



## بهبود سرمایه گذاری از مسیر کاهش نااطمینانی اقتصادی

با وجود تسهیل شرایط مالی جهانی، سرمایه گذاری پس از وقوع بحران بزرگ مالی، نسبتاً ضعیف بوده است. بنابراین سوال اصلی آن است که قطع ارتباط میان شرایط مالی مناسب و سرمایه گذاری پایین را چه چیزی توضیح می دهد؟ شواهد نشان می دهد که نااطمینانی در مورد وضعیت آینده اقتصاد و سود مورد انتظار، نقش مهمی در انجام سرمایه گذاری ها ایفا می نماید. در حالی که تأمین مالی ارزان تحریک کوچکی را برای سرمایه گذاری فراهم کرده است. در نتیجه، بهبود وضعیت سرمایه گذاری به کاهش نااطمینانی اقتصادی و تقویت انتظارات برای رشد قوی تر آینده بستگی دارد.

سرمایه گذاری در کسب و کار فقط یک عامل کلیدی تعیین کننده رشد اقتصادی در بلندمدت نیست، بلکه یک جزء ادواری بسیار قوی از تقاضای کل است که سهم مهمی از نوسانات چرخه های تجاری را بر عهده دارد. فروپاشی سرمایه گذاری در سال ۲۰۰۸ به دلیل انقباض قابل توجه و بسیار شدید در تقاضای کل رخ داد، که موجب شد بسیاری از اقتصادهای پیشرفته جهان بدترین رکود اقتصادی خود را در طول دهه ها تجربه نمایند. در تمام اقتصادهای پیشرفته سرمایه گذاری بخش خصوصی غیر مسکونی<sup>۱</sup> بین ۱۰ تا ۲۵ درصد کاهش یافت (شکل ۱).

شکل ۱: کاهش سرمایه گذاری در دوران رکود به طوری که در بسیاری از کشورها، هنوز جبران نشده است.



استرالیا = AU ؛ بلژیک = BE؛ کانادا = CA؛ سوئیس = CH؛ آلمان = DE؛ دانمارک = DK؛ فنلاند = FI؛ فرانسه = FR؛ بریتانیا = GB؛ ایتالیا = IT؛ ژاپن = JP؛ کره = KR؛ هلند = NL؛ نروژ = NO؛ نیوزیلند = NZ؛ سوئد = SE؛ ایالات متحده آمریکا = US.

منبع داده ها: OECD.

آنچه در ابتدا معما به نظر می رسد، این است که سرمایه گذاری با وجود شرایط تأمین مالی نسبتاً آسان در سطح جهانی، در سطح پایین باقی مانده است. سیاست های پولی بسیار انبساطی موجب شده تا وام گیرندگان در بازارهای سرمایه به ویژه با نرخ های بهره پایین مواجه شوند. همچنین اسپرد<sup>۲</sup> اوراق شرکتی به پایین ترین سطح تاریخی خود رسیده است و

۱. منظور از سرمایه گذاری غیر مسکونی (Non-residential investment): مخارج بنگاه در سرمایه گذاری هایی نظیر: املاک تجاری، ابزارها، ماشین آلات و کارخانه ها است.

۲ spreads



### معاونت بررسی های اقتصادی

استقراض از بازار سرمایه شامل وام گیرندگان خطر پذیر نه تنها ارزان بوده، بلکه به طور گسترده‌ای در دسترس بوده است.

با این حال آن چنان که این ویژگی‌ها نشان می‌دهد تأمین مالی ارزان و سهل الوصول، تنها محرک مستقیم کوچکی را در بهبود سرمایه‌گذاری فراهم کرده است. در مقابل در برخی از اقتصادها، بهبود در شرایط آینده اقتصادی مورد انتظار، سرمایه‌گذاری را افزایش داده است. به نظر می‌رسد این نتایج به طور گسترده در راستای رابطه تاریخی این عوامل با سرمایه‌گذاری باشند.

### چه عواملی می‌تواند سرمایه‌گذاری تجاری پایین را توضیح دهد؟

با وجود نرخ بهره پایین و منابع گسترده تأمین مالی قابل دسترس بازار سرمایه، دو توضیح اصلی برای ضعف در سرمایه‌گذاری ارائه شده است. نخستین علت، به ناسازگاری آشکار بین شرایط مطلوب مالی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری مربوط می‌شود. به طور خاص، در شرکت‌های که از بهترین فرصت‌های سرمایه‌گذاری برخوردارند، نبود منابع مالی داخلی کافی و یا عدم دسترسی آسان به منابع مالی خارجی به عنوان دلیل ضعف سرمایه‌گذاری عنوان می‌شود. همان‌طور که در ادامه بحث شده است، نواقصی در این توجیه، وجود دارد.

