



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال سوم / شماره دهم / تابستان ۱۳۹۳

تأثیر سرمایه‌گذاری بخش عمومی بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی با حضور مالیات بر شرکت‌ها

تانیا خسروی

دانش آموخته مقطع دکتری اقتصاد دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران و عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی کرمانشاه
ta_khosravy@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۲/۲/۲۰ تاریخ پذیرش: ۹۲/۸/۳۰

چکیده

از آنجا که سرمایه‌گذاری از عوامل مؤثر بر رشد و توسعه اقتصادی می‌باشد، توجه به رشد و گسترش سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و عوامل مؤثر بر آن حایز اهمیت است. در مورد اینکه مخارج دولتی، چه به صورت مخارج سرمایه‌ای و چه به صورت مخارج مصرفی از نظر مالی، باعث جانشینی مخارج سرمایه‌گذاری خصوصی می‌شود، هیچ تردیدی وجود ندارد. سرمایه‌گذاری دولتی باعث جانشینی مخارج سرمایه‌ای دولت به جای مخارج سرمایه‌ای خصوصی می‌شود و مخارج سرمایه‌ای دولتی یک نوع برون رانی^۱ به همراه دارد، اما سرمایه‌گذاری دولتی در امور زیر بنایی مانند بزرگراه‌ها، فرودگاه‌ها، سیستم‌های آب رسانی و غیره، دارای یک رابطه مکمل با سرمایه‌گذاری خصوصی می‌باشد و عملاً درون رانی^۲ وجود دارد. لذا در این مطالعه اثر سرمایه‌گذاری بخش عمومی بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی بررسی گردیده است. روش جمع‌آوری اطلاعات و آمار به صورت کتابخانه‌ای بوده و براساس آمارهای سری زمانی ۸۹-۱۳۵۳ که از بانک مرکزی و اداره کل امور مالیاتی، اخذ گردیده، در قالب یک الگو سرمایه‌گذاری نئوکلاسیکی، تأثیر متغیرهای توضیحی سرمایه‌گذاری بخش دولتی، مالیات بر شرکت‌ها، تورم، نرخ بهره، تسهیلات و دو متغیر مجازی سیاست‌های اصلاحی دولت و صندوق ذخیره ارزی بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی، با استفاده از روش اقتصادسنجی GMM^۳ و نرم افزار Eviews، برای اقتصاد ایران، برآورد گردید. سرمایه‌گذاری بخش دولتی، مالیات بر شرکت‌ها، تورم و نرخ بهره رابطه منفی با سرمایه‌گذاری بخش خصوصی داشته، اما تسهیلات، سیاست‌های تعدیل و صندوق ذخیره ارزی، تأثیر مثبت بر روی سرمایه‌گذاری خصوصی داشته‌اند.

واژه‌های کلیدی: مالیات بر شرکت‌ها- سرمایه‌گذاری بخش عمومی- سرمایه‌گذاری بخش خصوصی-GMM.

۱- مقدمه

از تئوری‌های اقتصاد کلان با موضع تأثیر مخارج دولتی روی سرمایه‌گذاری خصوصی آشنا هستیم، اما آنچه در این مباحث تئوریک مطرح می‌شود کل مخارج دولتی است و کمتر صحبتی از رابطه سرمایه‌گذاری خصوصی و دولتی گفته می‌شود. مخارج دولتی شامل مخارج مصرفی و سرمایه‌ای است که قطعاً تأثیرات متفاوتی روی سرمایه‌گذاری خصوصی می‌گذارند. با توجه به اینکه در اقتصاد‌های پیشرفته دولت سهم کمتری در تشکیل سرمایه ثابت ناخالص دارد، لذا تحلیل موجود در کتاب‌های اقتصاد کلان نیز روی تأثیر مخارج کل دولتی روی تقاضای سرمایه‌گذاری متمرکز می‌شود. در بررسی تأثیر مخارج دولتی با این دید تحلیل نیز قاعده‌تأثیر مالی این مخارج بررسی می‌شود، بدین معنی که دولت برای تأمین مالی مخارج خود به بازار مالی مراجعه کرده و رقیبی برای سرمایه‌گذاران خصوصی جهت استفاده از منابع مالی موجود می‌شود و از طریق افزایش نرخ بهره منجر به کاهش تقاضای سرمایه‌گذاری خصوصی می‌شود. بسته به اینکه اقتصاد در کدام بخش از منحنی LM قرار گرفته باشد جایگزینی مخارج عمومی و دولتی به جای سرمایه‌گذاری خصوصی یا وجود ندارد که در قسمت افقی LM می‌باشد و یا کامل نیست که در قسمت صعودی LM می‌باشد و یا جایگزینی کامل می‌باشد که در قسمت عمودی LM می‌باشد. البته فرض ضمنی نیز در این گونه تحلیل این است که مخارج دولتی از نوع مخارج مصرفی می‌باشند. لذا تأثیر مخارج دولتی روی سرمایه‌گذاری خصوصی طبعاً از طریق کانال بازار مالی ظاهر می‌شود. حال اگر ما فرض کنیم که در واقع برای اقتصاد توسعه نیافته ایران چنین نیز هست که بخش قابل توجهی از مخارج دولتی سرمایه‌گذاری جنبه مخارج را دارد، دیگر رابطه مخارج دولتی و سرمایه‌گذاری خصوصی صرفاً از طریق بازار مالی و نرخ بهره برقرار نمی‌شود، بلکه سرمایه‌گذاری دولتی از طریق تأثیری که به طور مستقیم روی بازدهی سرمایه‌گذاری خصوصی به جا می‌گذارد نیز روی سرمایه‌گذاری خصوصی مؤثر واقع می‌شود، مطرح شدن این تأثیر منجر به این می‌شود که از نظر تئوریک ابهام در چگونگی تأثیر مخارج دولتی روی سرمایه‌گذاری خصوصی به وجود آید. موضوع تأثیر مخارج سرمایه‌گذاری عمومی روی تقاضای سرمایه‌گذاری خصوصی در کشورهای توسعه نیافته بیشتر مورد توجه قرار گرفته است و دلیل این امر نقش بسیار اساسی تر دولت در امر سرمایه‌گذاری می‌باشد. گرچه بعد از دهه ۱۹۸۰ یک تغییر عمده در تفکر مربوط به نقش بخش خصوصی در کشورهای در حال توسعه پدید آمده و بانک جهانی نیز مشوق این امر بوده است و به جای تکیه روی بخش عمومی بیشتر روی فعالیت بخش خصوصی، تکیه شده است. شرکت امور مالی بین‌المللی (IFC) وابسته به بانک جهانی برای کشورهای در حال توسعه مطالعاتی انجام نموده تا مشخص گردد، مخارج سرمایه‌ای دولت تأثیر مثبت روی سرمایه‌گذاری خصوصی دارد

یا منفی، اما این رابط مبهم باقی مانده است، در کشورهای در حال توسعه از جمله ایران، دولت به طور وسیعی حتی در فعالیت های مستقیم تولیدی وارد شده و سرمایه گذاری آنها شامل سرمایه گذاری در امور زیر بنایی و سرمایه گذاری در امور مستقیم تولیدی می باشد. سرمایه گذاری دولت در پروژه هایی که به تولید کالاها و خدماتی می پردازند که کالاهای رقیبی برای تولیدات بخش خصوصی می باشد، دارای اثر منفی روی سرمایه گذاری خصوصی می باشد، لذا با توجه به مباحث بالا جواب دقیق به اثر سرمایه گذاری دولتی روی سرمایه گذاری خصوصی یک موضوع تجربی است که باید بدان جواب داده شود و هیچ دلیل قانع کننده ای نداریم که از قبل سرمایه گذاری دولتی را ضرورتاً جایگزین و یا مکمل سرمایه گذاری خصوصی بدانیم.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

