



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری  
سال هشتم / شماره سی و دوم / زمستان ۱۳۹۸

## اثرات تغییرات سیاست‌های پولی دولت‌ها بر سرمایه گذاری در کشورهای اسلامی

رضا اسلامی

گروه مدیریت مالی، واحد بین‌المللی کیش، دانشگاه آزاد اسلامی، کیش، ایران. (نویسنده مسئول)  
Eslamireza54@gmail.com

قدرت ... طالب نیا

دانشیار، گروه آموزشی حسابداری، واحد علوم و تحقیقات تهران، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.  
gh\_talebniya@yahoo.com

حمیدرضا وکیلی فرد

دانشیار، گروه آموزشی حسابداری، واحد علوم و تحقیقات تهران، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.  
vakilifard\_phd@yahoo.com

نعمت .. موسوی

دانشیار، گروه اقتصاد کشاورزی، واحد مرودشت، دانشگاه آزاد اسلامی، مرودشت، ایران.  
seyed\_1976mo@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۸/۰۷ تاریخ پذیرش: ۹۶/۱۰/۲۵

### چکیده

سرمایه گذاری موتور محرک رشد و توسعه و از بنیادتی‌ترین اهداف اقتصادی کشورها به شمار می‌رود. کشورها برای نیل به آن نیازمند استفاده از سیاست‌های مالی و پولی می‌باشند. اثرات سیاست‌های پولی و مالی بر فعالیت‌های اقتصادی مستلزم شناخت این سیاست‌ها و ابزارهای آن و اثرات آنها بر متغیرهای کلان اقتصادی می‌باشد. بنابراین در این تحقیق به بررسی اثرات تغییرات سیاست‌های پولی بر سرمایه گذاری در منتخبی از کشورهای اسلامی با استفاده از رهیافت داده‌های تابلویی در طول دوره زمانی ۲۰۰۰-۲۰۱۵ پرداخته شده است. نتایج به دست آمده نشان داد که نرخ بهره اوراق قرضه دولتی تاثیر منفی و اعتبارات تخصیصی بانکها تاثیر مستقیم و معنادار بر سرمایه گذاری در کشورهای منتخب اسلامی دارند. در حالی که نرخ بهره اعتبارات و نرخ سود سپرده‌ها اثرات معناداری بر سرمایه گذاری در این کشورها نداشته است. همچنین رشد اقتصادی و آزادی تجاری اثرات مستقیم و معنادار بر سرمایه گذاری در این کشورهای داشته است. بر اساس نتایج آزادی سیاسی به طور معناداری سرمایه گذاری را در این کشورها تحت تاثیر قرار نداده است. بنابراین در کشورهای اسلامی نرخ بهره تسهیلات و نرخ سود سپرده‌ها به عنوان ابزارهای سیاست پولی برای تحت تاثیر قرار دادن سرمایه گذاری ابزار مناسبی به نظر نمی‌رسد. در مقابل اعتبارات بانکی به طور معناداری می‌تواند سرمایه گذاری را در کشورهای اسلامی افزایش دهد.

**واژه‌های کلیدی:** سیاست پولی، سرمایه گذاری، نرخ بهره، اوراق قرضه دولتی، رشد اقتصادی.

## ۱- مقدمه

یکی از اهداف هر دولت ثبات اقتصادی به معنای جلوگیری از بروز نوسانات در ابعاد مختلف اقتصادی است که رسیدن به آن نیازمند سیاست‌های اقتصادی متناسب با شرایط است. سیاست اقتصادی در واقع دخالت آگاهانه دولت به منظور رسیدن به اهداف کلان اقتصاد کشور است. یکی از اصول مهم و اساسی در سیاست‌گذاری‌های اقتصادی بررسی اثرات سیاست‌های پولی و مالی بر متغیرهای اقتصادی و غیراقتصادی است. از جمله این سیاست‌ها می‌توان به سیاست‌های پولی که به عنوان ابزاری جهت دسترسی به اهداف اقتصادی از آنها استفاده می‌شود، اشاره کرد (پیکار جو و امیرخانی، ۱۳۹۱). در این میان سرمایه‌گذاری یکی از مباحث مهم اقتصادی است و به شدت تحت تاثیر سیاست‌های پولی و همین‌طور سیاست‌های مالی قرار داد. اثرات سیاست‌های پولی و مالی وابسته به شرایط اقتصادی و غیر اقتصادی کشورها می‌باشد. در واقع کشورها جهت تحقق اهداف مورد نظر خود به اتخاذ سیاست‌های پولی توسط بانک‌های مرکزی خود، شرایط اقتصادی را به سوی اهداف و برنامه‌های از پیش تعیین شده سوق می‌دهند. به گونه‌ای که رشد اقتصادی هم در کوتاه مدت و هم در بلند مدت نشأت گرفته از سیاست‌های پولی آنان می‌باشد (هانسون<sup>۱</sup>، ۱۹۹۶ و باتاچاریا و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹). بر اساس مطالعه (ماتسینی و نیتسیکو<sup>۳</sup>، ۲۰۱۰) کشورهای دارای رشد اقتصادی مثبت، از سیاست‌های پولی درست و منطبق با شرایط اقتصادی بومی و جهانی تبعیت کرده و همبستگی بالای متغیرهای سیاست پولی و رشد و اشتغال مبین این موضوع می‌باشد. لذا بررسی سیاست پولی و اثرات آن بر متغیرهای کلان اقتصادی از اهمیت بالایی برخوردار بوده که مستلزم شناخت ابزارها و اثرات آنها در فرآیند اجرای سیاست پولی می‌باشد.