توضیح دوم که پذیرش بیشتری دارد، حتی اگر بنگاه‌ها منابع مالی سرمایه‌گذاری را در اختیار داشته باشند، آنها در مورد شرایط اقتصادی آینده و اینکه آیا بازده احتمالی سرمایه‌گذاری، هزینه‌های آن را توجیه می‌کند، بسیار نامطمئن هستند. به بیان دیگر توضیح دوم این مفهوم را می‌رساند که شرایط آسان عامل اصلی تعیین‌کننده سرمایه‌گذاری نیست، این بخش به ترتیب، این دو فرضیه را به بحث می‌گذارد.

ناتوانی در تأمین مالی سرمایه‌گذاری به این مفهوم است، که بنگاه‌ها دارای منابع مالی داخلی کافی نیستند و در استقراض وجوه خارجی محدودیت دارند. بنگاه‌ها در بیشتر موارد از منابع داخلی برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند، زیرا ارزان‌تر از منابع خارجی است. منابع مالی خارجی به راحتی در دسترس بوده و برای شرکت‌هایی با دسترسی مستقیم به بازارهای سرمایه ارزان‌تر هستند، اما برای کسب و کارهای متکی بر منابع مالی بانک، دسترسی به آنها نسبتاً با هزینه بیشتر و در ظاهر مشکل‌تر است.

نرخ‌های بهره پایین و تمایل به ریسک‌پذیری بالا هزینه را کاهش و دسترسی به منابع مالی بازار سرمایه را افزایش داده است. با این حال سیاست پولی بسیار انبساطی و ریسک‌پذیری در بازارهای سرمایه، به میزان کمتر به هزینه و در دسترس بودن اعتبار بانکی، منتقل شده است. در بیشتر اقتصادها، هزینه اعتبارات بانکی، در شرایطی که هنوز بسیار پایین است، به میزان کمتر از هزینه تأمین مالی بازار سرمایه کاهش یافته است. افزون بر این در برخی اقتصادها به ویژه در منطقه یورو، دسترسی به اعتبارات بانکی به دلیل اعمال سیاست‌های انقباضی اعطای وام، محدودتر از پیش از بحران مالی بوده است. در نتیجه بنگاه‌های کوچک‌تر که اتکا به منابع مالی بانکی دارند و دسترسی مستقیم به بازار سرمایه ندارند، با شرایط تأمین مال انقباضی‌تری نسبت به بنگاه‌های بزرگ‌تر روبه‌رو هستند.



### معاونت بررسی های اقتصادی

توضیح به ظاهر قابل قبول تر دوم برای رشد آهسته تشکیل سرمایه، حاکی از نبود فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور است. به طور دقیق‌تر، بنگاه‌ها ممکن است از ارزش سهام سرمایه در حال افزایش خود فراتر از هزینه تعدیل شده ریسک سرمایه و یا بازدهی‌هایی که ممکن است از دارایی‌های مالی بیشتر نقدی دریافت کنند، انتظار بازده نداشته باشند. این وضعیت به طور خاص ناشی از نااطمینانی بنگاه‌ها در مورد تقاضای آینده است و به این ترتیب علاقه‌مند به انجام سرمایه‌گذاری‌های فیزیکی غیرقابل بازگشت نیستند. **شواهد در سطح بنگاه نشان می‌دهد افزایش نااطمینانی موجب تمایل کمتر بنگاه‌ها به انجام سرمایه‌گذاری می‌شود.** حتی اگر سرمایه‌گذاران از شرایط تقاضا در آینده، اطمینان نسبی داشته باشند، ولی اگر بر این باور باشند که بازده سرمایه اضافی، کم خواهد بود، ممکن است به سرمایه‌گذاری تمایلی نداشته باشند.

با توجه به رشد زیاد بدهی‌ها و انتشار سهام، به ندرت اتفاق می‌افتد که کسری منابع، محدودیت قابل ملاحظه‌ای برای سرمایه‌گذاری کل ایجاد نماید. از طرف دیگر، در حالی که رشد اعتبارات تجاری در سطح جهانی کم است، اما مشخص نیست که دلیل آن عرضه محدود اعتبارات است یا تضعیف تقاضا. نبود تقاضا برای اعتبارات، به یقین عامل اصلی رشد ضعیف اعتبارات است، بنابراین، به طور احتمالی نتیجه و برآیند هر سرمایه‌گذاری ضعیف است تا آنکه عامل محرک به شمار رود.