۲-۱- نظریه های سرمایه گذاری

اصل شتاب پیش از اینکه یک نظریه کامل سرمایه گذاری باشد، یک توضیح از سیکل های تجاری بوده است، به ویژه توسط هارود^۴، برای تحلیل سیکل های تجاری به کار برده شده و توسط ساموئلسون^۵، ارتباط متقابل بین اصل شتاب و مفهوم ضریب تکاثر، مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. (نظریه یا اصل شتاب). نظریه نئوکلاسیک سرمایه گذاری که توسط جورگنسون^۶ در دهه ۱۹۶۰ مطرح شد، به دنبال آن بود که رفتار سرمایه گذاری را با استفاده از نظریه بهینه سازی متعارف در اقتصاد خرد توضیح دهد، همچنین نظریه کامل تری نسبت به نظریات شتاب و نظریه کینز باشد. اساس این نظریه نئوکلاسیک سرمایه گذاری، آن است که برای تعیین موجودی مطلوب سرمایه نیاز به توسل به فروض غیر واقعی مانند ثابت بودن نسبت سرمایه به تولید نیست، بلکه موجودی مطلوب سرمایه با استفاده از اصول بهینه سازی تولید در اقتصاد خرد قابل استخراج است (نظریه نئوکلاسیکی سرمایه گذاری). در سال ۱۹۲۶، نظریه ای برای تحلیل سرمایه گذاری توسط جیمز توبین^۷ ارائه شد که عمدتاً بر بازار سهام و قیمت گذاری سهام در آن تمرکز دارد. این نظریه، دیدگاهی را در مورد تصمیمات سرمایه گذار، در انتخاب پروژه سرمایه گذاری مطرح می کند که در مقایسه با الگو اصلی شتاب عقلایی تر به نظر می رسد، بدین معنی که این نظریه به طور اجمال به سه جنبه فراموش شده در الگو اصل شتاب اشاره می کند. یکی از این موارد مسئله وقفه ها و هزینه های تعدیل است که در زمان سرمایه گذاری این محدودیت ها باید در نظر گرفته شود. دومین نکته مربوط به شکل گیری انتظارات مربوط به هزینه ها و دریافت های آینده است و بالاخره سومین نکته، ناظر بر ریسک و ارزیابی آن توسط بازار است (نظریه سرمایه گذاری q). تفاوت الگو جریان نقدی با الگو های قبلی سرمایه گذاری در تشخیص این واقعیت

نهفته است. که سرمایه‌گذاران به سه منبع اصلی وجوه مالی متکی اند. جریان نقدی داخلی، اوراق قرضه و فروش سهام و اینکه هزینه استفاده هر یک از این منابع، میزان درآمد و بازدهی این منابع را نشان می‌دهد. جریان نقدی برای بنگاه‌های اقتصادی در واقع از سود بعد از پرداخت مالیات به اضافه ذخیره استهلاک صورت می‌گیرد، که با پرداخت سود سهام کمتر به سهامداران تأمین مالی می‌شود (الگوی جریان نقدی سرمایه‌گذاری). شیوه الگوی خود همبستگی بر پایه عدم به کارگیری تولید، قیمت‌ها یا مالیات‌ها برای توضیح مخارج سرمایه‌گذاری مبتنی است، سرمایه‌گذاری با یک تأخیر از طریق مخارج سرمایه‌گذاری گذشته توضیح داده می‌شود. نتایج مطالعات در نظریه‌های سرمایه‌گذاری کلاسیکی، نئوکلاسیکی و کینزی نشان می‌دهد که انواع گوناگون نظریه‌های سرمایه‌گذاری که برای مسایل متفاوتی تنظیم و طراحی شده‌اند در واقع مکمل یکدیگر بوده و تناقضی بین آنان وجود ندارد (الگوی خود همبستگی). به طور کلی از مجموعه نظریات سرمایه‌گذاری استنتاج می‌شود که ادبیات اقتصادی سرمایه‌گذاری کاملاً غنی است و انواع مختلف این الگوها با درصدی از موفقیت برای کشورهای مختلف به کار گرفته شده است.

۲-۲- عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری

سرمایه‌گذاری یکی از مهمترین اجزای تقاضای کل است که نقش بسیار تعیین‌کننده‌ای در نوسانات اقتصادی و رشد اقتصادی یک کشور ایفا می‌کند، در نظریه‌های تقاضای کل، مصرف‌روند با ثباتی را طی می‌کند و مخارج دولتی نیز یک متغیر سیاست‌گذاری است که کنترل آن در دست دولت قرار دارد، بنابراین تنها متغیر پر تلاطم تقاضای کل که نقش عمده‌ای در ایجاد نوسانات دارد، سرمایه‌گذاری خصوصی است، لذا شناخت رفتار سرمایه‌گذاری و عوامل مؤثر بر آن، بسیار مورد توجه اقتصاددانان و سیاست‌گذاران بوده است. در ادبیات اقتصادی، بحث سرمایه‌گذاری بسیار غنی بوده و سرشار از منابع نظری تجربی در کشورهای توسعه‌یافته است. به دلیل ساختار متفاوت کشورهای توسعه‌یافته و توسعه‌نیافته با توجه به اینکه بعضی از فروض اساسی لازم در تحلیل رفتار بهینه سرمایه‌گذاری مانند وجود بازارهای مالی نسبتاً کارا و عدم کنترل‌های شدید توسط دولت در کشورهای توسعه‌نیافته فراهم نمی‌باشد، همچنین نظریه‌های سرمایه‌گذاری موجود بیشتر به تحلیل سرمایه‌گذاری خصوصی می‌پردازند و بحث‌چندانی از سرمایه‌گذاری دولتی به عمل نمی‌آید، حال آنکه در کشورهای توسعه‌نیافته، دولت نقش قابل توجهی در تشکیل سرمایه‌گذاری دارد؛ لذا تحلیل دقیق اقتصاد خرد در مباحث مربوط به سرمایه‌گذاری، در کشورهای در حال توسعه‌ای مثل ایران امکان‌پذیر نمی‌باشد. اما با تکیه بر مباحث نظری مطرح شده و مطالعات تجربی صورت گرفته برای کشورهای توسعه‌نیافته عوامل مؤثر

بر سرمایه‌گذاری که در مطالعات انجام شده در این کشورها بیشتر مورد تأیید قرار گرفته‌اند، در نظر گرفته شده است.

۲-۲-۱- سرمایه‌گذاری دولتی

براساس مبانی نظری این متغیر از طریق تأثیری که به طور مستقیم بر روی بازدهی سرمایه‌گذاری خصوصی به جا می‌گذارد، بر سرمایه‌گذاری خصوصی تأثیر خواهد داشت. در مورد اینکه مخارج دولتی چه به صورت مخارج مصرفی و چه مخارج سرمایه‌ای از نظر مالی موجب جایگزینی به جای مخارج سرمایه‌گذاری خصوصی می‌شود هیچ‌گونه تردیدی وجود ندارد و در یک اقتصاد توسعه یافته مخارج سرمایه‌گذاری دولت همانند مخارج مصرفی دولت باعث فشار روی بازار مالی که دولت کنترل شدیدی بر منابع مالی و اعتباری دارد، می‌گردد. افزایش مخارج دولتی چه به صورت مصرفی و چه سرمایه‌ای با سرمایه‌گذاری خصوصی برای کسب اعتبارات قابل اعطاء رقابت کرده و توان وام‌دهی کامل سیستم بانکی را به سرمایه‌گذاران خصوصی کاهش می‌دهد، لذا از این نظر اثر جایگزینی نه مستقیماً از طریق نرخ بهره، بلکه از طریق محدودیت اعتباری در شرایط کنترل نرخ بهره عمل می‌کند. اما این فقط یک طرفه قضیه است و مخارج سرمایه‌گذاری عمومی علاوه بر تأثیر مالی آن دارای تأثیر روی بازدهی سرمایه‌گذاری خصوصی می‌باشد و این تأثیرات که نوع تأثیر مخارج سرمایه‌ای دولت را از نوع تأثیر مخارج مصرفی جدا می‌سازد.