زمانی که بانک مرکزی یک سیاست پولی را اجراء می‌کند، باید از میزان و سرعت واکنش بخش‌های مختلف اقتصادی نسبت به این سیاست آگاهی داشته باشد. زیرا ممکن است در صورت عدم اتخاذ سیاست مناسب، هزینه اجتماعی و اقتصادی بسیاری به اقتصاد تحمیل شود. در واقع سیاست‌گذار باید بدانند چه متغیرهایی در چه زمانی و به چه میزانی به سیاست اعمال شده واکنش نشان می‌دهد. لذا هرچه اطلاعات بیشتری در مورد آثار سیاست‌های پولی و نحوه‌ی تاثیر آن بر متغیرهای کلان اقتصادی در اختیار مقامات پولی قرار گیرد، سیاست پولی با کارایی بیشتری اجراء خواهد شد. بنابراین در این پژوهش به بررسی تاثیر تغییرات سیاست پولی بر سرمایه‌گذاری در منتخبی از کشورهای اسلامی با به کارگیری روش داده‌های تابلویی پرداخته شده است.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

کشورهای مختلف برای نیل به اهداف اقتصادی از جمله رشد اقتصادی، توسعه اقتصادی، سرمایه‌گذاری، اشتغال و رفاه اجتماعی نیازمند استفاده از سیاست‌هایی در قالب سیاست‌های مالی و پولی می‌باشند. اثرات سیاست‌های پولی و یا مالی بر فعالیت‌های اقتصادی مستلزم شناخت سیاست‌های و ابزارهای این نوع سیاست‌ها می‌باشد. سیاست پولی یکی از مهمترین سیاست‌های اقتصادی است که دیدگاه‌های مختلفی به بحث در مورد آن و اثرات آن بر اقتصاد پرداخته‌اند. برخی از این مکاتب سیاست‌های پولی را خنثی می‌دانند، در مقابل برخی پول را خنثی نمی‌دانند و معتقدند که تغییرات پولی و سیاست‌های پولی بر بخش واقعی اقتصاد از جمله تولید و

اشتغال و سرمایه گذاری موثر می باشد. سیاست های پولی یکی از مهم ترین دخالت دولت در مسیر کلان اقتصادی به شمار می روند. اقتصاددانان در تعریف و اهمیت سرمایه، اتفاق نظر ندارند و در ابعاد و نقش آن نیز نظرات مختلفی وجود دارد. منظور از سرمایه گذاری در اقتصاد کلان آن دسته از مخارج نهایی در اقتصاد است که به حفظ و تداوم یا افزایش ظرفیت تولید کالاها و خدمات اقتصاد می انجامد.

سیاست های پولی عبارت است از مجموعه اقداماتی که توسط مقامات پولی (بانک مرکزی) به منظور کنترل و هدایت فعالیت های اقتصادی اجرا و به کار گرفته می شود. در واقع سیاست پولی به مفهوم تصمیم گیری در مورد حجم و مقدار مطلوب و بهینه پول با یک نرخ بهینه رشد پول جهت کنترل فعالیت های اقتصادی از جمله تولید و اشتغال می باشد. سیاست های که توسط بانک مرکزی در جهت کنترل نقدینگی اعمال می شود را سیاست پولی می گویند. در واقع متولی این سیاست بانک مرکزی است. برخی سیاست های پولی را تنظیم اوضاع و احوال اقتصادی از طریق نرخ بهره می دانند و عده ای آن را سیاستی تلقی می کنند که مقدار پول در جریان را کم و زیاد می کند. اما پول گرایان معتقدند که سیاست پولی کلیه اقداماتی می باشد که بانک مرکزی جهت تغییر در عرضه پول انجام می دهد (مجتهد، ۱۳۸۸). این سیاست که بیشتر از جانب کلاسیک ها مورد حمایت واقع می شد، از طریق تغییر حجم پول، تغییر در رشد حجم پول، نرخ بهره و تغییر شرایط اعطای تسهیلات مالی صورت می گیرد. هدف اصلی سیاست پولی کنترل عرضه پول و تنظیم رابطه بین پول، تولید و تورم است. بنابراین سیاست پولی فرآیندی است که به وسیله آن مقامات پولی یک کشور عرضه پول را با هدف تنظیم نرخ بهره به منظور رشد اقتصادی، پایداری و ثبات نسبی قیمت ها و کاهش بیکاری کنترل و مهار می کنند. دو نوع سیاست پولی انبساطی و انقباضی وجود دارد که براساس آنها عرضه پول به منظور رسیدن به اهداف ویژه در شرایط متفاوت اتخاذ می شوند. سیاست پولی به معنای عام آن، همان سیاست بانک مرکزی است که بر کنترل و ارشاد پول، حفظ و حراست ارزش آن و فراهم نمودن شرایط ساده و مطمئن برای رشد مدام اقتصادی جامعه به کار می رود. اهدافی که به طور خاص سیاست پولی دنبال می کند، عبارت است از رونق، ثبات و رشد اقتصادی کشور و حفظ تعادل در تراز پرداخت های بین المللی یا متعادل ساختن آن (مجتهد، ۱۳۸۸).

## ۲-۱- مفهوم سرمایه گذاری

منظور از سرمایه گذاری، هزینه هایی است که موجودی کالاها، سرمایه ای نظیر کارخانه ها و یا تجهیزات فنی و یا موجودی کالاها را افزایش می دهد و سرمایه به ابزارها، کارخانه ها، ذخایر کالاها، موجود در انبار اطلاق می شود. تجلی نهایی تشکیل سرمایه به صورت کالاها، بادوام و سرمایه ای است. این نوع کالاها، دارای چنان ماهیتی هستند که با استفاده از آنها کالا و خدمات مصرفی تولید می شوند. از این رو کالاهایی که به مصرف نهایی مردم می رسد، کالاهای مصرفی و کالاهایی که با استفاده از آنها کالا و خدمات مصرفی تولید می شوند، کالاهای سرمایه ای نامیده می شود. تعریف تشکیل سرمایه ناخالص داخلی براساس روش های متداول حساب های ملی که در چارچوب حساب های ملی سازمان ملل موسوم به SNA قرار دارد، عبارت است از: هزینه خریداری کالاهای سرمایه ای به وسیله بخش خصوصی، تولید کنندگان خدمات دولتی، تولید کنندگان خدمات خصوصی

غیر انتفاعی در خدمت خانوارها، نهایی خالص فروش کالاهای سرمایه‌ای دست دوم و اوراق قرضه در طول یک دوره حسابداری (سلیمی فر و قوی، ۱۳۸۱). سرمایه‌گذاری نقش مهم و کلیدی در رشد و توسعه اقتصادی ایفا می‌نماید. مطالعات زیادی ارتباط رشد و توسعه اقتصادی و سرمایه‌گذاری را اثبات نموده است (نادکوما، ۲۰۰۰، ۴؛ هرناندز، ۲۰۰۰، ۵؛ بارو، ۱۹۹۵، ۶؛ کولیر و گونیس، ۱۹۹۹، ۷؛ بارو و لی، ۱۹۹۴، ۸؛ کورمندی و مگویر، ۱۹۸۵، ۹). تجربه کشورهای توسعه یافته نشان می‌دهد که عامل اصلی رشد و توسعه اقتصادی آنها سرمایه‌گذاری بوده است (نورکس، ۱۹۵۳). سرمایه‌گذاری موجب استفاده بهتر و کارآمدتر از منابع می‌گردد (ریچاردسون، ۱۹۶۰). اما سرمایه‌گذاری نسبت به تغییر و تحول سیاست‌ها بسیار حساس است و سریعاً واکنش نشان می‌دهد (اندرسون و گیپن، ۱۹۹۵، ۱۲؛ چاری و همکاران، ۱۹۹۷، ۱۳؛ بدیس، ۱۹۹۹، ۱۴).

