تحلیل اثر نامتقارن تورم بر سرمایه‌گذاری واقعی در ایران

سیدعزیز آرمن[1]　　معصومه میرابی‌زاده[2]

تاریخ دریافت: ۱۳۹۰/۰۹/۰٤　　تاریخ پذیرش: ۱۳۹۱/۰٦/۱۲

چکیده

هدف این مقاله تحلیل اثر تورم بر سرمایه‌گذاری واقعی در ایران است. پس از مروری مختصر بر نظریه‌های سرمایه‌گذاری و وضعیت آن در ایران، تعیین‌کننده‌های سرمایه‌گذاری را با استفاده از داده‌های سالانهٔ ۱۳۳۸تا ۱۳۸۸ بررسی می‌کنیم. نتایج آزمون دیکی‌ـفولر تعمیم‌یافته نشان می‌دهد که تمامی متغیرهای مدل ایستا از درجهٔ یک یا I(1) هستند. ارزیابی با استفاده از مدل رگرسیون آستانه‌ای نشان می‌دهد که تولید ناخالص داخلی واقعی و شاخص بازبودن تجاری و نرخ تورم می‌توانند بر سرمایه‌گذاری اثرگذار باشند. نتایج حاکی از آن است که اثر تورم بر سرمایه‌گذاری، از نوعی فرایند تعدیل نامتقارن پیروی می‌کند. سطح آستانه‌ای نرخ تورم ۱۱/۹ درصد ارزیابی شده است. اگر نرخ تورم از این سطح آستانه‌ای بالاتر باشد، تورم اثر منفی بر سرمایه‌گذاری خواهد داشت. اما اگر نرخ تورم زیر این نرخ باشد، نه‌تنها اثر منفی از بین می‌رود، بلکه افزایش قیمت‌ها می‌تواند سطح سرمایه‌گذاری را افزایش دهد.

واژگان کلیدی: اقتصاد ایران، رگرسیون آستانه‌ای، سرمایه‌گذاری.

JEL: E22, E31, C22.

۱. مقدمه

سرمایه‌گذاری یکی از اجزای مهم تقاضای کل است که نقش بسیار تعیین‌کننده‌ای در نوسانات اقتصادی و رشد اقتصادی هر کشور ایفا می‌کند؛ لذا شناخت رفتار سرمایه‌گذاری در کانون توجه اقتصاددانان و سیاستگذاران اقتصادی بوده است. بر این اساس، از دیرباز نظریه‌پردازان درصدد تهیهٔ الگویی بوده‌اند تا بتواند رفتار سرمایه‌گذاری را تبیین و عوامل مهمِ تأثیرگذار بر آن را شناسایی کند. متغیرهای مختلفی بر سرمایه‌گذاری مؤثر است؛ ازجمله هزینهٔ سرمایه‌گذاری که اغلب آن را با نرخ بهره نشان می‌دهند. ازآنجاکه اقتصاد ایران دو بخش رسمی و غیررسمیِ بازار پول دارد، نمی‌توان نرخ بهرهٔ مشخصی را به‌عنوان برآیند یا میانگین وزنی آن انتخاب کرد. در این حالت، ازجمله متغیرهایی که می‌تواند جانشین هزینهٔ فرصت سرمایه‌گذاری تلقی شود، نرخ تورم است.

---

۱. دانشیار دانشکدهٔ اقتصاد دانشگاه شهیدچمران اهواز، Email: saarman2@yahoo.com

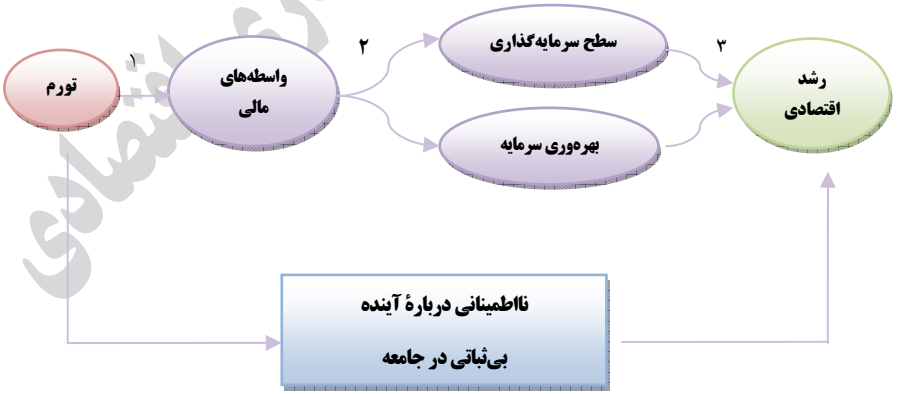
۲. کارشناس‌ارشد اقتصاد، مدرس دانشگاه پیام‌نور، Email: masume_mirabi@yahoo.com

[Downloaded from isharat.khu.ac.ir on 2026-10-29]

[DOR: 20.1001.1.22286454.1391.2.8.2.1]

تورم یکی از اساسی‌ترین معضلات اقتصادی در طول حیات اقتصادی هر کشور شناخته می‌شود. ادبیات اقتصادی مربوط به این موضوع، آن‌قدر حجیم و گسترده است که شاید کمتر موضوع دیگری در اقتصاد را بتوان با آن مقایسه کرد. تورم، افزایش مداومِ سطح عمومی قیمت‌ها یا کاهش مستمر قدرت خرید پول کشور است و اساساً پدیده‌ای نامطلوب در اقتصاد به‌شمار می‌آید که هزینه‌هایی جدی بر جامعه تحمیل می‌کند. این پدیده در سطوح کلان، علاوه‌بر آنکه نظام قیمت‌ها را مختل می‌کند، موجب به‌وجودآمدن چند مسئله خواهد شد: کاهش پس‌اندازها، ازبین‌رفتن انگیزه‌های سرمایه‌گذاری، تحریک فرار سرمایه از بخش‌های تولیدی به‌سمت فعالیت‌های سفته‌بازی و درنهایت کندشدن رشد اقتصادی. تورم و تغییرات زیاد آن، موجب نبود اطمینان و درنتیجه سلب انگیزه و تأخیر در تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری می‌شود. همچنین باعث می‌شود که اطلاعات موجود در قیمت‌های نسبی کاسته شود، تخصیص منابع به‌نحو کارایی صورت نگیرد، توزیع مجدد درآمد و ثروت برقرار شود و برگشت واقعی سرمایه در بازار سرمایه کاهش یابد.

از نگاهی دیگر، تورم می‌تواند آثار مثبتی بر رشد اقتصادی بگذارد. این آثار عبارت است از: تشویق به انباشت سرمایه در مقابل نگهداری پول، افزایش انعطاف‌پذیری قیمت‌ها، کاهش بدهی‌های واقعی دولت و درنتیجه کاهش ارزش واقعی مالیات‌های پرداختی به‌منظور جبران بدهی‌ها. همچنین می‌توان به آثار نرم‌کنندهٔ تورم در جریان چرخش فعالیت‌های اقتصادی، تحت وضعیتی که قیمت‌ها چسبنده است، اشاره کرد. اقتصاددانان دربارهٔ اینکه تورم درمجموع، آثار مثبت یا منفی یا خنثی بر اقتصاد دارد، اتفاق نظر ندارند. به‌طور کلّی می‌توان گفت مکانیسم انتقالی زیر، از تورم به سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی وجود دارد.