از نظر تئوریک می‌توان تأثیر مخارج سرمایه‌ای دولت را چنین بررسی کرد. از یک جهت سرمایه‌گذاری دولتی بالاترین نرخ انباشت سرمایه‌ای ملی را از سطح عقلایی مورد نظر سرمایه‌گذاران خصوصی فراتر می‌برد و به عبارت دیگر اگر در نظر بگیریم که از دیدگاه سرمایه‌گذاران بخش خصوصی یک نرخ سرمایه‌گذاری مطلوب تشخیص داده می‌شود، حالا افزایش مخارج سرمایه‌ای دولت سبب می‌شود نرخ سرمایه‌گذاری از سطح مطلوب عقلایی آن در سطح کلان فراتر رود، لذا از این طریق باعث جایگزینی مخارج سرمایه‌ای دولت به جای مخارج سرمایه‌ای خصوصی می‌شود، از این طریق نیز مخارج سرمایه‌ای عمومی یک نوع برون‌رانی^۸ به همراه دارد. در کنار این تأثیر سرمایه‌گذاری دولتی به ویژه سرمایه‌گذاری زیر بنایی مانند بزرگراه‌ها، فرودگاه‌ها، سیستم‌های آب‌رسانی و غیره دارای یک رابطه مکمل با سرمایه‌گذاری خصوصی می‌باشد؛ زیرا سرمایه‌گذاری عمومی بالاتر در چنین مواردی بازدهی و بهره‌وری نهایی سرمایه‌گذاری خصوصی را افزایش می‌دهد^۹ و از این طریق در واقع به جای برون‌رانی سرمایه‌گذاری خصوصی توسط سرمایه‌گذاری عمومی عملاً درون‌رانی^{۱۰} وجود دارد که این‌گونه مخارج سرمایه‌گذاری عمومی منجر به تشویق سرمایه‌گذاری خصوصی می‌شود.

۲-۲-۲- مالیات بر شرکت‌ها

یکی از پایه‌های عمده مالیات‌های مستقیم مالیات بر درآمد شرکت‌ها می‌باشد که شامل مالیات بر شرکت‌های دولتی و مالیات بر شرکت‌های غیردولتی می‌باشد. صورت عمده اعمال مالیات بر سود، در مورد شرکت‌ها می‌باشد و در عمده کشورهای جهان، مالیات بر شرکت‌ها بخش قابل توجهی از درآمد مالیاتی دولت را تشکیل می‌دهد. براساس مبانی نظری، مالیات بر شرکت‌ها بر سطح تولید و سرمایه‌گذاری تأثیر دارد. مالیات بر شرکت‌ها بر جریان حقیقی شرکت یعنی بر سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد. سرمایه‌گذاری تا زمانی ادامه دارد و انجام می‌شود که:

$$\begin{aligned} p \cdot \frac{dF}{dK} &\geq r + \gamma \\ p \cdot MP_k &\geq r + \gamma \\ V \cdot MP_k &\geq r + \gamma \end{aligned} \quad (1)$$

باشد، که در آن:

$MP_k = \frac{dF}{dK}$ تولید نهایی سرمایه، VMP_k تولید نهایی سرمایه، P نرخ تنزیل، γ نرخ استهلاک اقتصادی

حال چنانچه مالیات بر سرمایه برقرار شود خواهیم داشت:

$$\begin{aligned} P \cdot \frac{dF}{dK} &\geq r(1 + t_c) + \gamma \\ VMP_k &\geq r(1 + t_c) + \gamma \end{aligned} \quad (2)$$

روشن است که با فرض ثابت بودن r, P, γ و با مقایسه معادلات (۱) و (۲) ملاحظه می‌گردد؛ با ورود مالیات، میزان سرمایه‌گذاری تحت تأثیر قرار می‌گیرد.

۲-۲-۳- تورم

تورم به عنوان اساسی‌ترین معضلات در طول حیات اقتصادی هر کشور شناخته می‌شود. تورم، افزایش مداوم در سطح عمومی قیمت‌ها یا کاهش مستمر در قدرت خرید پول یک کشور می‌باشد که هزینه‌های جدی بر جامعه تحمیل خواهد کرد. تورم ملایم و نه چندان زیاد پدیده‌ای طبیعی بوده و به نظر می‌رسد اختلالی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری خصوصی ایجاد نمی‌کند، موقتاً نرخ سود و سهم صاحبان بنگاه‌ها را افزایش داده و شرایط مساعدی برای پس‌انداز و به تبع آن سرمایه‌گذاری فراهم می‌کند و تورم از نظر تغییر توزیع درآمد به نفع صاحبان سود و از کانال ایجاد پس‌انداز، شرایط مساعدی برای سرمایه‌گذاری فراهم می‌کند. این پدیده در سطوح بالا، علاوه بر آنکه نظام قیمت‌ها را مختل می‌کند، باعث کاهش پس‌اندازها، از بین رفتن انگیزه‌های سرمایه‌گذاری، فرار سرمایه از بخش دولتی به سمت فعالیت‌های سفته‌بازی و دلالتی می‌گردد، ریسک فعالیت‌های اقتصادی را افزایش می‌دهد اما

برای فعالیت‌های تجاری و خدماتی زود بازده به همراه افزایش ریسک، نرخ بازدهی را به شدت افزایش می‌دهد، که این فعالیت‌ها محتاج سرمایه در گردش هستند. تورم، ارزش فعلی سرمایه‌گذاری‌هایی که با چند دوره تأخیر به بازدهی می‌رسند را کاهش می‌دهد و باعث ضرر و زیان به سرمایه‌گذاری‌های دیر بازده می‌شود. تورم و تغییرات زیاد آن موجب عدم اطمینان و در نتیجه سلب انگیزه و تأخیر در تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری می‌شود و تخصیص منابع را دچار اختلال می‌کند، همچنین به سوددهی سرمایه‌گذاری تأثیر منفی دارد.

۲-۲-۴- نرخ بهره

برای نشان دادن رابطه سرمایه‌گذاری و نرخ بهره دو روش مطرح می‌باشد که مبتنی بر ارزیابی پروژه‌های سرمایه‌گذاری است، یکی روش ارزش فعلی خالص که به ایروینگ فیشر نسبت داده می‌شود و دیگری روش کارایی نهایی سرمایه‌گذاری است که توسط کینز مطرح شده است.

۲-۲-۴-۱- روش ارزش فعلی خالص

در این روش سود یا ارزش فعلی خالص یک پروژه محاسبه گردید و ضمن نتیجه‌گیری در مورد قابل اجرا بودن آن، امکان مقایسه با پروژه‌های دیگر را نیز فراهم می‌نماید.

۲-۲-۴-۲- روش یا معیار کارایی نهایی سرمایه‌گذاری

این روش در ارزیابی سرمایه‌گذاری معیار کینز می‌باشد، در این روش از جریان درآمدها و هزینه‌های یک پروژه در طول عمر مفید آن در مورد سودآور بودن یا نبودن پروژه اظهار نظر می‌شود. کینز پیشنهاد می‌کند که به جای تبدیل کردن ارزش فعلی درآمدها و هزینه‌ها با استفاده از نرخ بهره بازار (r)، باید نرخ تنزیل را قرارداد که ارزش فعلی خالص پروژه صفر شود، یا ارزش فعلی درآمدها منهای هزینه اجرای پروژه برابر با هزینه یا سرمایه اولیه پروژه شود.