## ۲-۲- سرمایه‌گذاری از دیدگاه مکاتب اقتصادی

### • دیدگاه کلاسیک‌ها

کلاسیک‌ها پس انداز و سرمایه‌گذاری را تابعی از میزان بهره می‌دانند و از شرط برابری آنها در اشتغال کامل یک میزان بهره انعطاف پذیر را به دست می‌آورند. آنان معتقدند که این تعادل خود به خود در اقتصاد به وجود می‌آید و نیز برای باورند که سرمایه‌گذاری تابعی از نرخ بهره است و هرچه میزان بهره افزایش یابد، تقاضای سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد (زیبایی، ۱۳۸۲).

### • دیدگاه کینزین‌ها

کینزین‌ها بر این عقیده هستند که معیار کارایی نهایی سرمایه نقش بسیار مهمی در تصمیمات سرمایه‌گذاران دارد. در تحلیل کینز میزان واقعی بازدهی سرمایه‌گذاری، مقداری است که ارزش تنزیل شده درآمدهای انتظاری خالص ناشی از سرمایه‌گذاری در یک پروژه خاص را با هزینه‌ی اولیه‌ی سرمایه‌گذاری در آن پروژه برابر می‌کند. این میزان، کارایی نهایی سرمایه‌گذاری نامیده می‌شود. تصمیم به سرمایه‌گذاری بر اساس نظریه‌ی کینز به دو عامل بستگی دارد. نخست، میزان بازده داخلی یا نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری که در واقع همان کارایی نهایی سرمایه‌گذاری است و دوم، میزان بهره که معیار ارزیابی هزینه‌های فرصت ذخایر موجود می‌باشد (برانسون، ۱۵، ۱۳۷۲).

### • دیدگاه نئوکلاسیک‌ها

نئوکلاسیک‌ها، سرمایه‌گذاری را به عنوان تابعی از قیمت نسبی سرمایه مشخص می‌کنند. در این نظریه که جورج گونسون ۱۶ آنرا ارائه کرده، سرمایه‌گذاری به طور مثبت با سطح تولید به طور منفی با هزینه‌ی اجاره‌ی سرمایه مرتبط است. در نظریه‌های اخیر سرمایه‌گذاری، ریسک و عدم اطمینان نیز در تابع سرمایه‌گذاری وارد شده است. میزان ریسک را می‌توان متوسط هزینه‌ی وقایع پیشبینی نشده در طول دوران سرمایه‌گذاری تعریف کرد. هر سرمایه‌گذار با تخصیص منابع مختلف سرمایه به امر سرمایه‌گذاری، قبلاً هر چیز، سود و زیان آتی خود را بررسی می‌کند. در این ارزیابی، سرمایه‌گذار تصمیم می‌گیرد که منابع خود را به چه نوع از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری اختصاص دهد که حداکثر بازدهی را داشته باشد. در زمانی که ریسک سرمایه‌گذاری قابل توجه باشد، هزینه‌ی اضافی ریسک موجود که ناشی از وقایع پیشبینی نشده است، سبب افزایش هزینه‌ی هر واحد سرمایه‌گذاری و در نتیجه کاهش

سود خواهد شد. چنانچه میزان خسارت وقایع پیشبینی نشده بیش از حد باشد، موجب منفی شدن سودنیزمی شود و سرمایه گذار را حتی به ورشکستگی می کشاند (زیبایی، ۱۳۸۲).

### ۲-۳- سیاست های پولی در کشورهای اسلامی

سیاست های پولی در اقتصاد کشورهای مختلف به خصوص در کشورهای اسلامی که مقید به موازین شرعی نیز می باشند از اهمیت ویژه ای برخوردار است. چگونگی تنظیم و اجرای سیاست های پولی و استفاده از ابزارهای پولی، عملکرد اقتصادی به خصوص سرمایه گذاری، تولید و اشتغال (بخش واقعی اقتصاد) را تحت تاثیر قرار می دهد. هر کشوری با هر نظام اقتصادی، دارای هدف های معین اقتصادی است که برای رسیدن به آنها تلاش می کند. به عنوان مثال، نظام های اقتصادی کشورهای، درصدد دستیابی به هدف های رشد و توسعه اقتصادی، افزایش اشتغال و رفاه جامعه از طریق ابزارها و سیاست های اقتصادی می باشند و برای رسیدن به وضعیت مطلوب، بهبود وضعیت موجود و یا هدف های تعیین شده، راه معینی را پیش می گیرند که به عنوان سیاست کلان اقتصادی شناخته شده است (محرابی، ۱۳۹۲).

به طور کلی می توان گفت که تقریباً در همه کشورهای اسلامی از ابزارهای مرسوم بانکداری مرکزی مانند تعیین نسبت ذخیره قانونی، تعیین نرخ سود بانکی، عملیات بازار باز، تعیین نرخ تنزیل و نرخ تنزیل مجدد استفاده می شود. نوع ابزارهای پولی مرسوم مورد استفاده در کشورهای اسلامی بدین شرح می باشد:

در کشورهای ایران، پاکستان و سودان که تمام سیستم بانکی خود را اسلامی اعلام کرده اند، از ابزارهای مرسوم نرخ تنزیل و نرخ تنزیل مجدد استفاده نمی کنند. در کشورهای اردن، اندونزی، امارات متحده عربی، بحرین، بنگلادش، ترکیه، تونس، عربستان، کویت، لبنان، مالزی و مصر که بانکداری اسلامی و بانکداری مرسوم را با هم دارند. در برخی از این کشورها نیز عملیات تنزیل مورد استفاده نیست. دو کشور امارات متحده عربی و لبنان از ابزار تعیین نرخ سود بانکی استفاده می کنند. همچنین کشورهای امارات متحده عربی، بحرین، ترکیه و عربستان از عملیات بازار باز نیز استفاده نمی کنند. کشورهای افغانستان، سوریه، عمان، قطر، لیبی، نیجریه و یمن که فقط با سیستم بانکداری مرسوم کار می کنند، از تمامی ابزارهای بانکداری مرکزی در بانکداری متعارف استفاده می شود.