نمودار ۱. مکانیسم انتقالی از تورم به رشد اقتصادی

منبع: مقاله‌ای با عنوان «تورم و رشد اقتصادی؛ اثرات آستانه‌ای و مکانیسم انتقالی»، نوشتهٔ Min Li

[Downloaded from isharat.khu.ac.ir on 2026-10-29]
[DOR: 20.1001.1.22286454.1391.2.8.2.1]

طبق نمودار بالا، تورم اثر مستقیمی بر رشد اقتصادی دارد؛ اما این اثر مستقیم جزئی است. اکثر مطالعات نظری بر مسیری متمرکز است که شماره‌های ۱ و ۲ و ۳ بیان کرده‌اند؛ یعنی مسیر غیرمستقیم. شروع مسیر تأثیرگذاری تورم بر رشد اقتصادی با رابطهٔ تورم‌مالی شروع می‌شود. حتی افزایش‌های پیش‌بینی‌شدهٔ نرخ تورم ممکن است مانعی در توسعهٔ بازارهای مالی باشد. ازسوی دیگر، مطالعات تجربی اندازه‌های متفاوت، اما با علامت مثبت، از اثر توسعهٔ بازار مالی بر سطح سرمایه‌گذاری و بهره‌وری سرمایه و بنابراین بر رشد اقتصادی واقعی مطرح می‌کنند (کینگ و لوین[1] (۱۹۹۳الف و ب)، لوین و زروس[2] (۱۹۹۸)). علاوه‌برآن بیان می‌کنند که سرمایه‌گذاری، کانال مهمی در تأثیرگذاری بازار مالی بر رشد اقتصادی است. بنابراین می‌توان گفت بازار مالی کانال مهمی است که ازطریق آن، تورم بر رشد اقتصادی اثر می‌گذارد.

مطالعات دورنبوش و رینوسو[3] (۱۹۸۹) مبیّن اثر منفی نرخ تورم بر سرمایه‌گذاری خصوصی است. در مطالعات میراخور و مونتیل[4] (۱۹۸۷)، بورنزتین[5] (۱۹۸۹) و گرین و ویلانوآ[6] (۱۹۹۰) بدهی‌های خارجی و درآمد سرانه به‌عنوان متغیرهای تأثیرگذار بر سرمایه‌گذاری خصوصی معرفی شده است. نتایج مطالعهٔ گیورا و هاجیمیشل[7] (۱۹۹۶) برای کشورهای صحرای افریقا (۱۹۹۱-۱۹۸۲) نشان می‌دهد که ارتباط هر دو سرمایه‌گذاری خصوصی و دولتی با رشد اقتصادی مثبت بوده، اما اثر مربوط به سرمایه‌گذاری دولتی ضعیف‌تر است. همچنین سیاست‌های کلان اقتصادی ازطریق تأثیر بر مقدار و کارایی سرمایه‌گذاری بر نرخ رشد، اثر معنی‌داری داشته است. سیاست‌های عمومی نظیر کاهش کسری بودجه به GDP، کاهش نرخ تورم، افزایش قدرت رقابت خارجی، تعدیلات ساختاری قوی، توسعهٔ سرمایهٔ انسانی و کاهش نرخ رشد جمعیت، بر رشد اقتصادی تأثیر مثبت و معنی‌داری خواهد گذاشت. دربارهٔ ایران می‌توان به مطالعهٔ نسبتاً قدیمی شهشهانی (۱۳۵۷) اشاره کرد. در مطالعهٔ مذکور، سرمایه‌گذاری بخش خصوصی تابعی از متغیرهای درآمد سرانه، سرمایه‌گذاری بخش دولتی، نرخ بهرهٔ سپرده‌های مدت‌دار و نرخ تورم درنظر گرفته شده است. اقبالی و همکاران (۲۰۰۳) رابطهٔ علّی میان سرمایه‌گذاری بخش خصوصی از یک طرف و متغیرهای کلان اقتصادی همچون حجم نقدینگی، درآمدهای نفتی، نرخ تورم و تولید ناخالص داخلی را با استفاده از تکنیک علیت گرنجری[8] بررسی کرده‌اند. آنان پس از مشخص‌سازی متغیرهای توضیحی، ناپایایی آن‌ها را با

1. King & Levin
2. Levin & Zervos
3. Dorenbush and Reynoso
4. Mirakhor and Montiel
5. Borensztaien
6. Green and Villanueva
7. Chura & Hadjimichaeal
8. Granger Causality

[Downloaded from isharat.khu.ac.ir on 2026-10-29]
[DOR: 20.1001.1.22286454.1391.2.8.2.1]

با اتکا به آزمون دیکی فولر تعمیم‌یافته[1] (ADF) بررسی کردند. نیز تعادل بلندمدت سرمایه‌گذاری با روش خودبازگشتی با وقفه‌های توزیعی[2] (ARDL) را برآورد کردند. نتایج نشان می‌دهد که در ایران بین این شاخص‌ها رابطهٔ تعادلی بلندمدت وجود دارد: بین درآمد سرانه، سرمایه‌گذاری دولتی، تورم و روند به‌عنوان متغیرهای توضیحی و سرمایه‌گذاری خصوصی به‌عنوان متغیر وابستهٔ دولتی؛ نیز بین تورم و روند به‌عنوان متغیرهای توضیحی و سرمایه‌گذاری خصوصی به‌عنوان متغیر وابسته. در این میان، نقش درآمد سرانه اهمیت بیشتری دارد.

۲. نظریه‌های سرمایه‌گذاری در تبیین عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری

برای تبیین رفتار سرمایه‌گذاری، نظریه‌های مختلفی ارائه شده است که مهم‌ترین آن‌ها عبارت است از نظریهٔ وجوه داخلی سرمایه‌گذاری، نظریهٔ شتاب سرمایه‌گذاری، نظریهٔ نئوکلاسیک سرمایه‌گذاری و نظریهٔ q توبین.

در نظریهٔ وجوه داخلی سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری تابعی از سود درنظر گرفته می‌شود. در این نظریه، استدلال بر این است که مدیران بنگاه‌ها در اتخاذ تصمیم برای سرمایه‌گذاری، وجوه داخلی بنگاه (سودهای توزیع‌نشده و ذخایر استهلاک) را بر وجوه خارجی (اخذ بدهی و فروش سهام) ترجیح می‌دهند. همچنین افزایش وجوه داخلی بنگاه، معلول سودهای بیشتر است و لذا با افزایش سود، بر میزان سرمایه‌گذاری بنگاه افزوده خواهد شد. نتیجه آنکه سرمایه‌گذاری تابعی از میزان سود است.

در نظریهٔ شتاب ساده، فرض اساسی این است که تابع تولید، ضرایب ثابت دارد؛ به‌ویژه برای تولید هر واحد کالا مقدار ثابتی نهادهٔ سرمایه لازم است. در تحلیل شتاب ساده، تقاضا برای کالاهای سرمایه‌ای مستقیماً با تغییرِ سطح تولید یا درآمد ملی تغییر می‌کند. میزان تغییر در کالاهای سرمایه‌ای علاوه‌بر اینکه به میزان تغییر در سطح درآمد ملی بستگی دارد، به عاملی دیگر، یعنی نسبت سرمایه به تولید ($\frac{K}{Y}$) یا ضریب ثابت سرمایه نیز وابسته است.

نظریهٔ شتاب انعطاف‌پذیر را گودوین[3] (۱۹۵۱) و چنری[4] (۱۹۵۲) بیان کردند. این نظریه گاهی‌اوقات مدل مدل تعدیل جزئی نیز نامیده می‌شود و در آن، همانند نظریهٔ شتاب ساده، فرض بر این است که برای تولید هر واحد کالا مقدار مشخص و ثابت سرمایه نیاز است. در اصل، شتاب انعطاف‌پذیر سرمایه‌گذاری ناخالص

1. Augmented Dickey-Fuller
2. Auto Regressive Distributed Lags
3. Goodwin
4. Chenery

[Downloaded from isharat.khu.ac.ir on 2026-10-29]
[DOR: 20.1001.1.22286454.1391.2.8.2.1]

یا کل، تابعی مستقیم از سطح تقاضای کل و تابعی معکوس از موجودی سرمایهٔ دورهٔ قبل است (رحمانی، ۱۳۸۰).