۲-۲-۵- سرمایه‌گذاری خصوصی، تسهیلات و اعتبارات

در تأثیر اعتبارات و تسهیلات در قالب سیاست‌های پولی بر سرمایه‌گذاری خصوصی، تردیدی وجود ندارد و نقش سیاست پولی در تشویق سرمایه‌گذاری خصوصی حایز اهمیت می‌باشد.

۲-۲-۶- سیاست‌های اصلاحی دولت

سیاست‌های دولت، متغیرهای واقعی و نرخ سرمایه‌گذاری در اقتصاد را تحت تأثیر قرار می‌دهد، آنچه از الگوهای رشد درون‌زا نمایان می‌شود، این است که تغییر دایمی در سیاست‌های دولت، تغییرات دایمی در نرخ‌های رشد، در اقتصاد، ایجاد می‌کند. تغییر در سیاست‌های اقتصادی، نقش مهمی در سهم سرمایه‌فیزیکی و انسانی دارد، هر سیاستی که زمان صرف شده توسط شخص، برای کسب مهارت را افزایش دهد، منجر به افزایش دایمی در رشد محصول سرانه هر کارگر می‌شود و

سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. اصلاحات بخش مالی، زمانی مناسب خواهد بود، که به رشد سرمایه‌گذاری کمک نماید، یک بخش مالی توسعه یافته، به رشد سرمایه‌گذاری کمک می‌نماید. اصلاحات بخش مالی، اصلاح پولی، ارزی، آیین نامه‌ای و ساختاری، اصلاح نظام نرخ بهره و عملیات پولی مثل آزادسازی نرخ بهره، افزایش استقلال بانک مرکزی و شیوه‌های کنترل پولی، توسعه بخش بانکی، بستر سازی مناسب برای رقابت بازارهای بین‌المللی، توسعه بازارهای ارزی خارجی و... را در برمی‌گیرد.

۲-۷- صندوق ذخیره ارزی

این صندوق اهدافی نظیر ایجاد ثبات در میزان درآمدهای حاصل از فروش نفت خام و تبدیل دارایی‌های حاصل از فروش نفت خام به دیگر انواع ذخایر و توسعه فعالیت‌های تولیدی و سرمایه‌گذاری و تأمین بخشی از اعتبار مورد نیاز طرح‌های تولیدی و کارآفرینی بخش غیردولتی و فراهم نمودن امکان تحقق فعالیت‌های پیش‌بینی شده در برنامه را مدنظر قرار می‌دهد.

۲-۳- پیشینه پژوهش

ساندراجان و تاکر^{۱۱} (۱۹۸۰) در مطالعه خود در مورد هند و کره، بر پدیده جانشینی جبری از طریق نظام غیرقیمتی تأکید کردند و با ارایه یک مدل اقتصادسنجی اثر سرمایه‌گذاری بخش دولتی را بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی، تولید و پس‌انداز مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه دست یافتند که افزایش مخارج دولت باعث افزایش نرخ بهره و کاهش سرمایه‌گذاری بخش خصوصی می‌گردد. تان‌وای و وانگ^{۱۲} با تأکید خاص بر کشورهای در حال توسعه، تأیید می‌کند که سرمایه‌گذاری دولت، تغییر در اعتبار بانکی به بخش خصوصی نقش مهمی در سرمایه‌گذاری بخش خصوصی دارند. بلیجر و خان^{۱۳} (۱۹۸۹) سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در کشورهای در حال توسعه را وابسته به سه عامل مهم، شرایط ادواری اقتصاد، دسترسی به منابع اعتباری و سطح سرمایه‌گذاری دولتی فرض می‌کند، همچنین میان سرمایه‌گذاری زیربنایی و غیرزیربنایی دولت تمایز قایل شده و اظهار می‌کنند که سرمایه‌گذاری زیربنایی دولت مکمل سرمایه‌گذاری بخش خصوصی است و سرمایه‌گذاری در امور غیر زیربنایی در رقابت با سرمایه‌گذاری بخش خصوصی می‌باشد.

گرین و ویلانوا^{۱۴} (۱۹۹۷) در بررسی عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در کشورهای در حال توسعه، عوامل رشد اقتصادی و سطح درآمد سرانه، وجود ثبات اقتصادی که با نرخ تورم سنجیده می‌شود، وجود بدهی‌های زیاد خارجی، نرخ بهره واقعی و نرخ سرمایه‌گذاری دولت تأثیر مثبت بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی دارند.

منجمی (۱۹۹۳) اثر مخارج دولتی بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در قالب یک الگوی باز برای استرالیا و ایالات متحده تخمین زد و به این نتیجه دست یافت که اثر جانشین جبری در استرالیا بیشتر ناشی از محدودیت منابع مالی برای سرمایه‌گذاری است، همچنین اثر مخارج سرمایه‌گذاری دولت روی سرمایه‌گذاری بخش خصوصی بیشتر از اثر مخارج دولت است. ماهیت جانشینی جبری در ایالات متحده متضاد با این پدیده در استرالیا است و در این مورد، اثر مخارج مصرفی دولت بر روی سرمایه‌گذاری خصوصی بیش از اثر مخارج سرمایه‌گذاری دولت است.

خلیلی عراقی (۱۳۷۶) در مطالعه خود سعی کرد تا به این سؤال پاسخ دهد که آیا سرمایه‌گذاری دولتی در ایران محدودیت معنی داری برای سرمایه‌گذاری بخش خصوصی به وجود می‌آورد؟ در این مطالعه سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در زمینه ماشین‌آلات در نظر گرفته شده و فرض می‌شود که تابعی از سطح تقاضای کل، هزینه فرصت سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری دولتی، منابع مالی و اعتباری دریافت‌های ارزی و متغیرهای کیفی نشان می‌دهد که سطح تولید و مقدار اعتبارات بانکی دو متغیر مهم و مؤثر بر سطح سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در ماشین‌آلات است. همچنین سرمایه‌گذاری بخش دولتی جنبه تکمیلی و تشویقی برای سرمایه‌گذاری بخش خصوصی دارند و نشانه‌چندانی از وجود پدیده جانشین جبری در ایران وجود ندارد.

باستوس^{۱۵} و همکارانش (۲۰۰۴) به وسیله داده‌های مقطعی از ۸۳ شرکت در سال‌های ۱۹۹۵-۱۹۸۵ استفاده کردند، هزینه سرمایه برای بنگاه تولیدی را محاسبه نمودند و به این نتیجه رسیدند که مالیات‌ها تأثیر کمی بر موجودی سرمایه مطلوب می‌گذارند و دلیل آن، معافیت‌های مالیاتی است که بر سود و استهلاک واقع می‌گردد.

ورداوا^{۱۶} (۲۰۰۴)، معادلات سرمایه‌گذاری شیلی را با استفاده از داده‌های سالانه برای سال‌های ۱۹۷۵-۲۰۰۳ با روش OLS، تخمین زد. سرمایه‌گذاری بخش خصوصی به صورت درصدی از موجودی سرمایه و یک بار دیگر نیز به عنوان درصدی از GDP متغیر وابسته و متغیرهای تأثیرگذار در الگو، سرمایه‌گذاری بخش دولتی به صورت درصدی از موجودی سرمایه، نرخ مالیات، نرخ بهره، تورم، اعتبارات بخش خصوصی و بدهی دولت بودند. نتایج حاکی از آن بود که مالیات‌ها از کانال سرمایه، سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار می‌دهند، و کاهش مالیات بر درآمد شرکت‌ها، یکی از عوامل رشد ناگهانی سرمایه‌گذاری خواهد بود.

