مانند انگل گرنجر (۱۹۸۷)، جوهانسون و جوسیلیوس (۱۹۹۰) دارای چندین مزیت است: ۱) پارامترهای کوتاه مدت و بلندمدت به طور همزمان برآورد می شوند ۲) برخی از تکنیک های هم انباشتگی به حجم نمونه حساس هستند اما برای نمونه های کوچک می توان از رهیافت ARDL بهره گیری کرد ۳) عدم توانایی آزمون فرضیه برای ضرایب برآورد شده در دراز مدت که در زمان استفاده از روش انگل گرنجر وجود دارد رفع می شود ۴) رهیافت ARDL بدون در نظر گرفتن اینکه آیا متغیرها $I(0)$ یا $I(1)$ هستند می تواند برآورد را انجام دهد. داده های تحقیق به صورت سالانه و سری زمانی و برای دوره زمانی ۱۳۶۰ تا ۱۳۹۰ می باشد و منبع تهیه اطلاعات آماری سایت بانک مرکزی و سایت بانک جهانی می باشد و با استفاده از نرم افزار Eviews برآورد می گردد.

¹ - Cointegration

² Johansen and Juselius (1990)

³ Johansen's (1996)

۴- برآورد الگو

۴-۱- بررسی مانایی متغیرهای تحقیق

ضروری است که ابتدا متغیرهای مدل، به لحاظ مانایی و نامانایی آزمون شود. آزمون ریشه واحد از رایج ترین آزمون هایی است که امروزه برای تشخیص مانایی یک فرآیند سری زمانی مورد استفاده قرار می گیرد. آزمون دیکی فولر تعمیم یافته با استفاده از نرم افزار Eviews در این مطالعه اجرا شده است. این آزمون، فرضیه ریشه واحد (نامانایی) را در مقابل مانایی متغیر مورد نظر آزمون می کند، در صورتی که قدرمطلق آماره آزمون (τ محاسباتی) بزرگتر از قدرمطلق مقادیر بحرانی τ باشد، فرضیه H_0 رد می شود و سری زمانی ایستا خواهد بود، نتایج مطابق جدول (۱) می باشد.

جدول (۱) نتایج ایستایی متغیرها

نتیجه	احتمال	ADF(t-Statistic)	متغیر
$I(0)$ - مانا	0.0097	-3.684271	CO
$I(0)$ - مانا	0.0231	-3.938635	GDP
$I(0)$ - مانا	0.0000	-7.125468	GO
$I(0)$ - مانا	0.0000	-9.770258	I
$I(1)$ - مانا	0.0041	-4.060126	M
$I(0)$ - مانا	0.0000	-8.399314	R

منبع: یافته های تحقیق

با توجه به روش ARDL پسران ۲۰۰۱ کلیه متغیرها به صورت تفاضل وارد الگو می شوند که بر این اساس مانایی متغیرهای تفاضل گرفته بررسی شده که با توجه به نتایج حاصل از جدول ۴-۱ کلیه متغیرها به غیر حجم نقدینگی در سطح مانا شده است.

در ادامه نتایج تحقیق مرور می شود.

۴-۲- اثرات کوتاه مدت الگو

با توجه به اینکه متغیرهای سری زمانی مورد نظر در مدل مورد تخمین، در سطوح مختلف مانا شده اند، روش تخمین مورد نظر از نوع مدل های خودتوضیح با وقفه گسترده ARDL^۱ می باشد که جزء مدل های خود توضیح دهنده می باشد.

جدول (۲) نتایج اثرات کوتاه مدت الگو

متغیرها	ضرایب	آماره t	احتمال
I(-1)	۱/۰۸	۲۱/۴۱	۰/۰۰۰۱
GDP	۰/۴۲	۲/۷۳	۰/۰۰۸
M	۰/۰۱	۲/۹۷	۰/۰۰۷
R	-۰/۶۸	-۲/۷۲	۰/۰۲
GO	۰/۸۱	۲/۵۳	۰/۰۱
TAX	-۵/۸۹	-۲/۷۵	۰/۰۳
CON	-۳/۸۷	-۱/۸۶	۰/۰۷
CONT	-۰/۱۲	-۲/۹۲	۰/۰۰۸
GDPT	۰/۳۴	۱/۶۹	۰/۰۹
IT	۰/۳۷	۲/۷۳	۰/۰۰۲
R ² : ۰/۸۶			
DW-statistic: ۲/۳۸			