در نظریهٔ نئوکلاسیک سرمایه‌گذاری، تمرکز بر تعیین حجم سرمایهٔ بهینه است. ازنظر جورگنسون[1] (۱۹۶۷)، متغیر مهم و اساسی در تعیین حجم سرمایهٔ بهینه، ارزش حقیقی هزینهٔ سرمایه به نرخ دستمزد حقیقی است. درصورت ثابت‌بودن سایر شرایط، افزایش دستمزد حقیقی، موجب می‌شود که در تابع تولید، تکنیک سرمایه‌بر استفاده شود که در نتیجهٔ آن افزایشِ حجم سرمایه، بهینه خواهد بود. مهم‌ترین نکته در استفاده از این روش، توجه به نقش قیمت‌های نسبی عوامل است.

در نظریهٔ q سرمایه‌گذاری که جیمز توبین[2] در سال ۱۹۶۹ ارائه کرده، فرض بر این است که موجودیِ مطلوبِ سرمایه و سرمایه‌گذاری، به‌طور مثبت با q رابطه دارد. اگر ارزش بازاری دارایی‌های موجود (فعلی) بنگاه را با M_V و هزینهٔ جایگزینی دارایی‌های بنگاه را با R_C نشان دهیم، در آن صورت می‌توان نسبت q را به‌صورت زیر بیان کرد:

$$q = \frac{M_V}{R_C} \qquad (۱)$$

تأکیدی که در نظریهٔ q روی بازارهای مالی صورت گرفته است، به این سبب است که اشخاص یا بنگاه‌های فردی در ابتدا، بین انتخاب سرمایه‌گذاری در بخش حقیقی (سرمایه‌گذاری) و انتخاب آن در بخش مالی (اوراق قرضه و...) آزادند. ازاین‌رو سرمایه‌گذاری با بازارهای مالی ارتباط تنگاتنگی دارد. نظریهٔ q این نکته را درنظر می‌گیرد که هر بنگاه، خود انتخاب می‌کند که در کارخانه و ماشین‌آلات سرمایه‌گذاری کند، یا در فعالیت‌های دیگری سرمایهٔ خود را به جریان اندازد (برانسون، ۱۳۸۱).

۳. مروری بر وضعیت متغیرهای کلان با تأکید بر سرمایه‌گذاری در اقتصاد ایران

در سال‌های قبل از دههٔ ۱۳۵۰ و طی برنامه‌های عمرانی سوم و چهارم توسعه که قیمت‌ها از ثبات نسبی برخوردار بودند، توسعهٔ سرمایه‌گذاری موجب شد رشد تولید همواره بیشتر از پیش‌بینی برنامه تحقق یابد.

دورهٔ زمانی ۱۳۵۰تا۱۳۵۶: به‌دلیل شوک نفتی، درآمد حاصل از صادرات نفت و گاز در سال ۱۳۵۳، به میزان ۱۵۲/۶ درصد افزایش یافت که این موضوع تأثیر خود را در دیگر متغیرهای کلان اقتصادی ظاهر ساخت. دولت در این سال، به‌دنبال افزایش شدید درآمد نفتی، بودجه‌ای به‌شدت انبساطی اجرا کرد؛

1. Jorgenson
2. Tobin, James

[Downloaded from isharat.khu.ac.ir on 2026-10-29]
[DOR: 20.1001.1.22286454.1391.2.8.2.1]

به‌طوری‌که هزینه‌های جاری و عمرانی و واردات مواد اولیه و کالاهای واسطه‌ای (۸۷/۶ درصد) و کالاهای سرمایه‌ای (۱۶۲/۱ درصد) افزایش یافت. این مسئله در حداکثرشدن سرمایه‌گذاری بی‌تأثیر نبوده است و سرمایه‌گذاری به قیمت ثابت سال ۱۳۵۶، به حداکثر مقدار خود رسید. در سال‌های بعد، آهنگ رشد سرمایه‌گذاری نزولی شده است. برخی تحلیل‌گران معتقدند کاهش نرخ رشد سرمایه‌گذاری، انعکاس بیماری هلندی در اقتصاد ایران تحت دو اثر مخارج و منابع است. رشد اقتصادی نیز تا سال ۱۳۵۵، مثبت بوده است و حداکثر آن مربوط به همین سال است.

در پی رویکرد انبساطی سال ۱۳۵۳، تورم در سال‌های بعد شتاب گرفت. این موضوع به‌همراه رویکرد انقباضی در سال‌های بعد (رشد منفی هزینه‌های دولت)[1] و همچنین نزولی‌شدن آهنگ رشد سرمایه‌گذاری، تبدیل به رشد اقتصادی منفی در سال ۱۳۵۶ شد (۲/۳- درصد).

دورهٔ زمانی ۱۳۵۷تا۱۳۶۷: بحران ناشی از جنگ تحمیلی و وضعیت خاص کشور، در توجیه رشد منفی هزینه‌های جاری و عمرانی دولت طی این دوره مؤثر است. در برخی سال‌های این دوره، شاهد گسست رابطه میان متغیرهای کلان اقتصادی در کشوریم؛ به‌طور مثال، در سال ۱۳۵۶، رشد نقدینگی برابر ۳۱/۶درصد بوده است؛ ولی در سال ۱۳۵۷، تورم بسیار کاهش یافت و به ۸/۸ درصد رسید. گسست پدیدآمده بین نقدینگی و تورم را می‌توان به تغییر انتظارات جامعه در اثر پیروزی انقلاب اسلامی نسبت داد و این روند برای سال بعد نیز ادامه یافت. در سال ۱۳۶۰، این امر به شکل دیگری رقم خورد: در این سال، رشد نقدینگی به ۱۶/۱درصد کاهش یافت؛ اما سال بعد، تورم به بیشترین مقدار خود افزایش پیدا کرد. این افزایش را می‌توان به ایجاد جوّ نامطمئن دربارهٔ آینده در اثر جنگ و به‌طور طبیعی افزایش انتظارات تورمی نسبت داد. در مقابل، پس از کاهش شدید سرمایه‌گذاری در سال ۱۳۵۸ که در بین تمامی سال‌ها کمترین مقدار است، آهنگ رشد آن در سال ۱۳۵۹ صعودی شده است. این موضوع نشان می‌دهد که پس از پیروزی انقلاب اسلامی، اطمینان و خوش‌بینی دربارهٔ آینده رفته‌رفته افزایش یافته است؛ اما با بروز جنگ به‌مدت دو سال، شاهد رشد منفی این متغیّریم.

طی سال‌های ۱۳۶۳تا۱۳۶۷ سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد و حادترین وضعیت آن مربوط به سال ۱۳۶۵ است. تورم در سال‌های ۱۳۶۳ و ۱۳۶۴ به کمترین مقدار خود بعد از انقلاب اسلامی رسید: ۱۰ و ۷/۷درصد. در فاصلهٔ سال‌های ۱۳۶۵ تا ۱۳۶۷ با وجود رشد نقدینگی معمولی (۱۶/۵درصد)، متوسط تورم در این سه سال، ۲۴/۲درصد بود. این گسست ارتباط بین نقدینگی و تورم را می‌توان به کاهش تولید ناخالص داخلی،

---

۱. رشد کل هزینه‌های دولت، جاری و عمرانی، در سه سال آخر، به‌ترتیب ۶/۷ و ۳/۱- و ۰/۸- درصد شد.

[Downloaded from isharat.khu.ac.ir on 2026-10-29]

[DOR: 20.1001.1.22286454.1391.2.8.2.1]

کاهش سرمایه‌گذاری واقعی و انتظارات تورمی ناشی از جنگ نسبت داد. رشد اقتصادی در اکثر سال‌های مدنظر نیز منفی بوده و نامناسب‌ترین وضعیت آن در سال ۱۳۵۹ (۱۵/۱-درصد) بوده است.