رود و دیگران^{۱۷} (۲۰۰۷)، تأثیر مالیات بر شرکت‌ها را در ۲۰ کشور اروپایی طی سال‌های ۲۰۰۳-۱۹۹۸ با توجه به اینکه طی دو دهه اخیر نرخ‌های مالیاتی در اروپا به طور چشمگیری کاهش داشت؛ مورد بررسی قرار داده و به این نتیجه دست یافتند که کاهش نرخ مالیات بر شرکت‌ها باعث

تشویق سرمایه‌گذاری گردیده و با افزایش سرمایه‌گذاری و ترغیب افراد برای تشکیل شرکت، مبنای مالیاتی گسترش و در کل درآمد مالیاتی دولت افزایش می‌یابد.

۴-۱- روش‌شناسی پژوهش و برآورد الگو

روش جمع‌آوری اطلاعات و آمار به صورت کتابخانه‌ای بوده و براساس آمارهای سری زمانی ۸۹-۱۳۵۳ که از بانک مرکزی و اداره کل امور مالیاتی، اخذ گردیده، در قالب یک الگو سرمایه‌گذاری نئوکلاسیکی، تأثیر متغیرهای توضیحی سرمایه‌گذاری بخش دولتی، مالیات بر شرکت‌ها، تورم، نرخ بهره، تسهیلات و دو متغیر مجازی سیاست‌های اصلاحی دولت و صندوق ذخیره ارزی بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی، با استفاده از روش اقتصادسنجی GMM و نرم‌افزار Eviews، برای اقتصاد ایران، برآورد گردید.

$$\text{Log}(I_{pg}) = f(I_{gg}, TC_1, Df_i, r(-1), pc_1(-1), D_1, D_2)$$

- I_{pg} سهم سرمایه‌گذاری خصوصی از GDP

- I_{gg} سهم سرمایه‌گذاری دولتی از GDP

- TC_1 سهم مالیات بر شرکت‌ها از GDP

- $Df_i = d(\log(\frac{I_n}{I_r}))$

I_n : سرمایه‌گذاری اسمی

I_r : سرمایه‌گذاری واقعی

- r : نرخ سود بلندمدت بانکی

- pc_1 : مانده تسهیلات و اعتبارات (این ارقام به صورت واقعی می‌باشد)

- D_1 متغیر مجازی (Dummy) معرف سیاست‌های اقتصادی دولت می‌باشد.

- D_2 متغیر مجازی (Dummy) معرف صندوق ذخیره ارزی می‌باشد.

روش GMM، بی‌نیاز از تست ریشه واحد است. فرض H_0 ، معتبر بودن ابزارها در گشتاورهاست، که برای تأیید یا رد فرض H_0 ، باید آزمون سارگان انجام گیرد. مطابق تست سارگان J-statistic، رقم ۷ است که $prob = 95\%$ می‌دهد، یعنی ابزارهای انتخاب شده در روش GMM درست بوده‌اند و اتخاذ شرط گشتاورها مناسب بوده و فرض H_0 رد نمی‌شود.

۴-۲- فرضیه پژوهش

سرمایه‌گذاری دولتی تأثیر منفی بر سرمایه‌گذاری خصوصی دارد.

۵-۱- نتایج پژوهش

$$\log(Ipg) = 3.306969 - 0.000115 Igg - 0.002047 Tc_1 - 0.012729 Df(-1) - 0.029740 r(-1) + 2.08E-08 pc(-1) + 0.202830D_1 + 0.255604D_2$$

| | | | | |
|--------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| t | 61.81041 | -4.161908 | -4.509918 | -11.08156 |
| S.E | 0.053502 | 2.77E-05 | 0.000454 | 0.001149 |
| Prob | 0.0000 | 0.0003 | 0.0001 | 0.0000 |
| | -5.794171 | 14.78167 | 3.515232 | 11.74317 |
| | 0.005133 | | 1.41E-09 | 0.057700 |
| 0.021766 | | | | |
| | 0.0000 | 0.0000 | 0.0018 | 0.0000 |
| Mean dependent var | 3.057393 | | | |
| S.D. dependent var | 0.254879 | | | |
| Sum squared resid | 1.162567 | | | |
| J-statistic | 7.049256 | | | |
| Prob(J-statistic) | 0.932796 | | | |

۵-۲- تفسیر نتایج الگوی برآورد شده

- ضریب Igg در الگو برآوردشده، براساس مبانی نظری دارای علامت مورد انتظار ومعنی دار بوده، بیان می‌کند هر یک واحد افزایش در سهم سرمایه‌گذاری دولتی از GDP، باعث کاهش ۰/۰۰۰۱۱۵ در سهم سرمایه‌گذاری خصوصی از GDP می‌گردد. یعنی در این الگو نشان داده شده که سرمایه‌گذاری دولتی باعث جانشینی مخارج سرمایه‌ای دولت، به جای مخارج سرمایه‌ای خصوصی می‌شود و مخارج سرمایه‌ای دولتی یک نوع برون رانی به همراه دارد. براساس اصل ۴۴ قانون اساسی، افزایش سهم بخش خصوصی و خصوصی سازی، باعث رقابتی شدن اقتصاد و افزایش کارایی کل اقتصاد می‌گردد. افزایش سرمایه‌گذاری بخش دولتی در ایران، باعث کاهش سرمایه‌گذاری بخش خصوصی می‌گردد و با برون رانی همراه می‌باشد، یعنی با حرکت به سمت خصوصی سازی، سهم بخش خصوصی از GDP افزایش و سهم بخش دولتی از GDP کاهش می‌یابد.

اثر مخارج سرمایه‌گذاری دولتی، روی تقاضای سرمایه‌گذاری در کشورهای توسعه نیافته، بیشتر مورد توجه قرار گرفته است و دلیل این امر نقش بسیار اساسی تر دولت در امر سرمایه‌گذاری است، به طور کلی سرمایه‌گذاری دولتی در پروژه‌هایی که به تولید کالا و خدمات رقیب برای بخش خصوصی، می‌پردازند، دارای اثر منفی روی سرمایه‌گذاری خصوصی می‌باشد. کمبود منابع وامکانات، عدم

توانایی در به کار گیری امکانات، عدم دسترسی به تکنولوژی روز و عدم تخصیص بهینه منابع، در کشورهای در حال توسعه می‌تواند برون رانی، بین سرمایه‌گذاری خصوصی و دولتی را توضیح دهد.