بنابراین تقریباً در همه کشورهای اسلامی از ابزارهای مرسوم بانکداری مرکزی استفاده می شود. اما در بعضی از کشورها اسلامی از روش ها یا ابزارهای خاصی نیز برای کنترل پولی و تنظیم بخش پولی اقتصاد در مقابل بخش واقعی استفاده می کنند (مومنی و حری، ۱۳۸۸). از طرف دیگر بسیاری از کشورهای اسلامی با معرفی تعداد بسیار زیاد ابزار پولی نتوانسته اند به درستی این ابزارها را به کار گرفته و بر مشکلات کلان پولی کشور خود فائق آیند. در این بین، کشور ایران با معرفی ۲۶ ابزار، بیشترین و کشورهای ترکیه و امارات متحده عربی با معرفی دو ابزار، کمترین ابزار پولی را معرفی کرده و به کار گرفته اند.

## ۲-۴- پیشنهادیه پژوهش

بی‌شک و برقی اسکویی (۱۳۹۴) تاثیر شوک‌های سیاست پولی و مالی بر بازار سهام ایران را طی دوره ۱۳۸۹:۴-۱۳۷۰:۱ با استفاده از روش الگوی خودرگرسیون برداری ساختاری بررسی کرده‌اند. نتایج نشان داد که در کوتاه‌مدت شوک مخارج دولت تاثیر مثبت و در بلندمدت اثر منفی بر رشد شاخص قیمت سهام دارد. اثر شوک عرضه پول بر رشد شاخص قیمت سهام در کوتاه مدت و بلندمدت مثبت است. البته این تاثیر گذاری در کوتاه مدت بیشتر از بلندمدت است، به عبارتی سیاست پولی بر شاخص قیمت سهام سریع تر از اثرگذاری سیاست مالی است.

خداپرست شیرازی (۱۳۹۴)، با روش‌های اقتصاد سنجی VAR و FAVAR اثرات سیاست پولی بر متغیرهای کلان را طی دوره ۱۳۹۴:۴-۱۳۶۹:۱ مورد بررسی و ارزیابی قرار داده‌اند و به این نتیجه رسیده‌اند که سیاست‌های پولی انبساطی تاثیر پایداری بر سطح عمومی قیمت‌ها داشته و در کوتاه مدت و بلندمدت منجر به افزایش تورم شده است.

کنانی (۲۰۱۰) در مطالعه‌ای در کشور مالاوی از سهم‌تغییرنسبت حجم پول به تولید ناخالص داخلی اسمی، نسبت بدهی‌های بانک‌ها به تولید ناخالص داخلی اسمی، نسبت اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی واقعی استفاده کرد. همچنین شدت تجاری (نسبت مجموع واردات و صادرات به تولید ناخالص داخلی اسمی است) را نیز به عنوان شاخصی برای بازبودن تجاری قلمداد می‌کرده و برای تخمین از مدل خود رگرسیون برداری VAR و VECM استفاده کرده است. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که بین متغیرهای مالی، بازبودن تجاری در افزایش رشد اقتصادی در کشوره ای در حال توسعه رابطه بلندمدتی وجود دارد.

لاوکولارچ (۲۰۱۱) به بررسی تاثیر سیاست پولی و مالی بر اشتغال کشور تایلند پرداخت. طبق نتایج ایشان سیاست‌های پولی و مالی اثرات قابل توجهی بر بی‌کاری بخش‌های صنعت و کشاورزی دارند، از آنجایی که بی‌کاری در بخش کشاورزی شایع‌تر است به مطالعه‌ای در طول سال‌های ۲۰۰۸-۱۹۸۳ اشتغال در بخش کشاورزی به علت بالارفتن تجارت محصولات صنعتی و خدمات کاهش یافته، در بخش صنعت و خدمات به علت آزادی تجاری، بی‌کاری در سطح پایین‌تر یقیناً دارد. یعنی تجارت بین الملل به نفع اشتغال این دو بخش است.

مونیر و قیوم (۲۰۱۲) با استفاده از روش رگرسیون خود توضیح برداری عامل تعمیم یافته (FAVAR) و ۱۱۵ متغیر ماهانه برای دوره ۱۹۹۲:۰۱ تا ۲۰۱۰:۱۲، اثر سیاست‌های پولی در اقتصاد پاکستان را مورد بررسی قرار دادند. آنها با استفاده از روش دومرحله‌ای برنانه و همکاران و در نظر گرفتن نرخ تنزیل به عنوان ابزار سیاسی پولی در اقتصاد پاکستان الگوی FAVAR را بر آورد نمودند. آن‌ها با مقایسه نتایج حاصل از مدل‌های VAR و FAVAR نشان دادند که در پاکستان نتیجه حاصل از مدل FAVAR با تئوری سازگاری بیشتری دارد. در حالی که مدل VAR، معمای قیمت و معمای نقدینگی را در پاکستان نشان می‌دهد اما FAVAR هیچ شواهدی از این معماها ارائه نداده است. این مطالعات نشان می‌دهد در اقتصاد پاکستان انتقال شوک سیاست پولی در مورد قیمت در مقایسه با تولید، سریع‌تر است. همچنین سیاست‌های پولی در اقتصاد پاکستان در کوتاه مدت بر تولید اثر می‌گذارد، در حالی که در بلندمدت تمام آثار سیاست‌های پولی به متغیرهای اسمی همچون پول و قیمت منتقل می‌گردد.

ازواوگیجی (۲۰۱۳) با استفاده از یک مدل تصحیح خطا تاثیر سیاست های مالی بر تولید بخش صنعت در نیجریه را بررسی نموده و نشان دادند که مخارج دولت به طور معنی داری تولید بخش صنعت را تحت تاثیر قرار می دهد.

سینگ (۲۰۱۳) در تحقیقی، رابطه بین سیاست های پولی و مالی بر بازار سهام لهستان را با استفاده از روش GARCH و داده های فصلی ۲۰۱۲-۱۹۹۹ مورد بررسی قرار داده و از متغیرهای شاخص قیمت سهام در آن کشور، نسبت کسری بودجه دولت به تولید ناخالص داخلی (ابزار سیاست مالی) نرخ بهره، نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی، تولید واقعی، نرخ ارز موثر اسمی، نرخ تورم، شاخص سهام بازار آلمان و شاخص سهام بازار آمریکا استفاده کرده است. نتایج تحقیق حاکی از این است که سیاست مالی هیچ تاثیر معناداری بر شاخص سهام ندارد. سیاست پولی انقباضی با افزایش نرخ بهره، دارای بر شاخص سهام تاثیر منفی دارد. بین شاخص سهام و نرخ تورم و نرخ ارز موثر اسمی هم رابطه منفی وجود دارد.