دورهٔ زمانی ۱۳۶۸ تا ۱۳۷۲: در سال‌های ۱۳۶۸ تا ۱۳۷۰، متوسط رشد واردات مواد اولیه و کالاهای واسطه‌ای ۴۹/۵درصد و درخصوص کالاهای سرمایه‌ای ۷۰/۷درصد بوده است. این موضوع به‌همراه پذیرش قطعنامهٔ ۵۹۸ که منجر به ایجاد خوش‌بینی دربارهٔ آینده شد، موجبات افزایش سرمایه‌گذاری را فراهم کرد؛ به‌طوری‌که از سال ۱۳۶۸، سرمایه‌گذاری افزایش یافت و در سال ۱۳۷۰ از رشد بالایی برخوردار شد. مجموعهٔ این عوامل در کسب رشد فراوانِ اقتصادی در سال‌های ۱۳۶۹ و ۱۳۷۰ (۱۴/۱ و ۱۲/۱) بی‌تأثیر نبوده است. درمقابل در این سال‌ها، تورم کاهش یافت و به ۱۶/۶ و ۸/۷ درصد در سال‌های ۱۳۶۸ و ۱۳۶۹ رسید.

در دو سال ۱۳۷۱ و ۱۳۷۲، سرمایه‌گذاری کاهش یافته است. این رشد منفی در سرمایه‌گذاری را می‌توان به افزایش هزینه‌های تمام‌شدهٔ دولت[1] نسبت داد. این افزایش هزینه‌ها، به‌همراه اجرای سیاست‌های تعدیل اقتصادی، به تورمی‌بودن جامعه دامن می‌زند. وضعیت تورمی در جامعه، خود نیز به دلایل مختلفی، نظیر افزایش هزینهٔ تولید، کاهش قدرت خرید و به‌طبع کاهش تقاضای مردم و ایجاد جوّ نااطمینانی در کشور، سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. عوامل مطرح‌شده در سال‌های ۱۳۷۱ و ۱۳۷۲، در کاهش رشد اقتصادی (به‌ترتیب ۴ و ۱/۵درصد) بی‌تأثیر نبوده است.

دورهٔ زمانی ۱۳۷۳تا۱۳۷۸: طی این دوره که برنامهٔ پنج‌سالهٔ دوم توسعهٔ اقتصادی و اجتماعی و فرهنگی را دربر می‌گیرد، سرمایه‌گذاری به قیمت ثابت سال ۱۳۷۶، افت‌وخیزهایی داشته است. در سال‌های ۱۳۷۳ و ۱۳۷۴، سرمایه‌گذاری کاهش یافت که می‌توان آن را به تورمی‌بودن این سال‌ها مرتبط دانست. شایان ذکر است که بیشترین نرخ تورم در بین همهٔ سال‌ها، مربوط به همین دو سال است (۳۵/۲ و ۴۹/۴ درصد). قسمتی از این تورم را می‌توان مرهون رشد چشمگیر نقدینگی در سال ۱۳۷۲ دانست. این افزایش نقدینگی و افزایش نرخ ارز آزاد در سال‌های ۱۳۷۳ و ۱۳۷۴ (۳۲/۲ و ۵۵/۶ درصد) باعث شد که رشد اقتصادی در این دو سال، وضعیت نامناسبی نداشته باشد و مقدار آن به‌ترتیب در سطح ۰/۵ و ۲/۹ درصد قرار گیرد.

طی این دوره، بیشترین رشد سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی مربوط به سال ۱۳۷۵ است. تورم در سال ۱۳۷۵، نسبت‌به دو سال قبل کاهش یافت و به ۲۳/۲ درصد رسید. در این مسئله، افزایش ۲۳/۴ درصدی واردات کالا، افزایش ۲۵ درصدی سرمایه‌گذاری واقعی و همچنین بهبود رشد اقتصادی بی‌تأثیر نبوده است.

---

۱. افزایش این نوع هزینه، باعث جابه‌جایی منابع از دست بخش خصوصی به دولت می‌شود.

[Downloaded from isharat.khu.ac.ir on 2026-10-29]

[DOR: 20.1001.1.22286454.1391.2.8.2.1]

دولت پس از تورم ۵۰درصدی سال ۱۳۷۴ و بی‌ثباتی نرخ ارز، سیاست مهار نقدینگی را در پیش گرفت و نرخ رشد نقدینگی را از ۳۷درصد در سال ۱۳۷۵ به ۱۵/۲درصد در سال ۱۳۷۶ کاهش داد. این سیاست در مهار تورم مؤثر بود؛ اما به‌همراه کاهش قیمت نفت در این فاصله و به‌طبع کاهش واردات موجب شد که در فاصلهٔ زمانی ۱۳۷۶تا۱۳۷۸، آهنگ رشد سرمایه‌گذاری و همچنین رشد اقتصادی نزولی شود. درمقابل متوسط تورم در این سه سال، برابر ۱۸/۵درصد بوده است.

دورهٔ زمانی ۱۳۷۹تا۱۳۸۴: آثار مثبت اولیهٔ افزایش‌های قیمت نفت پس از سال ۱۳۷۸، در سال‌های ۱۳۷۹ و ۱۳۸۰ ظاهر شد و اوج تأثیرپذیری مثبت اقتصاد از افزایش قیمت نفت در سال‌های ۱۳۸۰ و ۱۳۸۱ است؛ به‌طوری‌که نرخ رشد سرمایه‌گذاری افزایش یافت. پس‌ازآن به تدریج، آثار بیماری هلندی در اقتصاد ظاهر شده است. رشد سرمایه‌گذاری در سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۴ صعودی است. با وجود رشد بالای نقدینگی در این دوره (متوسط ۳۰/۹۳درصدی)، تورم درمقایسه‌با قبل، در سطح پایینی است (متوسط ۱۳/۶۵درصدی). علت اصلی کاهش تورم در این دوره را می‌توان رسیدن اقتصاد به ثباتی تقریبی و به‌طبع تقلیل انتظارات تورمی نسبت داد.

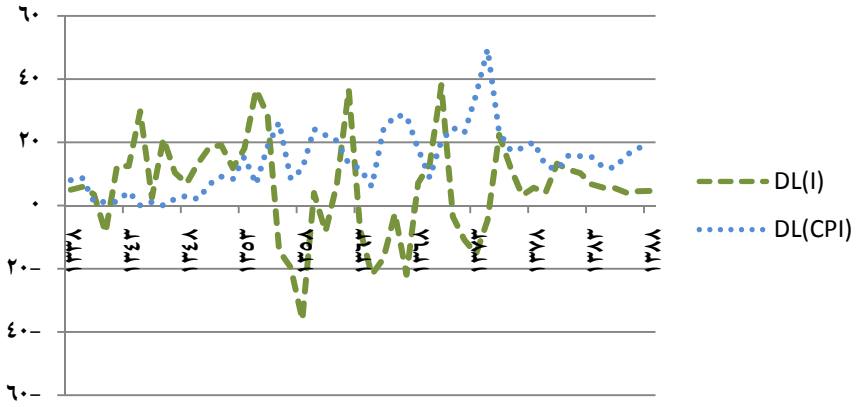
دورهٔ زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۸: در این دوره، بیشترین نرخ رشد نقدینگی مربوط به سال ۱۳۸۵، با مقدار ۳۹/۴ درصد و کمترین مقدار آن مربوط به سال با ۲۳/۹درصد است. متوسط نرخ رشد نقدینگی این دوره، ۲۶ درصد است. آهنگ نزولی متوسط رشد واردات مواد اولیه و کالاهای واسطه‌ای و همچنین کالاهای سرمایه‌ای که از دورهٔ قبل شروع شده بود، همچنان ادامه داشته است؛ به‌طوری‌که متوسط رشد واردات این اقلام در سال ۱۳۸۵ منفی می‌شود (۱/۷- درصد). به‌عبارت‌دیگر درآمد نفتی به مقدار زیاد در مسیر واردات قرار نگرفته است. تعداد طرح‌های تحت پوشش قانون حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی، در این دوره به‌طور مرتب کاهش یافته است. میانگین رشد اقتصادی طی برنامهٔ چهارم توسعهٔ اقتصادی ۴/۶درصد و میانگین نرخ تورم ۱۴/۹درصد است (هژبر کیانی و رحیم‌زاده، ۱۳۸۸).