منبع: یافته های تحقیق

نتایج تحقیق بیانگر آن است که تولید ناخالص داخلی (GDP)، نرخ بهره (IRR)، سیاست های مالی (مخارج دولت و مالیات) (PUB)، هزینه سرمایه واقعی (COC) و نقدینگی (RLR) اثر معناداری بر سرمایه گذاری بخش خصوصی (I t) در کشور ایران داشته است.

آماره دوربین واتسون نشان از عدم وجود خودهمبستگی و ضریب تعیین نشان از قدرت توضیح دهنده مدل به میزان ۸۶ درصد است.

۴-۳- اثرات بلندمدت الگو

جدول (۳) نتایج اثرات بلند مدت الگو

متغیرها	ضرایب	آماره t	احتمال
GDP	۰/۰۱	۱/۸۹	۰/۰۵
M	۰/۳۹	۲/۰۱	۰/۰۱
R	-۲۹/۲۸	-۲/۶۲	۰/۰۰۷

¹ - Autoregressive distributed lag Model

۰/۰۰۸	۱/۸۷	۰/۱۴	GO
۰/۰۰۰۱	-۳/۵۲	-۰/۳۹	TAX
۰/۷۳	-۰/۳۱	-۲۶/۱۸	CON
۰,۰۰	-۴,۲۰	-۱۰,۹۱	CONT
۰,۰۰	۵,۵۴	۰,۶۶	GDPT
۰/۰۰	۳/۸۲	۰/۷۹	IT

منبع: یافته های تحقیق

نتایج در بلندمدت همانند کوتاه مدت می باشد و از نظر علامت و معنی داری یکسان است.

۴-۴- برآورد الگوی ECM

وجود هم انباشتگی بین مجموعه ای از متغیرهای اقتصادی، مبنای آماری استفاده از الگوهای تصحیح خطا را فراهم می کند. عمده ترین دلیل شهرت الگوی تصحیح خطا آن است که نوسان های کوتاه مدت متغیرها را به مقادیر تعادلی بلند مدت آنها ارتباط می دهند. این مدل ها در واقع نوعی از مدل های تعدیل جزئی هستند که در آن ها با وارد نمودن پسماند مانا از یک رابطه بلند مدت، نیروهای موثر در کوتاه مدت و سرعت نزدیک شدن به مقدار تعادلی بلند مدت اندازه گیری می شوند (تشکینی، ۱۳۸۴)

در الگوی تصحیح خطای برداری از ترکیب اطلاعات بلند مدت با ساز و کار تعدیل کوتاه مدت استفاده می شود. به عبارت دیگر نوسان های کوتاه مدت یک متغیر به مقدار بلند مدت آن مرتبط می گردد. در این الگو جملات پسماند حاصل از معادله همگرایی به عنوان یک متغیر مورد استفاده قرار می گیرد و ضریب آن به عنوان ضریب تعدیل کوتاه مدت تلقی می شود. برآورد تابع کوتاه مدت از طریق الگوی تصحیح خطا به این ترتیب است که جملات خطای مربوط به رگرسیون هم انباشتگی بلندمدت را با یک وقفه زمانی به عنوان یک متغیر توضیح دهنده در کنار تفاضل مرتبه اول سایر متغیرهای الگو قرار می دهیم و به کمک روش حداقل مربعات معمولی ضرایب الگو را برآورد می شود. مقدار این ضریب بین منهای یک و صفر قرار می گیرد و روابط بین نوسان های کوتاه مدت و مقدار بلند مدت یک متغیر است (شیرین بخش و خونساری، ۱۳۸۴). این ضریب نشان می دهد که در هر دوره چند درصد از عدم تعادل متغیر وابسته، تعدیل شده و به سمت رابطه بلند مدت نزدیک می شود. نتایج حاصل از برآورد مدل تحقیق در جدول ۴-۴ ارائه شده است:

جدول (۴) نتایج الگوی ECM

متغیرها	ضرایب	آماره t	احتمال
dGDP	۰/۴۲	۲/۱۲	۰/۰۷
dM	۰/۸۱	۲/۶۸	۰/۰۱
dR	-۵/۹۴	-۲/۸۴	۰/۰۰۹
dGO	۰/۱۷	۱/۹۲	۰/۰۴
dTAX	-۰/۲۴	-۲/۸۱	۰/۰۰۳

۰/۹۱	-۰/۳۴	-۲/۳	dCON
۰/۰۶	-۱/۹۶	-۰/۰۷	dCONT
۰,۰۰۳	۳,۴۱	۲,۶۲	dGDPT
۰,۰۰۱	۳,۹۹	۱,۵۹	dIT
۰,۰۰	-۱۰,۳۲	-۰,۴۰	ecm(-1)
R ² : ۰/۸۹			
DW-statistic:		۲/۳۸	

منبع: یافته های تحقیق

این الگوها در کارهای تجربی از شهرت فزاینده ای برخوردار شده اند. عمده ترین دلیل شهرت الگوهای ECM آن است که نوسانات کوتاه مدت متغیرها را به مقادیر تعادلی بلندمدت آنها ارتباط می دهند. ضریب مدل تصحیح خطا برابر ۰/۴۰- بوده که از لحاظ آماری نیز معنی دار است. زیرا مقدار احتمال کمتر از ۰,۰۰ است. با توجه به ضریب تصحیح خطا در مدل ECM می توان بیان کرد، سرعت تعدیل به سمت مقدار تعادلی و بلند مدت پایین است. به طوری که هر سال حدود ۰/۴۰ خطای عدم تعادل تعدیل گردیده و مقدار کوتاه مدت به سمت مقدار تعادلی و بلند مدت خود میل می کند.

۵- نتیجه گیری و خلاصه فصل

نتایج حاکی از آن است که افزایش تولید ناخالص داخلی و به نوعی درآمد باعث افزایش سرمایه گذاری بخش خصوصی می شود که این نتایج منطبق با نظریات سرمایه گذاری کینز، فریدمن و دیگر متفکران اقتصاد کلان می باشد. در واقع بخشی از افزایش تولید و درآمد، پس انداز می شود که این افزایش پس انداز صرف سرمایه گذاری بخش خصوصی در کشور می شود. نتایج همچنین حاکی از آن است که نرخ بهره (IRR) و هزینه سرمایه واقعی (COC) باعث کاهش سرمایه گذاری بخش خصوصی می شود که این نتایج منطبق با نظریات سرمایه گذاری کینز، فریدمن، بامول توبین و دیگر متفکران اقتصاد کلان می باشد. در واقع افزایش نرخ بهره انگیزه نگهداری پول در بانک را افزایش می دهد و به قول کینز "نرخ بهره بر سرمایه گذاری حد می زند". در حقیقت سرمایه گذاری بخش خصوصی تا جایی منطقی و اقتصادی به نظر می رسد که نرخ بازدهی آن بالاتر از نرخ بهره و هزینه واقعی سرمایه باشد و هر چه این دو نرخ افزایش یابد، سرمایه گذاری بخش خصوصی کاهش می یابد. همچنین نتایج حاکی از آن است که سیاست های مالی دولت (هم مخارج عمومی دولت و هم بخش درآمدهای مالیاتی) باعث کاهش سرمایه گذاری بخش خصوصی در کشور می شود. به بیان دیگر هرچه قدر سرمایه گذاری دولت زیاده تر شود، کفه ترازوی بخش خصوصی پایین تر می آید و این همان اثرات خارجی یا Crowding Out Effect می باشد. از طرف دیگر با افزایش درآمدهای مالیاتی دولت و در نتیجه هزینه های سرمایه گذاری، نرخ بازدهی سرمایه گذاری خصوصی کاهش یافته و در نهایت سرمایه گذاری بخش خصوصی را کاهش دهد. نتایج این مطالعه بیشتر هماهنگ با نظریات کلاسیکها و نئوکلاسیک ها در زمینه دخالت دولت در اقتصاد می باشد.