فرنالده (۲۰۱۵) در تحقیق خود به بررسی اثرات سیاست پولی در کشور چین با استفاده از یک الگوی FAVAR پرداخته است. ایشان در تحقیق خود به بررسی اثرات سیاست های پولی در کشور چین از طریق کانال تورم پرداخته است. در این مقاله آمده است که سیاست پولی بر بخش حقیقی اقتصاد حداقل در کوتاه مدت مؤثر می باشد و تصمیمات سیاست پولی از طریق مکانیسم های مختلف به بخش حقیقی منتقل می شود. این مکانیسم از کشوری به کشور دیگر متفاوت است و بستگی به ساختار مالی و قانونی آنها دارد.

ندکومانا (۲۰۱۵) در تحقیقی به بررسی پیامدهای سیاست پولی بر سرمایه گذاری در ۳۷ کشورهای جنوب صحرای آفریقا از سال ۲۰۱۲-۱۹۸۰ پرداختند. نتایج مطالعه وی نشان داد که نرخ بهره پایین باعث افزایش وام دهی بانکها شده و رشد اقتصادی بالاتر را در پی دارد.

پردهان و همکاران (۲۰۱۵) در مطالعه ای با استفاده از VAR برای آزمون علیت گرنجری، به بررسی رابطه بین توسعه بخش بانکداری، توسعه بازار سهام، رشد اقتصادی و چهار متغیر کلان اقتصادی در کشورهای ASEAN طی دوره ۲۰۱۲-۱۹۶۱ پرداختند. در این مطالعه بررسی رابطه علی بین دو متغیر با حضور سایر متغیرها در نظر گرفته شده است. نتایج نشان داد که توسعه بخش بانکی و بازار سهام و دیگر متغیرهای اقتصاد کلان در تعیین رشد اقتصادی بلند مدت تاثیر گذارند. همچنین توسعه بخش بانکی، توسعه بازار سهام، رشد اقتصادی و چهار متغیر کلیدی اقتصاد کلان هم انباشته اند و رابطه بلند مدت بین آنها وجود دارد.

### ۳- روش شناسی

در این تحقیق برای بررسی تاثیر تغییرات سیاست پولی بر سرمایه گذاری در منتخبی از کشورهای اسلامی از جمله: الجزایر، مصر، ایران، اردن، قزاقستان، کویت، لبنان، نیجریه و عمان، در طول دوره زمانی ۲۰۰۰-۲۰۱۵ از رهیافت داده های تابلویی استفاده شده است. اصطلاح داده های تابلویی به انباشته شدن مشاهدات مقطعی در طول دوره های زمانی مختلف اشاره می کند. بنابراین داده ها هم دارای بعد زمانی و هم دارای بعد مکانی می باشند. فرم استاندارد روش پانل دیتا بدین صورت می باشد:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}$$

در این رابطه  $Y_{it}$  متغیر وابسته،  $X_{it}$  متغیرهای توضیحی و  $\varepsilon_{it}$  جملات باقیمانده مدل می‌باشند. در این مدل،  $K$  متغیر توضیحی (بدون احتساب عرض از مبدا) در  $X_i$  وجود دارد. بر حسب این که  $\alpha$  چه حالتی بگیرد، سه حالت پیش می‌آید. اول، اگر هیچ اختلافی بین مقاطع وجود نداشته باشد، در نتیجه  $\alpha$  به صورت میانگین تمام مقاطع، وارد مدل می‌شود. در حالت روش حداقل مربعات معمولی، برآوردهای کارا و سازگاری از  $\alpha$  و  $\beta$  ارائه خواهد شد. دوم اگر بین مقاطع مختلف، اختلاف وجود داشته باشد، اختلاف بین مقاطع در  $\alpha_i$  نشان داده می‌شود. لذا در استفاده از این روش لازم است ابتدا آزمون چاو یا  $F$  لیمر برای آزمون این که الگوها به روش داده‌های هم انباشته یا تابلویی تخمین زده شود، مورد استفاده قرار می‌گیرد. در آزمون  $F$  لیمر فرضیه صفر مبنی بر یکسان بودن عرض از مبداها (روی هم انباشته) در مقابل فرضیه مخالف یعنی ناهمسانی عرض از مبداها (روش داده‌های تابلویی) قرار می‌گیرد (بالتاجی، ۲۰۰۵). سپس آزمون هاسمن برای تعیین نوع مدل پانل دیتا از حیث اثرات ثابت و اثرات تصادفی انجام می‌گیرد.

#### ۴- متغیرهای پژوهش

##### ۴-۱- متغیرهای وابسته

اعتبارات تخصیصی: اعتبارات مجموع تسهیلاتی که بانک‌ها در اختیار بخش‌های مختلف اقتصادی قرار می‌دهد، می‌باشد.

سرمایه گذاری: شامل سرمایه گذاری فیزیکی و ثابتی است که به وسیله واحدهای اقتصادی در طول یکسال تشکیل می‌گردد.

##### ۴-۲- متغیرهای مستقل

نرخ بهره تسهیلات بانک‌ها: به بهای پول وام گرفته شده نرخ سود اعتبارات اطلاق می‌شود. هرگاه مبلغی پول برای مدت معینی به وام داده شود، مبلغی که در آینده وام گیرنده به وام دهنده می‌پردازد، بیش از مبلغ دریافتی اولیه خواهد بود. این پرداخت اضافی یا نرخ سود اعتبارات را می‌توان به صورت نسبت مابه التفاوت مبلغ دریافتی و مبلغ بازپرداخت در پایان یک دوره معین به کل پول دریافتی بیان کرد.