از مجموع مطالب بیان‌شده در دوره‌های زمانی مختلف می‌توان نتیجه گرفت که اگر مجموعه‌ای از متغیرهای مهم اقتصاد کلان نظیر رشد اقتصادی، رشد سرمایه‌گذاری، تورم و نقدینگی را درنظر بگیریم، در اقتصادی نفتی مانند ایران، بودجه در کانون آن قرار دارد و تحولات بودجه ازطریق ارز به واردات، سرمایه‌گذاری و تولید و همچنین ازطریق پایهٔ پولی به نقدینگی و تورم منتقل می‌شود. به‌عبارت‌دیگر می‌توان گفت اقتصاد متکی به نفت در ایران، منجر به زنجیره‌ای شده که حلقه‌های آن به‌راحتی از یکدیگر جدا نمی‌شوند.

[Downloaded from isharat.khu.ac.ir on 2026-10-29]

[DOR: 20.1001.1.22286454.1391.2.8.2.1]

نمودار ۲ نیز، روند تورم[1] و رشد سرمایه‌گذاری واقعی[2] در دورهٔ مطالعه‌شده را نشان می‌دهد. با نگاهی اجمالی می‌توان گفت در برخی سطوح تورم، رابطهٔ منفی بین تورم و سرمایه‌گذاری واقعی مشاهده می‌شود.



نمودار ۲. روند تورم و رشد سرمایه‌گذاری واقعی

منبع: محاسبات تحقیق

٤. معرفی و تخمین مدل

٤.١. معرفی مدل

ولدخانی (۲۰۰۸) مدل مناسب برای تابع سرمایه‌گذاری واقعی را چنین تعریف می‌کند:

$$\mathrm{Ln(I)}_t = \alpha + \beta_1(\mathrm{DLn(P)}_t < \pi^*)\cdot \mathrm{DLn(P)}_t + \beta_2(\mathrm{DLn(P)}_t \geq \pi^*)\cdot \mathrm{DLn(P)}_t + \beta_3\mathrm{Ln(GDP)}_t + \beta_4\mathrm{Ln(O)}_t + \sum_{t=1}^{k}\lambda_t \mathrm{Ln(I)}_{t-1} + u_t \quad (۲)$$

I سرمایه‌گذاری واقعی، GDP تولید ناخالص داخلی واقعی، O شاخص بازبودن تجاری (مجموع صادرات و واردات اسمی تقسیم بر GDP اسمی)، P شاخص قیمت مصرف‌کننده (CPI) و π^* سطح آستانه‌ای تورم را نشان می‌دهد.

متغیرهای مجازی واردشده در مدل، برای سطح آستانه‌ای تورم به‌صورت زیر تعریف می‌شود: اگر $\mathrm{DLn(P)}_t < \pi^*$ باشد، در آن صورت $(\mathrm{DLn(P)}_t < \pi^*) = 1$ و در غیراین‌صورت برابر صفر است. به‌همین‌ترتیب اگر $\mathrm{DLn(P)}_t \geq \pi^*$ باشد، در آن صورت $(\mathrm{DLn(P)}_t \geq \pi^*) = 1$ و در غیر این صورت برابر

1. DL(CPI)
2. DL(I)

[Downloaded from isharat.khu.ac.ir on 2026-10-29]
[DOR: 20.1001.1.22286454.1391.2.8.2.1]

صفر است. مجموع مجذورات خطا (RSS) به‌صورت تابعی از سطوح آستانه‌ای (π^*) به‌دست می‌آید که این بررسی شامل تمام سطوح تورمی از حداقل تا حداکثر داده‌هاست($\underline{\text{LINF}}, \ldots, \overline{\text{LINF}}$). طبق معادلهٔ ۳، آن نرخ از تورم که مجموع مجذورات خطا را حداقل می‌کند، به‌عنوان سطح آستانه‌ای بهینه (π^{**}) انتخاب می‌شود.

$$\pi^{**} = \arg_{\pi^*}\min\{\text{RSS}(\pi^*)\} \qquad (۳)$$
$$\pi^* = (\underline{\text{LINF}}, \ldots, \overline{\text{LINF}})$$

برای انتخاب سطح آستانه‌ای بهینه، تمام سطوح تورمی بررسی می‌شوند (اندرس و سیکلوس (۲۰۰۱))[1]. مطابق با مطالعهٔ تانگ[2] (۱۹۹۰) لازم است سطوح تورمی را به مجموعه‌های کوچک‌تری تقسیم کرد که در این حالت مشکل درجهٔ آزادی پیش می‌آید. بنابراین در بررسی از حداقل سطح تورمی شروع شده و هربار با افزایش مقدار آن، اثر سطح بعدی تورم آزمون می‌شود. جایی که مجموع مربعات خطا (RSS) حداقل شود، به‌عنوان سطح آستانه‌ای بهینه انتخاب می‌شود. ردّ فرضیهٔ صفر مبنی‌بر برابری β_1 و β_2 نشان می‌دهد که نرخ تورم تأثیرات نامتقارنی بر سرمایه‌گذاری در حضور سطح آستانه‌ای(π^*) دارد.

در این ساختار، اثر حجم پول اسمی به‌وسیلهٔ $DLn(P)_t$ یا همان نرخ تورم بیان می‌شود. انتظار بر آن است که سیاست‌های مبتنی‌بر رشد تولید، ارتقای نرخ بازبودن تجاری و کاهش نرخ تورم می‌توانند سرمایه‌گذاری واقعی را افزایش دهند. بنابراین انتظار بر مثبت‌بودن β_3 و β_4 است و اینکه $\beta_1 > 0$ و $\beta_2 < 0$. توضیحاتی درخصوص این ساختار لازم است؛ ازجمله اینکه در ایران بعد از انقلاب، نرخ بهره به مفهوم متعارف آن که در بازار تعیین می‌شود، به‌صورت رسمی وجود ندارد. انواع متفاوتی از نرخ‌های سود[3] بعد از انقلاب مطرح شده‌اند که نمی‌توان آن‌ها را با ارقام نرخ‌های بهرهٔ قبل از انقلاب مقایسه کرد.

یک توجیه برای شمول رشد CPI این است که در وضعیت تورمی، هنگامی که ارزش پول کاهش می‌یابد، انگیزهٔ مردم برای حفظ ذخایر در سیستم بانکی، کم می‌شود. در این حالت نرخ‌های بهرهٔ اسمی (نرخ‌های سود) برای حساب‌های پس‌انداز و ذخایر به‌طور مصنوعی پایین است. با وجود نرخ عایدی (نرخ بهره) منفی یا صفر در سیستم بانکداری، نهادهای واقعی و بازار سیاه برای پول خارجی (ارز)، ماشین، سکه طلا و... ، نرخ‌های بهرهٔ بیشتری را در کوتاه‌مدت فراهم می‌کنند. بنابراین افزایش‌های متناسب و ملایم قیمتی، منجر به کاهش تمایل به پس‌انداز به‌دست‌آمده از گردش وجوه ازطریق واسطه‌های مالی می‌شود.

1. Endres & siklos
2. Tong
3. Profit Rates

[Downloaded from isharat.khu.ac.ir on 2026-10-29]
[DOR: 20.1001.1.22286454.1391.2.8.2.1]

این مسئله منجر به کاهش در وجوهِ در دسترس برای سرمایه‌گذاری در سیستم بانکی می‌شود. نرخ تورم به‌عنوان جانشینی برای نرخ بهرهٔ اسمی در ارزیابی‌های صورت‌گرفته توسط پسران[1] (۱۹۹۵) برای تعادل پولی واقعی در ایران بیان می‌شود. استفاده از تورم به‌عنوان جانشینی برای نرخ بهرهٔ اسمی در مطالعات کایم[2] (۱۹۹۱) نیز بیان شده است.