در نهایت آنکه نقدینگی (RLR) اثر مثبت معناداری بر سرمایه گذاری بخش خصوصی (I t) در کشور ایران داشته است. این بدان معناست که تولید و سرمایه گذاری به نقدینگی نیاز داشته و این عامل می تواند یک عامل تولید موثر در جریان سرمایه گذاری بخش خصوصی در کشور باشد.

نتایج به دست آمده نشان می دهد در تمام الگوهای تصریح شده فوق، تمامی ضرایب دارای علائم مورد انتظار (مطابق با مطالعات نظری) هستند.

لذا با توجه به نتایج حاصله، پیشنهادات زیر ارائه می گردد:

- با توجه به نتایج تحقیق مبتنی بر اثر مثبت معنادار تولید ناخالص داخلی (GDP) بر سرمایه گذاری بخش خصوصی (I t) در کشور ایران، یکی از مهمترین توصیه های سیاستی در جهت رشد سرمایه گذاری در کشور، اتخاذ سیاست های رشد محور می باشد. سیاست های انبساطی مالی و پولی می تواند مصداق های مهم سیاست رشد محور باشد.
- با توجه به نتایج تحقیق مبتنی بر اینکه نقدینگی (RLR) اثر مثبت معناداری بر سرمایه گذاری بخش خصوصی (I t) در کشور ایران داشته است، یکی دیگر از عوامل موثر بر سرمایه گذاری بخش خصوصی توسعه مالی و بخصوص توسعه پولی در شکر می باشد. در حقیقت یکی از مهمترین موانع توسعه سرمایه گذاری بخش خصوصی کمبود نقدینگی در قسمت سرمایه در گردش و ماشین آلات می باشد که با مدیریت نقدینگی در جامعه برطرف خواهد شد.
- با توجه به نتایج تحقیق مبتنی بر اینکه نرخ بهره (IRR) اثر منفی و معناداری بر سرمایه گذاری بخش خصوصی (I t) در کشور ایران داشته است، یکی از سیاست های حمایت از بخش خصوصی راهکارهای منطقی جهت مدیریت و کاهش نرخ بهره در بلندمدت می باشد. مطمئنا حمایت های دستوری در این بخش مفید نبوده و سیاست های پولی و مالی و کلان باید در بسته های به هم پیوسته و مشخص، هدف کاهش نرخ بهره را دنبال کنند.
- با توجه به نتایج تحقیق مبتنی بر اینکه سیاست های مالی (مخارج دولت و مالیات) (PUB) اثر منفی و معناداری بر سرمایه گذاری بخش خصوصی (I t) در کشور ایران داشته است، می توان پیشنهاد داد، دولت حداقل می تواند آرزوی بخش خصوصی باشد. به بیان دیگر به جز در مواردی همچون امنیت، آلودگی هوا و... که جز کالاهای عمومی محسوب می شوند، دولت باید حداقل فعالیت اقتصادی را داشته و به صورت استثنا در مواردی که بخش خصوصی توانایی آن را ندارد و یا آن بخش مصداق امنیت ملی می شود، فعالیت کند. در حقیقت با کاهش حجم متورم دولت، بخش خصوصی می تواند وضعیت بهینه خود را در فضای رقابتی باز یابد.
- با توجه به نتایج تحقیق مبتنی بر اینکه هزینه سرمایه واقعی (COC) اثر منفی و معناداری بر سرمایه گذاری بخش خصوصی (I t) در کشور ایران داشته است، در این مسیر کاهش هزینه سرمایه واقعی در جهت حمایت از سرمایه گذاری بخش خصوصی توصیه می شود. در واقع با کاهش ریسک های مالی و بازگشت ثبات به بازار مالی و جذب سرمایه گذاری های خارجی می توان هزینه واقعی سرمایه را کاهش داد.