نرخ سود سپرده های بانکی: تسهیلات بانکی همان خروجی‌های اصلی بانک‌ها هستند که از طریق آنها نقدینگی‌های سرگردان جامعه، به مبادی تعریف شده و هدفمند اقتصادی تزریق می‌شود. بدین معنی که یک بانک با تجهیز منابع (شامل سرمایه و حقوق صاحبان سهام و انواع سپرده‌ها و یا سایر بدهی‌ها) آنها را در راستای اهداف از قبل تعیین شده به مصرف می‌رساند. به تعبیر دیگر فرض بر این است که یک بانک با ایجاد این دارایی‌های درآمدزا در پایان هر دوره مالی به سود رسیده و دوباره با استفاده از سودهای انباشته شده و منابع جدید شامل افزایش سرمایه یا ایجاد بدهی‌های دیگر فعالیت خود را گسترش می‌دهد. هر چند در بانک‌های توسعه‌ای



که معمولا با سرمایه دولت‌ها تشکیل می‌گردند، رسیدن به اهداف اقتصادی و ملی، از اهمیت بیشتری نسبت به سوددهی بانک برخوردار است. نرخ بهره اوراق قرضه دولتی: نرخ بهره‌ای که دولت اوراقی را برای تامین مالی بودجه خود از طریق بانک مرکزی به فروش می‌رساند. رشد اقتصادی: منظور از رشد اقتصادی یک کشور این است که تولید ناخالص داخلی حقیقی آن کشور در طول یک دوره بلند مدت افزایش یابد. آزادی تجاری: آزادی تجاری بیانگر نسبت مجموع صادرات و واردات به تولید ناخالص داخلی در یک سال بوده و حجم تجارت بین المللی کشور نشان می‌دهد. آزادی سیاسی: این شاخص شامل دو زیر شاخص آزادی مدنی و حقوق سیاسی است که توسط موسسه خانه آزادی (فریدام هاوس) برای کشورها از سال ۱۹۷۲ تاکنون منتشر شده است. در این تحقیق از میانگین این دو شاخص به عنوان شاخص آزادی سیاسی استفاده شده که دامنه این شاخص بین ۱-۷ می‌باشد که عدد یک معرف آزادترین و عدد ۷ بیانگر غیر آزادترین وضعیت کشورها می‌باشد. کشورها از لحاظ آزادی بر مبنای این شاخص به سه گروه دسته بندی شده است. کشورهای آزاد که دامنه شاخص آنها ۱-۲/۵، کشورهای نسبتا آزاد که شاخص آنها در دامنه ۲/۵-۵/۵ تعریف شده و کشورهای غیر آزاد که دامنه شاخص آنها بین ۵/۵-۷ می‌باشد.

#### ۵- تصریح مدل

برای بررسی تاثیر تغییرات سیاست‌های پولی بر سرمایه گذاری در منتخبی از کشورهای اسلامی در طول دوره زمانی ۲۰۱۵-۲۰۰۰ مدل مورد نظر با استفاده از مدل مطالعه (اندکومانانا<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵) به صورت زیر تصریح شده است:

$$LGFC_{it} = \alpha_0 LLIR_{it} + \alpha_1 LDIR_{it} + \alpha_2 LTBR_{it} + \alpha_3 LDCPB_{it} + \alpha_4 LPGDP_{it} + \alpha_5 LTR_{it} + \alpha_6 LDEM_{it} + \varepsilon_{it}$$

LGFC: لگاریتم تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی (درصدی از تولید ناخالص داخلی)، LDCPB: لگاریتم اعتبارات بانکی به بخش خصوصی (درصدی از تولید ناخالص داخلی)، LLIR: لگاریتم نرخ بهره تسهیلات (درصد)، LDIR: لگاریتم نرخ بهره سپرده‌های بانکی، (درصد)، LTBR: نرخ بهره اوراق قرضه دولتی (درصد)، LPGDP: لگاریتم تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه (دلار)، LTR: لگاریتم درجه باز بودن اقتصاد (آزاد سازی تجاری) (درصدی از تولید ناخالص داخلی)، DEM: آزادی سیاسی (شاخص خانه آزادی)

#### ۶- یافته‌های پژوهش

##### ۶-۱- آزمون ساکن پذیری متغیرها

به منظور اجتناب از رگرسیون کاذب و جعلی اولین مرحله در انجام تخمین سری‌های زمانی بررسی وضعیت سکون متغیرها می‌باشد. زیرا در صورت استفاده از سری‌های ناماننا در برآوردهای اقتصادسنجی مسئله بروز

رگرسیون کاذب به وجود می‌آید که در این صورت نتایج به دست آمده قابل تفسیر و اعتماد نخواهد بود. بر خلاف آن چه در مورد داده‌های سری زمانی مرسوم است، در مورد داده‌های تابلویی نمی‌توان برای آزمون مانایی از آزمون‌های دیکی- فولر و دیکی- فولر تعمیم یافته بهره جست، بلکه لازم است به نحوی مانایی جمعی متغیرها آزمون شود (اشرف زاده و مهرگان، ۱۳۸۹). برای بررسی ساکن پذیری متغیرها در داده‌های تابلویی آزمون‌های لوین، لین و چو<sup>۲۱</sup>، ایم، پسران و شین<sup>۲۲</sup>، ADF-Fisher<sup>۲۳</sup>، PP-Fisher<sup>۲۴</sup>، چوئی<sup>۲۵</sup>، برایتونگ<sup>۲۶</sup> و هاردی<sup>۲۷</sup> معرفی شده‌اند. بنابراین در این قسمت از تحقیق با استفاده از آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو (LLC) و آزمون ایم، پسران و شین (IPS) ساکن پذیری متغیرها بررسی شده است. این آزمون‌ها فرضیه‌ی نامانایی (ساکن بودن) متغیر را در برابر فرضیه مانا بودن متغیر آزمون می‌کند. با توجه به آماره آزمون و ارزش احتمال آن می‌توان در مورد رد یا قبول فرضیه‌های مورد آزمون قضاوت کرد. بنابراین، اگر قدر مطلق آماره آزمون کوچک‌تر از قدر مطلق مقادیر بحرانی و یا ارزش احتمال آماره آزمون کوچک‌تر از ۵ درصد باشد، فرضیه صفر مبنی بر داشتن ریشه واحد (نامانا بودن) رد شده و فرضیه جایگزین مبنی بر مانایی متغیر پذیرفته می‌شود. نتایج به دست آمده از این آزمون در جدول (۱) ارائه شده است.

جدول ۱. نتایج آزمون ساکن پذیری متغیرها

متغیر	اختصار متغیر	شرایط آزمون	آزمون لوین، لین و چو		آزمون ایم، پسران و شین	
			آماره	احتمال	آماره	احتمال
سرمایه گذاری	LGFC	با عرض از مبدا و روند	-۲/۱۰	*۰/۰۱۷۸	-۳/۰۵	*۰/۰۰۱۱
نرخ بهره تسهیلات بانکی	LLIR	با عرض از مبدا	-۱/۸۰	*۰/۰۱۳۴	-۲/۷۰	*۰/۰۰۳۵
نرخ سود سپرده‌ها	LDIR	با عرض از مبدا	-۳/۴۰	*۰/۰۰۰۳	-۲/۳۳	*۰/۰۰۹۹
نرخ بهره اوراق قرضه دولتی	LTBR	با عرض از مبدا	-۲/۵۱	*۰/۰۰۶۰	-۱/۴۵	**۰/۰۷۳۵
رشد اقتصادی	LPGDP	با عرض از مبدا	-۳/۸۱	*۰/۰۰۰۱	-۱/۵۷	**۰/۰۵۸۰
تجارت	LTR	با عرض از مبدا و روند	-۲/۶۸	**۰/۰۰۴۴	-۱/۲۹	**۰/۰۰۹۷۰
آزادی سیاسی	DEM	با عرض از مبدا و روند	-۱/۹۷	*۰/۰۲۴۱	-۱/۹۷	***۰/۰۲۴۱

منبع: محاسبات تحقیق، \*، \*\* و \*\*\* به ترتیب بیانگر معناداری در سطوح ۱، ۵ و ۱۰ درصد می‌باشند.