اطلاعات آماری استفاده‌شده در این مطالعه، شامل سری زمانی طی سال‌های ۱۳۳۸ تا ۱۳۸۸ است و آمار مربوط به متغیرهای به‌کاررفته در الگو نیز از دو منبع سالنامه‌های آماری بانک مرکزی و نماگرهای اقتصادی بانک مرکزی به روش کتابخانه‌ای جمع‌آوری شده است.

۲.٤. برآورد و تخمین مدل

در بررسی حاضر، آزمون پایایی متغیرهای مدل به‌وسیلهٔ آزمون متداول دیکی-فولر تعمیم‌یافته[3] (ADF) انجام می‌شود. بدین منظور برای هریک از متغیرها، ابتدا این آزمون در سطح متغیر با وجود متغیرهای برون‌زای عرض‌ازمبدأ و روند زمانی صورت می‌گیرد.

نرم‌افزار Eviews امکان انتخاب تعداد وقفه‌های بهینه برای ازبین‌بردن همبستگی پیاپی در پسماندها را به‌صورت خودکار فراهم ساخته است؛ به‌طوری‌که با اِعمال یک حداکثر طول وقفه توسط کاربر، نرم‌افزار تعداد وقفه را به کمک معیارهای آکائیک[4]، شوارتزبیزین[5] و حنان-کوئین[6] تعیین می‌کند. در مطالعهٔ حاضر، حداکثر طول وقفهٔ اِعمال‌شده به‌منظور تعیین طول وقفهٔ بهینه، ۲ و معیار تعیین‌کنندهٔ طول وقفه، معیار شوارتزبیزین انتخاب شده است. در مرحلهٔ بعد، آزمون پایایی برای مقادیر تفاضل اول متغیرهای سری زمانی الگو صورت خواهد گرفت. نتایج مربوط به این آزمون برای تمامی متغیرهای مدل در جدول ۱ آورده شده است. نتایج جدول زیر نشان می‌دهد که تمامی متغیرها، پایا از مرتبهٔ اول یا I(1) هستند.

مقادیر آمده در زیرآماره‌ها، مقادیر بحرانی در سطح اهمیت ۵ درصد را نشان می‌دهند. I(0): پایا در سطح و I(1): پایا در تفاضل اول

1. Pesaran
2. Khayum
3. Augmented Dickey- Fuller
4. Akaike Info Criterion
5. Schwarz Info Criterion
6. Hannan- Quinn Criterion

[Downloaded from isharat.khu.ac.ir on 2026-10-29]
[DOR: 20.1001.1.22286454.1391.2.8.2.1]

جدول ۱. بررسی پایایی متغیرهای الگو بر اساس آزمون دیکی- فولر تعمیم‌یافته (ADF)

متغیر	آماره آزمون دیکی- فولر تعمیم‌یافته		نتیجه
	مدل دارای عرض‌ازمبدأ	مدل دارای عرض‌ازمبدأ و روند	
LINV	ADF(1)=-۱/۷ -۲/۸۲	ADF(1)=-۲/۴۷ -۳/۵	I(1)
D(LINV)	ADF(0) = -۴/۵۲ -۲/۸۲	ADF(0) = -۳/۹۸ -۳/۵	
LGDP	ADF(1)=-۱/۵ -۲/۸۲	ADF(1)=-۲/۵۶ -۳/۵	I(1)
D(LGDP)	ADF(0)= -۳/۶ -۲/۸۲	ADF(0)= -۳/۶۱ -۳/۵	
DLCPI	ADF(0)=-۲/۶۵ -۲/۸۲	ADF(0)=-۳/۲۷ -۳/۵	I(1)
D(DLCPI)	ADF(1)= -۷/۲۱ -۲/۸۲	ADF(1)= -۷/۲۰ -۳/۵	
LO	ADF(1)=-۲/۰۵ -۲/۸۲	ADF(1)=-۲/۸۵ -۳/۵	I(1)
D(LO)	ADF(0)= -۴/۶ -۲/۸۲	ADF(0)= -۴/۰۱ -۳/۵	

منبع: محاسبات تحقیق

همچنین برای تصریح مدل از روش کلّی به جزئی[1] و با درنظرگرفتن مهم‌ترین عوامل اثرگذار بر سطح سرمایه‌گذاری واقعی استفاده می‌شود. پس از تخمین مدل به روش حداقل مربعات معمولی[2] (OLS) و با توجه به آزمون‌های آسیب‌شناسانه،[3] برخی از متغیرها به‌دلیل معنی‌دارنبودن، به‌تدریج از مدل حذف شده و درنهایت مدل بهینه انتخاب می‌شود (جدول ۲).

1. General to Specific
2. Ordinary Least Squares
3. Diagnostic Tests

[Downloaded from isharat.khu.ac.ir on 2026-10-29]
[DOR: 20.1001.1.22286454.1391.2.8.2.1]

جدول ۲. برآورد مدل رگرسیون آستانه‌ای برای سرمایه‌گذاری واقعی

$$Ln(I)_t = \alpha + \beta_1(DLn(P)_t < \pi^*) \cdot DLn(P)_t + \beta_2(DLn(P)_t \geq \pi^*) \cdot DLn(P)_t + \beta_3 Ln(GDP)_t + \beta_4 Ln(O)_t + \sum_{t=1}^{k} \lambda_t Ln(I)_{t-1} + u_t$$

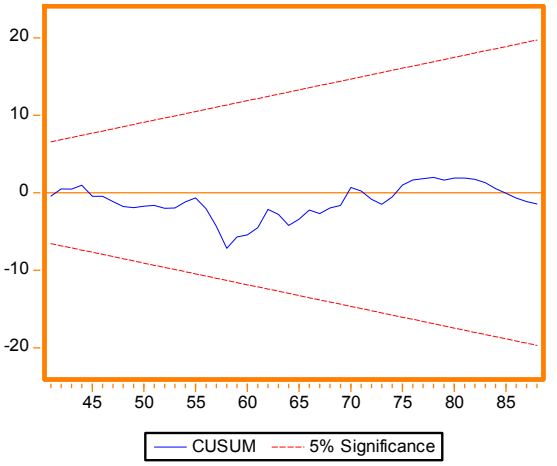
پارامترهای رگرسیون	تخمین به روش حداقل مربعات معمولی		
	مقدار ضرایب	آماره t	احتمال
α	−۱/۴۸۳	−۲/۶	۰/۰۱
β_1	۰/۹۶۱	۲/۰۷	۰/۱۷
β_2	−۰/۲۸۳	−۱/۸۱	۰/۰۵
β_3	۰/۳۳۸	۴/۵۳	۰/۰۰
β_4	۰/۲۰۸	۶/۴۴	۰/۰۴
λ_1	۰/۸۰۷	۶/۳۵	۰/۰۰
λ_2	−۰/۲۳۴	−۲/۴۸	۰/۰۲
آزمون ریشهٔ واحد باقی‌مانده	−۷/۲۴		۰/۰۰
R^2	۰/۹۸۷		
$\overline{R}^2$	۰/۹۸۵		
DW	۱/۹۹		
آماره F	۳۶۷		۰/۰۰
آزمون‌های تشخیصی	**آماره**		**احتمال**
آزمون نرمال‌بودن جملهٔ خطا	χ^2 =۴/۴۲		۰/۱۱
آزمون خودهمبستگی LM	χ^2 (۲)=۰/۰۱ F(۲و۴۵) =۱/۳۱		۰/۹۹ ۰/۸۸
آزمون $ARCH$	χ^2 (۱) =۰/۰۹۶ F(۱و۴۵)=۰/۰۴		۰/۷۵ ۰/۸۴
آزمون $White$	F(۷و۴۰)=۰/۷۶		۰/۶۲
آزمون رمزی	F(۱و۳۹)=۰/۴۴		۰/۵۱