- ضریب TC_1 در الگو معنی دار و بر اساس مبانی نظری دارای علامت انتظاری می‌باشد، این ضریب بیان می‌کند که هر یک واحد افزایش در سهم مالیات بر شرکت‌ها از GDP، 0.02047 واحد سهم سرمایه‌گذاری بخش خصوصی از GDP را کاهش می‌دهد و تأیید می‌نماید که مالیات بر شرکت‌ها بر جریان حقیقی شرکت، یعنی بر سرمایه‌گذاری، تأثیر منفی می‌گذارد که در نتیجه بر تخصیص منابع و رفاه جامعه می‌تواند مؤثر باشد. یعنی افزایش درآمد مالیاتی به قیمت کاهش کارایی و افزایش اضافه بار مالیاتی، تمام می‌شود. مالیات با افزایش هزینه استفاده از سرمایه، موجودی سرمایه مطلوب را کاهش داده و تأثیر منفی بر سرمایه‌گذاری خواهد داشت. محسین و خان در مطالعه خود به این نتیجه رسیدند که مالیات بر انواع وسایل سرمایه‌گذاری به طور مؤثر نرخ بازگشت خالص آنها را کاهش می‌دهد، که این امر سبب کاهش سرمایه‌گذاری خواهد گردید. با توجه به تأثیر مستقیم مالیات بر شرکت‌ها بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی، می‌بایست نرخ نزولی مالیات تجربه شود، که سبب تشویق سرمایه‌گذاری و گسترش ظرفیت تولید واحد مقیاس اقتصادی تولید گردد. در سیستم مالیاتی ایالات متحده، در دهه ۸۰ میلادی، نرخ‌های مالیات بر سود شرکت‌ها، پس از چند نرخ تصاعدی، شامل نرخ نزولی برای آخرین طبقه بود، با توجه به نتایج الگو، این تجربه در اقتصاد ایران نیز می‌تواند، سرمایه‌گذاری را تشویق نماید. نحوه برخورد مالیات با سرمایه‌گذاری و درآمد سرانه، اثرات قابل ملاحظه‌ای برای هزینه استفاده از سرمایه دارد، یک معافیت مالیاتی برای سرمایه‌گذاری، هزینه سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد و باعث افزایش موجودی سرمایه مطلوب می‌گردد. اثر معافیت استهلاک نیز، هزینه سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد، بنابراین هر چه قدر استهلاک بیشتر باشد، نرخ مؤثر مالیاتی کمتر خواهد بود و صرفه جویی مالیاتی برای سرمایه‌گذاری بیشتر می‌شود. چنانچه سرمایه‌گذاری‌ها نسبت به هم متفاوت و طول عمر مختلفی داشته باشند، ترکیبات مختلف مالیات و نرخ استهلاک، بر تخصیص منابع و سرمایه‌گذاری مؤثر خواهد بود. اگر استهلاک سریع باشد، هر چه سرمایه‌گذاری بلند مدت تر، سود بیشتر است و نرخ مؤثر مالیاتی کمتر خواهد بود، در نتیجه روند سرمایه‌گذاری تغییر کرده و جریان سرمایه‌گذاری به سمت سرمایه‌گذاری‌های بلند مدت حرکت خواهد نمود. بنابراین دولت با اعمال معافیت‌های مختلف مالیاتی، تعیین نرخ استهلاک بیش از استهلاک واقعی اقتصادی، یا با سرعت بخشیدن به استهلاک قابل قبول، باعث تشویق سرمایه‌گذاری می‌گردد، که این مسئله ممکن است درآمد مالیاتی را در دوره مورد نظر کاهش دهد، اما با تشویق و افزایش در سرمایه‌گذاری، درآمدهای مالیاتی آینده افزایش خواهد یافت.

ضریب DFI، در الگو اقتصاد سنجی برآورد شده، معنی دار بوده و با توجه به میزان نرخ تورم در ایران که بالاتر از نرخ معتدل آن می باشد، براساس مبانی نظری دارای علامت مورد انتظار می باشد، و گویای این مطلب است که هر یک واحد افزایش در این شاخص، سهم سرمایه گذاری بخش خصوصی از GDP را ۰/۰۱۲۷۲۹ واحد کاهش می دهد. تورم تأثیر یگانه در تمام سطوح ندارد، یعنی انتظار بر این است که تورم سرمایه گذاری را تشویق کند، که برای تورم معتدل و اندک این امر صادق است، اما اینکه ضریب این متغیر در این الگو منفی شده یعنی از حد آستانه قابل قبول تورم گذشته و در دامنه اثر منفی تورم بر سرمایه گذاری هستیم، که مطابق نظر خان، الکساندر، اسمیت، گرایمز و فلدشتاین می باشد، که در مطالعات خود تأثیر منفی تورم بر سرمایه گذاری را تأیید و بیان می نماید که برون رانی میان تورم و سرمایه گذاری خصوصی در ایران وجود دارد. تورم در سطح بالا، دامنه و مقیاس فعالیت هایی که رشد، سرمایه گذاری و روند تولید را هموار می سازد، کاهش می دهد، هزینه سرمایه را افزایش و سود دهی سرمایه گذاری را کاهش می دهد. همچنین با تهدید ثبات اقتصادی و تعادل، میل متوسط به سرمایه گذاری را کاهش می دهد. در محیط تورمی، افراد حاضر به سرمایه گذاری در طرح های دیر بازده نمی باشند و به دلیل سوددهی فعالیت های غیر مولد و دلالتی که نیازمند سرمایه در گردش می باشند، سرمایه گذاری کاهش می یابد.

(۱-۲) نرخ بهره دوره قبل) ضریب این متغیر در الگو برآورد شده معنی دار و بر اساس مبانی نظری دارای علامت مورد انتظار می باشد. براساس تحقیقات مختلف مربوط به اقتصاد، تغییرات نرخ بهره، روی مخارج و هزینه های جمعی تأثیر تأخیری دارد. نتایج الگو برآورد شده، گویای این مطلب است که بین نرخ بهره و سرمایه گذاری برون رانی وجود دارد، به طوری که یک واحد افزایش در نرخ بهره، ۰/۰۲۹۷۴ واحد سهم سرمایه گذاری بخش خصوصی از GDP را کاهش خواهد داد. بنابراین سیاست هایی که بر روی نرخ بهره اثرگذار باشند، می توانند میل به پس انداز و سرمایه گذاری را تحت تأثیر قرار دهند. البته کاهش نرخ بهره یا هر سیاست اقتصادی به صورت دستوری، نمی تواند اثرات قابل قبول بر متغیرهای واقعی اقتصادی را به دنبال داشته باشد، دلیل آن این است که، سیاست های دستوری در کوتاه مدت و موقتاً ممکن است، وقوع پذیرد اما انتظار می رود در بلندمدت اقتصاد تحمل پذیرش آن را نداشته باشد، از آنجا که نرخ های بهره بلند مدت، انتظارات در مورد نرخ های بهره آتی کوتاه مدت را منعکس می کنند، پس سیاستی که در بلندمدت بتواند نرخ بهره را تحت تأثیر قرار دهد، بر سرمایه گذاری مؤثر خواهد بود.

اقتصاد علمی است که براساس قوانین اثبات شده می توان بر متغیرهای واقعی تأثیر گذاشت و با توسل به اصول علمی و اتخاذ راه کارهای قابل قبول، می توان سیاست هایی را در پیش گرفت که منجر

به کاهش نرخ بهره بلندمدت گردد که باعث بهبود در بهره‌وری سرمایه، افزایش موجودی سرمایه و رونق در سرمایه‌گذاری خصوصی گردد.

(۱-PC) مانده تسهیلات واقعی بانک‌ها) ضریب این متغیر در الگو برآورد شده معنی‌دار و دارای علامت مورد انتظار می‌باشد. هر واحد افزایش در تسهیلات جهت حمایت از سرمایه‌گذاری^{۸-} 10×0.2 واحد سهم سرمایه‌گذاری بخش خصوصی از GDP را افزایش می‌دهد. میان سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و تسهیلات درون‌رانی وجود دارد، یعنی با حمایت و تشویق سرمایه‌گذاری به شکل تسهیلات و تأمین اعتبار، سهم سرمایه‌گذاری خصوصی افزایش یافته و با توجه به کارایی بیشتر بخش خصوصی، کارایی کل اقتصاد افزایش می‌یابد. از آنجا که تسهیلات با توجه به ظرفیت‌ها، امکانات و توانایی‌های داخلی به منظور تأمین بخشی از اعتبار مورد نیاز طرح‌های تولیدی، کارآفرینی و... که توجیه فنی و اقتصادی دارند و در جهت تشویق سرمایه‌گذاری به بخش‌های مختلف اقتصادی، پرداخت می‌شود. از به هدر رفتن منابع و جریان پولی به سمت فعالیت‌های کم‌بازده که توجیه اقتصادی ندارند، جلوگیری می‌شود. علاوه بر آن اجرای بسیاری از طرح‌ها که توجیه اقتصادی دارند، توسط بخش خصوصی نیازمند منابع می‌باشد و تأمین منابع مورد نیاز طرح‌ها، سرمایه‌گذاری بخش خصوصی را افزایش خواهد داد.