منابع و مآخذ:

- اقبالی، علیرضا، حلافی، حمیدرضا و گسگری، ۱۳۸۳، بررسی رابطه میان مخارج دولت و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، سال چهارم، شماره ۱۲.
- بقایی فر، مهنوش، ۱۳۷۹، بررسی کارایی مخارج دولت در سرمایه‌گذاری در بخش صنعت و معدن طی دوره ۱۳۵۰-۱۳۷۷، پایان‌نامه کارشناسی ارشد گروه اقتصاد دانشگاه الزهرا.
- پژویان، جمشید، ۱۳۹۰، "اقتصاد بخش عمومی مالیات‌ها"، انتشارات جنگل، چاپ هفتم.
- عبدلی، قهرمان، ۱۳۸۰، تاثیرپذیری سرمایه‌گذاری بخش خصوصی از بودجه دولت در ایران، محله برنامه و بودجه، شماره ۶۵-۶۶.
- غنی‌نژاد، موسی، ۱۳۸۶، برنامه ریزی دولتی، دولتی کردن اقتصاد است، ماهنامه مالی و بین‌المللی اقتصاد ایران، شماره ۶۶.
- قنبری، علی - آقایی خوندایی، مجید - رضایی، محمد، ۱۳۸۶، بررسی آثار سیاست مالی بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در ایران، اقتصاد «برنامه و بودجه» پاییز و زمستان ۱۳۸۶ - شماره ۱۰۵ (علمی-ترویجی) (۲۶ صفحه - از ۵۹ تا ۸۴)
- محمود محمودزاده، سمیه صادقی، ثریا صادقی، ۱۳۹۰، اثر مخارج مالی بر سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران (آزمون فرضیه C.O.E)، نشریه: اقتصاد «برنامه و بودجه» تابستان ۱۳۹۰ - شماره ۲ (علمی-ترویجی)، (۱۶ صفحه - از ۱۳۱ تا ۱۴۶)
- نسرين دولت، طييه، ۱۳۷۵، بررسی اثر سرمایه‌گذاری دولتی بر روی سرمایه‌گذاری خصوصی در بخش کشاورزی ایران طی دوره ۱۳۷۱-۱۳۷۵، پایان‌نامه کارشناسی ارشد گروه اقتصاد، دانشگاه الزهرا.

- Andreas Kappeler, Albert Solé-Ollé, Andreas Stephan, Timo Väilä, 2013, Does fiscal decentralization foster regional investment in productive infrastructure?, European Journal of Political Economy, Volume 31, Pages 15-25.
- Barro, R. (1989). The Ricardian Approach to Budget Deficit. Journal of Economic Perspectives, 3, 37-54.
- Eisner, R. (1989). Budget Deficits: Rhetoric and Reality. Journal of Economic Perspective, 3: 73-93.
- Fujii Takao, Hiraga Kazuki, Kozuka Masafumi, 2013, Effects of public investment on sectoral private investment: A factor augmented VAR approach, Journal of the Japanese and International Economies, Volume 27, Pages 35-47.
- Gannelli, Giovanni. (2003). Useful Government Spending, Direct Crowding-out and Fiscal Policy. Journal of International Money and Finance, 22: 87-103.
- Hermes, N. & Lensink, R. (2001). Does financial liberalization influence saving, investment and economic growth? Evidence from 25 emerging market

economies, 1973–1996. University of Groningen, UNU-WIDER discussion paper no. 2005/69.

- JAMES B. ANG, 2009, Private Investment and Financial Sector Policies in India and Malaysia, World Development Vol. 37, No. 7, pp. 1261–1273.
- Jongwanich, J., & Kohpaiboon, A. (2008). Private investment: Trends and determinants in Thailand. World Development, 36(10), 1709–1724.
- Luca Agnello, Davide Furceri, Ricardo M. Sousa, 2013, How best to measure discretionary fiscal policy? Assessing its impact on private spending, Economic Modelling, In Press, Corrected Proof, Available online 7.
- Meixing Dai, Moïse Sidiropoulos, 2011, Monetary and fiscal policy interactions with central bank transparency and public investment, Research in Economics, Volume 65, Issue 3, Pages 195-208.
- Mihaela Göndör, Paula Nistor, 2012, Fiscal Policy and Foreign Direct Investment: Evidence from some Emerging EU Economies, Procedia - Social and Behavioral Sciences, Volume 58, Pages 1256-1266.
- Naoko, L. (2004). Growth Governance and Fiscal Policy in Low-Income Countries. European Journal of Political Economy, 20:517 -549.
- Van Iseghem, 2011, The influence of fiscal regulations on investment in marine fisheries: A French case study, Fisheries Research, Volume 109, Issues 2–3, Pages 257-264.