منبع: محاسبات تحقیق

[Downloaded from isharat.khu.ac.ir on 2026-10-29]

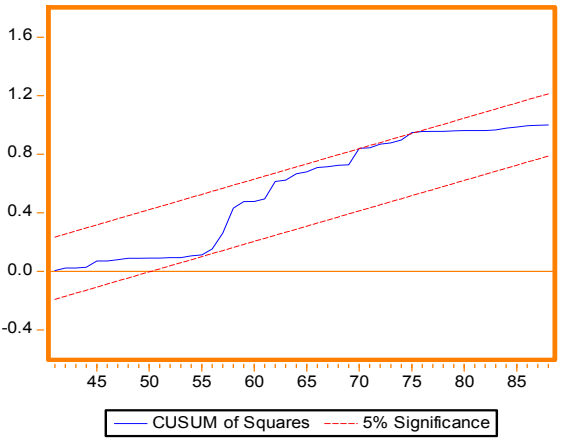
[DOR: 20.1001.1.22286454.1391.2.8.2.1]

نمودارهـای ۳ و ۴ زیرآمـاره‌هـای پسـماند تجمعـی (CUSUM) و مجـذور پسـماند بازگشـتی تجمعـی (CUSUMQ) را برای مدل بالا نشان می‌دهد.



نمودار ۳. آزمون ثبات شاخص‌ها CUSUM برای مدل بالا

منبع: محاسبات تحقیق



نمودار ٤. آزمون ثبات شاخص‌ها CUSUMQ برای مدل بالا

منبع: محاسبات تحقیق

[Downloaded from isharat.khu.ac.ir on 2026-10-29]

[DOR: 20.1001.1.22286454.1391.2.8.2.1]

خطوط نقطه‌چین در نمودارها، سطح اطمینان ۹۵ درصد را نشان می‌دهد. مسیر حرکت آماره‌های آزمون به‌گونه‌ای است که در داخل خطوط نقطه‌چین قرار دارند. درنتیجه فرضیهٔ صفر مبنی‌بر نبود شکست ساختاری پذیرفته می‌شود و بر ثبات ساختاری مدل دلالت می‌کند.

سطح بهینهٔ آستانه‌ای برای نرخ تورم که روش برآورد آن در صفحات قبل توضیح داده شد، برابر با ۱۱/۹ درصد تعیین شد. ضرایب ارزیابی‌شده برای تورمِ پایین‌تر از سطح آستانه‌ای، مثبت، اما بدون اهمیت آماری است و برای تورم بالاتر از سطح آستانه‌ای، منفی و بااهمیت آماری است. نتایج بیانگر آن است که اگر تورم کمتر از سطح آستانه‌ای باشد، بر سرمایه‌گذاری واقعی بی‌تأثیر است؛ اما اگر تورم بیشتر از سطح بهینهٔ آستانه‌ای باشد، اثر منفی تورم بر سرمایه‌گذاری مشاهده می‌شود و در این حالت رابطهٔ معکوسی بین تورم و سرمایه‌گذاری وجود دارد. طبق نتایج به‌دست‌آمده از جدول ۲، تورمِ پایین‌تر از سطح آستانه‌ای بدون اهمیت آماری است ($\beta_1 = 0$)؛ ازاین‌رو نیازی به بررسی نامتقارن‌بودن اثر تورم بر سرمایه‌گذاری نیست. متوسط وقفه برای مدل ارزیابی‌شده برابر با ۱/۳۴ یا حدوداً ۱۶ ماه است که از معادله‌ای به شکل زیر به‌دست می‌آید.[۱]

$$\frac{\lambda_1 + \lambda_2}{[1-(\lambda_1 + \lambda_2)]} \qquad (۴)$$

λ_1 و λ_2 ضرایب بیانگر تأثیر وقفه‌های متغیر وابسته در مدل است.مقدار به‌دست‌آمده، مدت زمان لازم برای تأثیر متغیرهای توضیحی بر سرمایه‌گذاری در بلندمدت یا به‌عبارتی طول دورهٔ تعدیل را نشان می‌دهد. تحت این شرایط، یک واحد (درصد) افزایش نرخ تورمِ بالاتر از سطح بهینهٔ آستانه‌ای، سرمایه‌گذاری را در کوتاه‌مدت ۰/۲۸۳درصد کاهش می‌دهد و در بلندمدت حدوداً ۰/۶۶ $\left(\frac{-۰/۲۸۳}{[۱-(۰/۸۰۷-۰/۲۳۴)]}\right)$ درصد. بر این اساس، نرخ‌های زیادِ تورم می‌تواند سرمایه‌گذاران را از نگهداری دارایی‌های واقعی ناامید کند و رشد بالای سرمایه‌گذاری بدون کنترل تورم توسط دولت غیرممکن است. در این وضعیت، بنگاه‌ها ممکن است در فعالیت‌های غیرتولیدی، همچون خرید و فروش ارز، سکه‌های طلا، ماشین و... ، با استفاده از حجم گستردهٔ نقدینگی[۲] مشغول به فعالیت شوند؛ برای مثال، نقدینگی (M_2) از حدود ۵۴ میلیارد ریال در سال ۱۳۴۰، به حدود ۲۳۵هزارمیلیارد ریال در سال ۱۳۸۸ افزایش یافته است؛ درحالی‌که GDP واقعی طی این دوره، افزایش کمتری داشته که حاکی از رشد فعالیت‌های غیرتولیدی طی این دوره است.

---

۱. برای مطالعهٔ بیشتر مراجعه شود به مطالعهٔ Hendry, Pagan and Sargan, (1984)

2. Liquidity

[Downloaded from isharat.khu.ac.ir on 2026-10-29]

[DOR: 20.1001.1.22286454.1391.2.8.2.1]

دولت ایران نمی‌تواند به رشد و رفاه اقتصادی مناسب بدون اصلاح قوانین نیروی کار مبنی‌بر پذیرش نقش فعال بخش خصوصی در توسعهٔ اقتصادی کشور (اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی) و نیز معرفی نوعی سیستم جامع مالیاتی که تفاوتی بین رانت‌جویی[1] و فعالیت‌های تولیدی واقعی قائل نیست، دست یابد. بررسی از شروع دورهٔ انقلاب اسلامی در ایران، نشان می‌دهد که شمار زیادی از سرمایه‌گذاران دولتی از پرداخت مالیات معاف‌اند یا منافعی از انواع متفاوتِ یارانه‌های دولتی دارند. درنتیجه، فشار زیادی بر بودجهٔ دولت وارد شده است. کسری بودجهٔ دولت در ایران، عمدتاً ازطریق استقراض از بانک مرکزی تأمین مالی می‌شود. در این حالت افزایش چشمگیر در پایهٔ پولی و نقدینگی حتمی است و این سیاست منجر به نرخ‌های زیادِ تورم و کاهش میزان سرمایه‌گذاری می‌شود (ولدخانی و همکاران، ۲۰۰۹).

مطابق با نتایج جدول ۲ و براساس مباحث نظری بیان‌شده در بخش‌های قبل، سرمایه‌گذاری واقعی ارتباط مثبتی با GDP واقعی و شاخص بازبودن تجاری دارد. افزایشی ۱ درصدیِ GDP واقعی، سرمایه‌گذاری را به میزان ۳/۴ درصد در کوتاه‌مدت و ۷/۹ درصد در بلندمدت افزایش می‌دهد. نیز ۱ درصد افزایش در شاخص بازبودن تجاری می‌تواند سرمایه‌گذاری را به میزان ۰/۲۱ درصد در کوتاه‌مدت و ۰/۴۹ درصد در بلندمدت افزایش دهد.