نتایج به دست آمده از بررسی ساکن پذیری متغیرها با استفاده از آزمون‌های لوین، لین و چو و ایم، پسران و شین در جدول (۱) نشان می‌دهد که ارزش احتمال آماره آزمون لوین، لین و چو برای تمامی متغیرها کوچک‌تر از پنج صدم می‌باشند و لذا این نتیجه حاکی از رد فرضیه صفر مبنی بر داشتن ریشه واحد متغیرها می‌باشد و فرضیه مقابل آن یعنی مانا بودن متغیرها مورد پذیرش قرار می‌گیرد. بنابراین لگاریتم تمامی متغیرهای مدل در سطح داده‌های متغیرها ایستا می‌باشند. همچنین نتایج حاصل از آزمون ریشه واحد ایم، پسران و شین نشان می‌دهد که احتمال آماره این آزمون برای متغیرهای سرمایه‌گذاری، اعتبارات بانکی، نرخ بهره تسهیلات بانکی، نرخ سود سپرده‌های بانکی کمتر از یک صدم بوده لذا این متغیرها در سطح معناداری یک درصد مانا می‌باشند.

همچنین متغیر آزادی سیاسی در سطح معنی داری ۵ درصد مانا بوده و متغیرهای نرخ بهره اوراق قرضه دولتی، رشد اقتصادی و تجارت در سطح معنی داری ۱۰ درصد مانا می‌باشند.  
بنابراین بر اساس نتایج حاصل از آزمون‌های LLC و IPS متغیرها مانا بوده و برای برآورد مدل از قابلیت آماری لازم برای تفسیر برخوردار می‌باشد و مسئله رگرسیون کاذب و جعلی در برآورد مدل منتفی می‌باشد.

#### ۲-۶- نتایج تحقیق

نتایج حاصل از برآورد مدل‌های تاثیر سیاست پولی بر سرمایه گذاری در کشورهای اسلامی در بازه زمانی ۲۰۱۵-۲۰۰۰ در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول ۲. نتایج برآورد مدل تاثیر تغییر سیاست پولی بر سرمایه گذاری در کشورهای اسلامی

(متغیر وابسته: سرمایه گذاری)

متغیر	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	احتمال
عرض از مبدا	C	-۲/۷۰	-۲/۴۶	۰/۰۱۴۲
نرخ بهره اعتبارات	LLIR	-۰/۰۹۶	-۱/۳۵	۰/۱۷۶۷
نرخ سود سپرده‌ها	LDIR	۰/۰۰۴	۰/۱۸	۰/۸۵۲۰
نرخ بهره اوراق قرضه دولتی	LTBR	-۰/۰۳۹	-۴/۲۵	۰/۰۰۰۰
اعتبارات تخصیصی	LDCPB	۰/۳۰۴	۸/۱۳	۰/۰۰۰۰
رشد اقتصادی	LPGDP	۰/۴۴۹	۴/۷۴	۰/۰۰۰۰
آزادی تجاری	LTR	۰/۲۲۷	۳/۵۸	۰/۰۰۰۵
آزادی سیاسی	LDEM	۰/۱۱۱	۱/۰۴	۰/۲۹۶۱
R2	۰/۸۴	آماره F لیمر	۳۱/۶۵	
R2 تعدیل شده	۰/۸۲	احتمال آماره F لیمر	۰/۰۰۰۰	
آماره F	۴۴	آماره هاسمن	۸۸/۸۹	
احتمال آماره F	۰/۰۰۰۰	احتمال آماره هاسمن	۰/۰۰۰۰	

منبع: محاسبات تحقیق

نتایج حاصل از برآورد مدل تاثیر سیاست پولی بر سرمایه گذاری در کشورهای اسلامی در طول دوره زمانی ۲۰۱۵-۲۰۰۰ با مدل داده‌های تابلویی با اثرات ثابت با توجه نتایج آزمون هاسمن در جدول (۳) به صورت زیر مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد.

نرخ بهره اعتبارات بانکی با ضریب  $-۰/۰۹۶$  تاثیر منفی بر سرمایه گذاری در کشورهای اسلامی دارد که از لحاظ آماری تاثیر معناداری بر سرمایه گذاری ندارد. در واقع در کشورهای اسلامی نرخ بهره اعتبارات بانکی به صورت معنادار تاثیری بر تشکیل سرمایه ثابت و لذا سرمایه گذاری ندارد.

نرخ سود سپرده‌های بانکی با ضریب  $0/004$  تاثیر مستقیم بر سرمایه‌گذاری در کشورهای اسلامی دارد که از لحاظ آماری تاثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری ندارد. در واقع در کشورهای اسلامی نرخ سود سپرده‌های بانکی به صورت معنادار تاثیری بر تشکیل سرمایه ثابت و لذا سرمایه‌گذاری ندارد.

نرخ بهره اوراق قرضه دولتی با ضریب  $-0/039$  - تاثیر منفی و معنادار بر سرمایه‌گذاری در کشورهای اسلامی دارد. در واقع انتشار اوراق قرضه دولتی منجر به کاهش سرمایه‌گذاری در کشورهای اسلامی می‌شود.

اعتبارات بانکی با ضریب  $0/304$  تاثیر مستقیم و معنادار بر سرمایه‌گذاری در کشورهای اسلامی دارد. در واقع در کشورهای اسلامی اعتبارات بانکی به طور مستقیم و معنادار سرمایه‌گذاری را تحت تاثیر قرار می‌دهد و با افزایش اعتبارات بانکی در این کشورها سرمایه‌گذاری به طور معناداری افزایش پیدا می‌کند.