متغیر مجازی D₁ اصلاحات صورت گرفته در اقتصاد، تغییر سیاست‌های دولت، گسترش و ترویج رقابت خارجی، ایجاد فضای اطمینانی و امنیت و... می‌باشد. که مجموعه این عوامل در جهت افزایش بهره‌وری کلیه عوامل، توسعه سرمایه‌انسانی، ایجاد فضای رقابتی و... بوده که انتظار می‌رود بر روی سرمایه‌گذاری بخش خصوصی تأثیر مثبت داشته باشد. در الگو برآورد شده مشاهده می‌گردد که ضریب این متغیر معنی‌دار بوده و اثر مثبت این سیاست‌ها را روی سرمایه‌گذاری نمایان می‌سازد. هر واحد تغییر در این سیاست‌ها 0.202830 واحد سهم سرمایه‌گذاری بخش خصوصی از GDP را افزایش می‌دهد، که بیان‌گر این است که ایجاد فضای اطمینان، ثبات، فضای رقابتی و... تأثیر مثبتی بر سرمایه‌گذاری دارد. با توجه به اینکه حرکت به سمت اصلاحات در ایران از سال‌های بعد از جنگ صورت گرفت، اما در آن دوران منابع صرف بازسازی خرابی‌های دوران جنگ گردید و پس از آن به زیرساخت‌ها و زیربنای پرداخته شد. حدوداً از سال ۷۶ به بعد، برنامه اصلاحات شکل منسجم‌تری گرفت و با پذیرفتن سیاست‌های تعدیل بانک جهانی برای اصلاح اقتصادی کشور، توسعه مشارکت عمومی و فراهم نمودن زمینه مشارکت، ایجاد فضای امنیت و ثبات، رقابتی شدن عوامل و افزایش بهره‌وری و کارایی، زمینه رشد و توسعه سرمایه‌گذاری در بخش‌های مختلف اقتصادی فراهم گردید که این روند تاکنون ادامه دارد که در ادامه این شرایط و در راستای اصل ۴۴ قانون اساسی، مرکز شورای رقابت نیز

در سال ۸۹ تاسیس گردید که بر رقابتی شدن اقتصاد و عوامل نظارت داشته و واگذاری ها زیر نظر این مرکز صورت می پذیرد.

- **متغیر مجازی D_2** ، صندوق ذخیره ارزی می باشد، این صندوق در سال ۷۹ به منظور ایجاد ثبات در میزان استفاده از عواید ارزی حاصل از نفت و تبدیل دارایی های حاصل از فروش نفت به انواع دیگر ذخایر، سرمایه گذاری و فراهم نمودن زمینه مناسب جهت افزایش سرمایه گذاری و تأمین بخشی از اعتبار مورد نیاز طرح های تولیدی و... تشکیل گردید. همانگونه که انتظار می رفت نتایج حاصل از الگو، تأثیر مثبت این صندوق را بر سرمایه گذاری بخش خصوصی که یکی از اهداف تشکیل این صندوق همین بوده، را نشان می دهد. ضریب این متغیر در الگو معنی دار بوده و بیان گر این است که هر واحد افزایش در این متغیر، سهم سرمایه گذاری بخش خصوصی از GDP را به میزان 0.255604 افزایش می دهد. بنابراین هر افزایش در قیمت نفت نسبت به ارقام پیش بینی شده که به صورت ارز در صندوق ذخیره ارزی واریز می گردد، زمانی که به صورت تسهیلات و تأمین بخشی از اعتبار مورد نیاز طرح های تولیدی که توجیه اقتصادی دارند؛ به بخش خصوصی پرداخت گردد، سبب افزایش سرمایه گذاری می گردد و با هدف تشکیل این صندوق سازگاری دارد.

۵-۳- نتیجه گیری و بحث

تخمین و برآورد الگو اقتصاد سنجی به روش GMM، فرضیه تحقیق را که « تأثیر منفی سرمایه گذاری بخش دولتی بر سرمایه گذاری بخش خصوصی» می باشد، را تأیید نمود. در این مطالعه تمام متغیرها، دارای علامت مورد انتظار و معنی دار بودند و نتایج زیر به دست آمد.

(۱) افزایش سرمایه گذاری دولتی در ایران، باعث کاهش سرمایه گذاری خصوصی می گردد و با برون رانی همراه می باشد. در کشورهای در حال توسعه، سرمایه گذاری دولت در امور زیربنایی دارای رابطه مکمل با سرمایه گذاری بخش خصوصی می باشد، بازدهی و بهره وری سرمایه گذاری خصوصی را افزایش، زمینه را برای سرمایه گذاری خصوصی مهیا و سرمایه گذاری خصوصی را تشویق می کند. اما سرمایه گذاری دولتی در پروژه هایی که به تولید کالا و خدمات رقیب برای بخش خصوصی، می پردازند؛ دارای اثر منفی روی سرمایه گذاری خصوصی می باشند. یعنی در مسیر حرکت به سمت خصوصی سازی، برون رانی میان سرمایه گذاری بخش خصوصی و دولتی وجود دارد که در اقتصاد ایران بدین گونه می باشد. گرین و ویلانوا^{۱۸} (۱۹۹۷)، بلیجر و خان^{۱۹} (۱۹۸۹) نیز اظهار می دارند، سرمایه گذاری دولت مکمل

سرمایه گذاری بخش خصوصی است که دلیل آن سرمایه گذاری دولت در امور زیربنایی می باشد.

۲) مالیات بر شرکت ها در اقتصاد ایران، نرخ بازگشت خالص سرمایه را کاهش، هزینه استفاده از سرمایه را افزایش و موجودی سرمایه مطلوب را کاهش داده و به طور کلی تأثیر منفی بر تخصیص منابع، کارایی اقتصادی و رفاه داشته ،سرمایه گذاری بخش خصوصی را کاهش می دهد . با توجه به برون رانی، میان مالیات بر شرکت ها و سرمایه گذاری بخش خصوصی، معافیت های مالیاتی و نرخ نزولی مالیات، می تواند سرمایه گذاری بخش خصوصی را تشویق نماید. با توجه به اینکه، هدف دولت از اعمال مالیات ها فقط کسب درآمد نیست و مالیات ها، مؤثرترین ابزار سیاست های مالی دولت هستند، و با در نظر گرفتن این نکته که مالیات ها بر متغیرهای واقعی اقتصاد و جریان تولید، تأثیر می گذارند، دولت با استفاده از نرخ های نزولی مالیات یا معافیت های مختلف مالیاتی، می تواند نرخ مؤثر مالیاتی را کاهش داده تا صرفه جویی مالیاتی برای سرمایه گذاری بیشتر گردد، لذا سرمایه گذاری تشویق و تولید افزایش می یابد و نهایتاً درآمد مالیاتی دولت نیز افزایش خواهد یافت . که این نتیجه موافق با نظر رود و دیگران^{۲۰} (۲۰۰۷)، ورداوا(۲۰۰۴) بوده اما با نظر باستوس و همکارانش (۲۰۰۴) منطبق نمی باشد،دلیل آن نیز معافیت های مالیاتی است که بر سود و استهلاک واقع شده بود.