۵. نتیجه‌گیری

هدف از این تحقیق، بررسی تعیین‌کننده‌های سرمایه‌گذاری واقعی و تعیین نوع رابطهٔ آن با متغیر تورم با استفاده از داده‌های سری زمانی سال‌های ۱۳۳۸ تا ۱۳۸۴ ایران بوده است. رابطهٔ سرمایه‌گذاری با GDP واقعی، شاخص بازبودن تجاری و نرخ تورم با استفاده از مدل رگرسیون آستانه‌ای برآورد شد. نتایج نشان می‌دهد که اثر تورم بر سطح سرمایه‌گذاری از فرایند تعدیل نامتقارن پیروی می‌کند. سطح آستانه‌ای که در آن، اثر نامتقارن تورم بر سرمایه‌گذاری آغاز می‌شود، نرخ تورمی ۱۱/۹ درصد است و بدین معنی است که اگر نرخ سالانهٔ تورم بیش از این سطح باشد، تورم اثر معکوس و مهمی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری دارد. یک واحد (درصد) افزایشِ نرخ تورم بالاتر از سطح بهینهٔ آستانه‌ای، سرمایه‌گذاری را در کوتاه‌مدت ۰/۲۸۳ درصد و در بلندمدت حدوداً ۰/۶۶ درصد کاهش می‌دهد. باوجوداین، اگر تورم کنترل شود و در زیر این سطح آستانه‌ای باشد، افزایش قیمت‌ها تصمیمات سرمایه‌گذاری را تحت‌تأثیر قرار نمی‌دهد.

رگرسیون آستانه‌ای ارزیابی‌شده برای مدل سرمایه‌گذاری واقعی، هیچ‌گونه نشانه‌ای از شکست ساختاری ندارد. نتایج به‌دست‌آمده در این مطالعه نشان می‌دهد که اگر تورم به‌طور جدی کنترل نشود، دستیابی به

1. Rent - Seeking

[Downloaded from isharat.khu.ac.ir on 2026-10-29]
[DOR: 20.1001.1.22286454.1391.2.8.2.1]

سطوح گستردهٔ سرمایه‌گذاری و نرخ رشد GDP، مشکل خواهد بود؛ اگرچه غیرممکن نیست. بر این اساس، نرخ‌های زیاد تورم می‌تواند سرمایه‌گذاران را از نگهداری دارایی‌های واقعی ناامید کند و رشد بالای سرمایه‌گذاری بدون کنترل تورم توسط دولت غیرممکن است.

منابع و مآخذ

اسماعیل‌زاده مقری، علی، ۱۳۸۴، «بررسی تأثیرپذیری تورم از سرمایه‌گذاری در اقتصاد کلان»، *پژوهش‌نامهٔ اقتصادی*، ص۹۷ تا ۱۲۳.

برانسون، ویلیام اچ، ۱۳۸۱، *تئوری و سیاست‌های اقتصاد کلان*، ترجمهٔ عباس شاکری، تهران: نی.

رحمانی، تیمور، ۱۳۸۰، *اقتصاد کلان*، ج ۶، تهران: برادران.

شهشهانی، احمد، ۱۳۵۷، *الگوی اقتصادسنجی ایران و کاربردهای آن*، تهران: دانشگاه تهران.

فلاحی، محمدعلی و علی چشمی، ۱۳۸۳، «برآورد تابع سرمایه‌گذاری توبین با تأکید بر نقش مالیات بر شرکت‌ها در ایران»، *فصل‌نامهٔ پژوهش‌های اقتصادی ایران*، ش ۱۹، ص۷۹ تا ۹۵.

کازرونی، علیرضا و مهناز دولتی، ۱۳۸۶، «اثرات نااطمینانی نرخ واقعی ارز بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی (مطالعهٔ موردی ایران)»، فصل‌نامهٔ *پژوهش‌نامهٔ بازرگانی*، ش۴۵، ص ۲۸۳ تا ۳۰۶.

گسکری، ریحانه و حسنعلی قنبری و علیرضا اقبالی، ۱۳۸۳، «بی‌ثباتی در اقتصاد کلان و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در ایران»، *پژوهش‌نامهٔ اقتصادی*، ص۱۱۳ تا ۱۳۱.

هژبر کیانی، کامبیز و اشکان رحیم‌زاده، ۱۳۸۸، «رابطهٔ سرمایه‌گذاری خصوصی و رشد اقتصادی در ایران (با تأکید بر مدل رشد اقتصادی درون‌زا)»، مجلهٔ *دانش و توسعه*، ش ۳۰.

Borensztien, E., 1989, “Debt Overhang Credit Rationing and Investment”, *IMF Working Paper*.

Chenery, H.B, 1952, “Overcapacity and the Acceleration Principle”, *Econometric*, Vol.20, No.1,PP. 1-28.

Chura, D. & Hadjimicheal, T.M., 1996, “Growth in Sub – Saharan Africa”, *IMF Staff Paper*, Vol. 43, PP. 605-634.

Dornebush, R., Reynoso, A., 1989, “Financial Factors in Economic Development”, *American Economic Review*, Vol.79.

Eghbali, A.R., Gaskari, R., Hallafi, H.R., 2003,“The Effects of Economic Variable on Private Investment”, Fourth Intonation Scientific Conference: Investment in the Future, Proceeding International House of Scientists, Varna Bulgaria, PP. 43-53.

Endres, W., Siklos, P.L., 2001,“Cointegration and Threshold Adjustment”, *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol.19, PP. 166-76.

Goodwin, R.M., 1951, “The Nonlinear Acceleration and the Persistence of Business Cycles”, *Econometric*, Vol.19, PP. 1-17.

[Downloaded from isharat.khu.ac.ir on 2026-10-29]

[DOR: 20.1001.1.22286454.1391.2.8.2.1]

Greene, J., Villanueva, D., 1990, "Private Investment in Developing Countries", *IMF Working Paper*.

Hendry, D.F., Pagan, A.R., Sargan, J.D., 1984, "Dynamic Specification", Chapter 18 in Griliches, Z. and M.D. Intriligator (eds), *Handbook of Econometrics*, Vol.2, North Holland, Amesterdam, PP. 1023-1100.

Jorgenson, D.W., 1967, *The Theory of Investment Behavior, Determinant of Investment Behavior*, ed by R. Ferber, National Bureau of Economic Researh.

Khayum, M.F. 1991, *Macroeconomic Modeling and Policy Analysis for Less Developed Countries*, Westview Press, Boulder.

King, R.G., Levin, R., 1993a, "Finance and Growth: Schumpeter might be Right", *Quarterly Journal of Economics*, Vol.108, PP. 717-738.

King, R.G., Levin, R., 1993b, "Finance, Enterpreneurship and Growth: Theory and Evidence", *Journal of Monetary Economics*, Vol.32, PP. 513-542.

Levin, R., Zervos, S., 1998 Jun., "Stock Markets, Banks and Economic Growth", *American Economic Review*, Vol.88, No.3, PP. 537-558.

Li, Min, (2004), "Inflation and Economic Growth: Threshold Effects and Transmission Mechanisms", *Department of Economics*, University of Alberta, Working Paper.

Pesaran, M.H., 1995, "Planning and Macroeconomic Stabilization in Iran", *DAE Working Papers Amalgamated Series*, No.9508, Department of Applied Economics, Cambridge University, Cambridge.

Tobin, James, 1969, "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 1, PP. 15-29.

Tong, H., 1990, *Nonlinear Time- Series: A Dynamical Systems Approach*, Oxford University Press, Oxford.

Valadkhani, Abbas, Kamalian, Amin Reza, Pahlavani, Mosayeb, 2009, "Analyzing the Asymmetric Effects of Inflation on Real Investment: the Case of Iran", University of Wollongong, Economics Working Paper Series 2008.

[Downloaded from isharat.khu.ac.ir on 2026-10-29]

[DOR: 20.1001.1.22286454.1391.2.8.2.1]