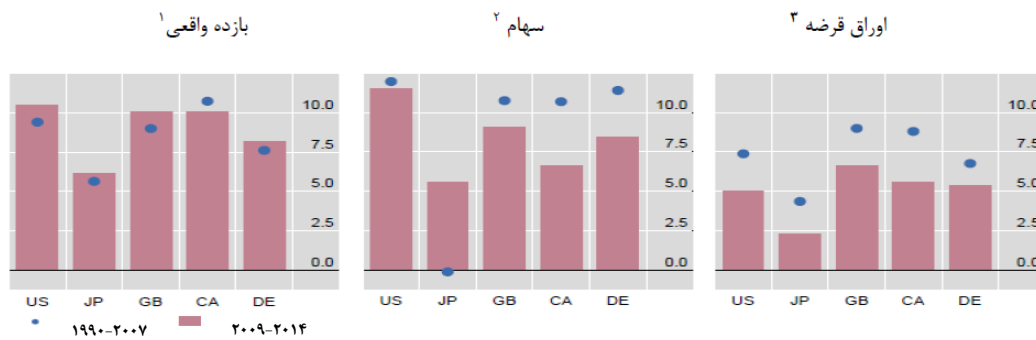
همچنین سایر جنبه‌های توضیح برای کمبود منابع تأمین مالی دارای نواقصی هستند. در حالی که بنگاه‌های کوچک بیشترین محدودیت تأمین مالی را دارند، مشارکت آن‌ها در سرمایه‌گذاری کل، به طور کلی، نسبتاً ناچیز است. افزون بر این، اگر تنها بنگاه‌های کوچک از فرصت‌های سرمایه‌گذاری خوب برخوردار بودند، اما تنها بنگاه‌های بزرگ دسترسی به منابع مالی داشتند، در این صورت می‌توان انتظار توسعه نوعی جریان تأمین مالی مستمر و بی‌وقفه را داشت. این وضعیت می‌تواند از طریق بنگاه‌های بزرگ با دسترسی به بازار سرمایه که کمک‌های مالی را از طریق اعطای اعتبارات تجاری و یا از راه خرید بنگاه‌های کوچک با هدف دسترسی به فرصت‌های سرمایه‌گذاری برای بنگاه‌های کوچکتر فراهم نماید، اتفاق بیفتد. با این حال، به نظر نمی‌رسد چنین تأمین مالی مستمر و بی‌وقفه در یک مقیاس وسیع به ظهور برسد.

در دوره پس از رکود، در پیشرفته‌ترین اقتصادها، بازده واقعی دارایی‌های فیزیکی موجود در عمل بالاتر از میانگین بازده دارایی‌های مالی (سهام و اوراق قرضه) است. در واقع، این امر به این دلیل می‌تواند باشد که بنگاه‌ها بیشتر از حد معمول در مورد قدرت تقاضا و بازده سرمایه‌گذاری نامطمئن بوده و به این ترتیب، شاهد افزایش ریسک‌ها هستند.



## معاونت بررسی های اقتصادی

شکل ۲: بازده سرمایه‌فیزیکی، سهام و اوراق قرضه بین سال‌های ۲۰۱۴-۱۹۹۰.



US= ایالات متحده آمریکا JP= ژاپن GB= بریتانیا DE= آلمان CA= کانادا

۱. خالص بازدهی‌های سالانه بر خالص سرمایه در کل اقتصاد برای کانادا ۲۰۱۳-۲۰۰۹، برای آلمان ۲۰۰۷-۱۹۹۱

۲. شاخص‌های سال به سال بازدهی کل بازار سهام

۳. شاخص‌های سال به سال بازار توسط هیأت Merrill Lynch مبتنی بر پیش‌بینی شاخص‌های دولت و شاخص‌های کل بازدهی

مآخذ: پایگاه داده‌های کمیسیون اروپا - AMECO، سری داده، بانک آمریکا Merrill Lynch، محاسبات BIS.

به طور کلی، شواهد نشان می‌دهد که به نظر نمی‌رسد کسری بودجه توجیه کافی برای سرمایه‌گذاری ضعیف باشد، بلکه در ظاهر موجه‌تر می‌نماید که نااطمینانی در مورد بازده سرمایه‌گذاری‌های جدید نقش مهم‌تری در افت سرمایه‌گذاری ایفا کرده است.

## جمع‌بندی

با وجود شرایط آسان تامین مالی در سطح جهان، سرمایه‌گذاری در سال‌های اخیر در اقتصادهای پیشرفته، نسبتاً ضعیف بوده است. دو فرضیه اصلی برای توجیه سرمایه‌گذاری ضعیف ارائه شد: یکی اینکه هزینه و دسترسی به منابع مالی، محدود شد و دیگر اینکه بازده مورد انتظار به آن اندازه نیست که ریسک سرمایه‌گذاری فیزیکی غیرقابل برگشت را توجیه کند.

شواهد موجود تأیید می‌کند که تأمین مالی ارزان و سهل الوصول، تنها محرک مستقیم کوچکی برای سرمایه‌گذاری فراهم کرده است. با این حال، این موضوع به روابط تاریخی آن نیز بی‌ارتباط نیست. به نظر می‌رسد انتظارات از شرایط اقتصادی آینده، در اتخاذ تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری مهم‌تر باشد.

در مجموع، نتایج نشان می‌دهند، بزرگترین محرک سرمایه‌گذاری از اعتماد و قطعیت فزاینده شرایط اقتصادی قوی آینده نشأت می‌گیرد.

## منبع

Banerjee, R., et al. (۲۰۱۵). Why Is Investment Weak. BIS Quarterly Review. Bank for International Settlements, Translated By: Narjes Moheb, Quarterly Journal of Ravand, Volume ۲۳, No ۷۴, Summer ۲۰۱۶.