۳) تورم، تأثیر یگانه در تمام سطوح ندارد، انتظار براین است که برای تورم معتدل و اندک، سرمایه گذاری را تشویق نماید و به دلیل اینکه تورم، ترازهای واقعی پول را کاهش می دهد، افراد به جای نگه داشتن پول آن را سرمایه گذاری نمایند، اما زمانی که تورم از حد آستانه آن، بالاتر می رود، هزینه سرمایه را افزایش و بر سود دهی سرمایه گذاری تأثیر منفی به جای می گذارد ،همچنین ثبات اقتصادی و تعادل را تهدید و میل متوسط به سرمایه گذاری را کاهش می دهد، افراد حاضر به سرمایه گذاری در طرح های دیر بازده نمی شوند و به سمت فعالیت های غیرمولد و دلالی که نیازمند سرمایه در گردش می باشد و تأثیر منفی بر روی رشد و توسعه دارد، روی می آورند. این نتیجه مطابق نظر خان، الکساندر، اسمیت، گرایمز و فلدشتاین می باشد، که در مطالعات خود تأثیر منفی تورم بر سرمایه گذاری را تأیید و بیان می نمایند که برون رانی میان تورم و سرمایه گذاری خصوصی وجود دارد.

۴) بین نرخ بهره و سرمایه گذاری بخش خصوصی برون رانی وجود دارد، بنابراین کاهش نرخ بهره سرمایه گذاری را افزایش می دهد، لذا سیاست های بخش مالی که نرخ بهره بلند مدت را متأثر می کنند، همچنین رشد و توسعه بازارهای پولی باعث بهبود در بهره وری سرمایه شده، میل

- متوسط به پس انداز را افزایش و ارزش فعلی وسود دهی پروژه های سرمایه گذاری را افزایش خواهد داد که مطابق نظر ورداوا و خان می باشد.
- ۵) پرداخت تسهیلات به بخش خصوصی، سبب تشویق سرمایه گذاری شده و با تأمین بخشی از منابع مورد نیاز طرح ها باعث اجرای آنها شده و در رشد سرمایه گذاری بخش خصوصی و کارایی اقتصاد تأثیر مثبت دارد .
- ۶) سیاست های تعدیل، توسعه مشارکت عمومی و فراهم شدن زمینه آن، ایجاد فضای اطمینان، امنیت و ثبات و فضای رقابتی، سرمایه گذاری بخش خصوصی را افزایش خواهد داد.
- ۷) صندوق ذخیره ارزی، با تأمین بخشی از اعتبار مورد نیاز طرح های تولیدی بخش غیردولتی، سرمایه گذاری بخش خصوصی را افزایش می دهد .

فهرست منابع

- * برانسون .ویلیام.اچ .ترجمه عباس شاکری(۱۳۷۸).نظریه و سیاست های اقتصاد کلان.نشر نی
 - * تقوی،مهدی(۱۳۸۸) مالیات بر عایدی سرمایه، سازمان امورمالیاتی کشور.
 - * پژویان،جمشید(۱۳۷۳) " بررسی اقتصادی مالیات بر شرکتها،معاونت امور اقتصادی
 - * پژویان،جمشید(۱۳۸۷).اقتصاد بخش عمومی(مالیاتها).انتشارات جنگل.
 - * خلیلی عراقی،منصور.(پاییز و زمستان ۱۳۷۶).آزمونی از پدیده جایگزینی اجباری در اقتصاد ایران.مجله تحقیقات اقتصادی،دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران،شماره ۵۱.
 - * سازمان مدیریت و برنامه ریزی.قانون برنامه چهارم توسعه.۱۳۸۴.
 - * سازمان امور مالیاتی.دفتر مطالعات و تحقیقات مالیاتی.
 - * دورنبوش.فیشر(۱۳۷۸). "اقتصاد کلان ".ترجمه تیزهوش تابان.انتشارات سروش.
 - * رحمانی.تیمور.(۱۳۷۱) "تشکیل سرمایه در ایرن"پایان نامه کارشناسی ارشد.دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران.
 - * رحمانی.تیمور(۱۳۷۹).اقتصاد کلان.انتشارات برادران.
 - * رومر.دیوید.ترجمه تقوی مهدی.(۱۳۸۵) اقتصاد کلان پیشرفته.انتشارات دانشگاه آزاد واحد علوم و تحقیقات تهران.
 - * هژبر کیانی،کامبیز(۱۳۸۷) تعیین نرخ بهینه پایه های مالیاتی و بررسی آثار اقتصادی آن، سازمان امورمالیاتی کشور.
- * A.D.Knox.the Acceleration and principle and the theory of investment(1995) :A survy,Economica.New series.,vol.19.August.

- * Bange, Benhard, Granato, Lauren (1997) "The effect of inflation on the natural rate of output" Applied Economics.
- * Blejer, M.I. and Khan, M.S. (June 1984). government policy and Private investment in developing countries. IMF staff papers, vol. 37.
- * Bustos, Alvaro (2004), Engel, Eduardo, Galetovic, Alexander " Could higher taxes increase the long-run demand for Capital? " Journal of Development Economics 73 (2004) 675- 697 .
- * Dale W. Jorgenson & Calvin D. Siebret (1986): "A Comparison of Alternative Theories of Corporate Investment Behavior". A.E.R. Vol. Lxv III. No 4. 681-683
- * Djankov, Simeon, Ganser, Tim, McLiesh, Caralee, Ramalho, Rita, Shleifer, Andrei (2009) , " The effect of corporate taxes on investment and entrepreneurship" working paper.
- * Ghura Dhaneshwar (1997), "Private Investment and Endogenous Growth: Evidence from Cameroon". IMF working paper.
- * Gupta. Sanjeev, Clements. Benedict, Gillingham. Robert, Schiller. Christain, Verhoeven. Marijn, Alenso-Terme. Rosa, Mourmouras. Alexandros (1999) "Should Equity Be a Goal of Economic Policy?" IMF. Economic Issues. No 16.
- * Green. J. and Villanueva, D. (March 1997). Private investment in developing countries, an Empirical Analysis. IMF staff papers.
- * J.C. Poindexter. Macroeconomics. 2nd Edition. 1981.
- * Khan, Mohsin & Villanueva, Delano (1997) "Macroeconomic Policies and Long-Term Growth".
- * Lesli (1993), "seignorage and inflation taxes" chapter 1, section 1-5.
- * Nsouli, Rached & Funke (2002), "The Speed of Adjustment and Sequencing of Economic Reforms". Issues and Guidelines for Policymakers.
- * Schneider. Friedrich, Enste. Dominik (2002) "The Growth of the Underground Economy". IMF.
- * Sill Keith (2005) "Do budget deficit cause inflation?" business Review. 26-33
- * Sundrajan, V. and Thankur, S. (December 1980). . Public investment, crowding out, and growth I: a dynamic model applied to India and Korea. IMF staff papers, vol. 27.
- * Tun Wai, U. and Wang, C. (October 1982). Determinates of private investment in developing countries. Journal of developing studies, vol. 19.
- * Public Finance in Theory and Practice, fifth Edition, R.A.P.B. Musgrave,
- * Rodrigo, Vergara (2004), "Taxation and Private investment : evidence for Chile" .
- * Wesky, Addison, R. Berndt Ernest (1991), , "the Practice of Econometrics".
- * W. Rabert J. Alexander (1997) "Inflation and economic growth". Applied Economics. "Inflation and economic growth". Applied Economics

یادداشت‌ها

- ¹ Crowding out
- ² Crowding in
- ³ Generalized Method of Moments
- ⁴ Harrod
- ⁵ Samuelson
- ⁶ Jorgenson
- ⁷ Tobin
- ⁸ Crowding out
- ⁹ Khan, Mohsin & Villanueva, Delano (1997) "Macroeconomic Policies and Long-Term Growth".
- ¹⁰ Crowding in
- ¹ sandrajan & thankur
- ¹ Tun Wai, u. and Wang, c
- ² Blejer, M.I. and Khan
- ³ Green. J. and Villanueva, D
- ⁴ Bustos
- ⁵ Rodrigo Verdava
- ¹⁷ Ruud de Mooij & Gaetan nicodeme
- ³ Green. J. and Villanueva, D
- ² Blejer, M.I. and Khan
- ²⁰ Ruud de Mooij & Gaetan nicodeme