رشد اقتصادی با ضریب  $0/449$  تاثیر مستقیم و معنادار بر سرمایه‌گذاری در کشورهای اسلامی دارد. بر این اساس در کشورهای اسلامی تولید ناخالص داخلی منجر به افزایش سرمایه‌گذاری می‌گردد.

آزادی تجاری با ضریب  $0/227$  تاثیر مستقیم و معنادار بر سرمایه‌گذاری در کشورهای اسلامی دارد. لذا در کشورهای اسلامی با افزایش حجم صادرات و واردات، سرمایه‌گذاری افزایش معناداری پیدا می‌کند.

آزادی سیاسی با ضریب  $0/111$  تاثیر مستقیم بر سرمایه‌گذاری در کشورهای اسلامی دارد که تاثیر آن از لحاظ آماری معنادار نمی‌باشد. بنابراین در کشورهای اسلامی آزادی سیاسی به طور معناداری سرمایه‌گذاری را تحت تاثیر قرار نمی‌دهد.

#### ۷- بحث و نتیجه‌گیری

بر اساس نتایج به دست آمده از مدل برآورد شده مبنی بر تاثیر سیاست پولی بر سرمایه‌گذاری در کشورهای اسلامی می‌توان بدین صورت بحث و تجزیه تحلیل داشت:

نرخ بهره اعتبارات بانکی تاثیر منفی بر سرمایه‌گذاری در کشورهای اسلامی دارد که از لحاظ آماری تاثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری ندارد. در واقع در کشورهای اسلامی نرخ بهره تسهیلات بانکی به صورت معنادار تاثیری بر تشکیل سرمایه ثابت و لذا سرمایه‌گذاری ندارد. در این مورد می‌توان به شیب منحنی IS در کشورهای اسلامی که کشورهای در حال توسعه نیز می‌باشند اشاره کرد. در اغلب این کشورها شیب منحنی IS تند بوده و بیشتر به حالت عمودی نزدیکتر می‌باشد. لذا تغییرات نرخ بهره چندان بر تولید و سرمایه‌گذاری موثر نمی‌تواند باشند.

نرخ سود سپرده‌های بانکی تاثیر مستقیم بر سرمایه‌گذاری در کشورهای اسلامی دارد که از لحاظ آماری تاثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری ندارد. در واقع در کشورهای اسلامی نرخ سود سپرده‌های بانکی به صورت معنادار تاثیری بر تشکیل سرمایه ثابت و لذا سرمایه‌گذاری ندارد. افزایش نرخ سود سپرده‌های بانکی انگیزه بنگاهها و مردم را برای سپرده‌گذاری نزد بانکها را افزایش می‌دهد و بدین ترتیب آنها به جای سرمایه‌گذاری به صورت فیزیکی، نزد بانکها سپرده‌گذاری می‌کنند. بدین طریق منابع مالی که در اختیار بانکها قرار می‌گیرد افزایش پیدا کرده و قدرت وام دهی بانکها را بیشتر می‌کند. بدین طریق سرمایه‌گذاری‌ها نیز بهبود پیدا می‌کند.

در واقع نرخ بالای سود سپرده‌ها منابع مالی را از سمت سفته بازی به سمت سپرده گذاری کم ریسک سوق داده و از کانال بانکها در سرمایه گذاری‌ها به مصرف می‌رسد.

اعتبارات بانکی تاثیر مستقیم و معنادار بر سرمایه گذاری در کشورهای اسلامی دارد. در واقع در کشورهای اسلامی اعتبارات بانکی به طور مستقیم و معنادار سرمایه گذاری را تحت تاثیر قرار می‌دهد و با افزایش اعتبارات بانکی در این کشورها سرمایه گذاری به طور معناداری افزایش پیدا می‌کند. افزایش اعتبارات بانکی به بخش خصوصی توان تامین مالی بنگاههای سرمایه گذار را بالا می‌برد. در واقع می‌توان گفت که در کشورهای که از بازارهای مالی توسعه یافته‌ای برخوردار نیستند، بنگاهها برای تامین مالی سرمایه گذاری‌های خود نیاز جدی و اساسی به بخش بانکی دارند. بنابراین با افزایش اعتبارات بانکی بنگاههای منابع مالی لازم برای سرمایه گذاری را کسب کرده و تشکیل سرمایه ثابت را افزایش می‌دهند که به دنبال آن افزایش تولید و اشتغال را به ارمغان می‌آورد که این مسئله توان پس انداز افراد و بنگاهها را در بانکها بیشتر می‌کند. بنابراین بانکها از منابع مالی لازم برای اعطای اعتبارات بیشتر، برخوردار می‌گردند. همچنین کانال دیگر تاثیر اعتبارات بر سرمایه گذاری کانال وام دهی بانکهاست که کانال وام دهی بانکی فرض می‌کند که اعتبارات بانکی منبع اصلی تامین مالی بنگاههای کوچک و متوسط می‌باشند. بنگاههای بزرگ به سهولت می‌توانند به طور مستقیم با انتشار سهام و اوراق مشارکت و اوراق قرضه به بازارهای اعتباری دست پیدا کرده و تامین مالی کنند. در مورد بنگاههای کوچک و متوسط اگر منابع داخلی نتواند نیازهای مالی آنها را تامین کند به سراغ منابع بانکی خواهند رفت که دستیابی آنها به منابع بانکی یا همان وام های بانکی به طور مستقیم به قیمت و مقدار اعتبارات در دسترس و نیز به سیاست عرضه اعتبار بستگی دارد. بر این اساس اعتبارات نقش مهمی را در انتقال و ایجاد ارتباط بین بخش پولی و مالی در بخش حقیقی اقتصاد بازی می‌کند. بنابراین در مورد مکانیسم تاثیر کانال اعتباری می‌توان گفت که اگر سیاست پولی انبساطی توسط بانک مرکزی در پیش گرفته شود، باعث افزایش سپرده‌های بانکی و در نتیجه افزایش قدرت وام دهی بانکها می‌شود. بنگاهها نیز با استفاده از این وام سرمایه گذاری خود را افزایش داده و در نتیجه تقاضای کل افزایش می‌یابد.

از سوی دیگر بر اساس اثر تراز نامه‌ای که پرداخت‌های بدهی برحسب قرارداد ثابت هستند و افزایش سطح قیمت‌ها، میزان بدهی واقعی بنگاهها را کاهش می‌دهد، ولی ارزش دارایی‌های فیزیکی بنگاهها را کاهش نمی‌دهد. در نتیجه یک سیاست پولی انبساطی با افزایش سطوح قیمت، باعث افزایش خالص دارایی‌های بنگاه گشته و با کاهش خطرات اخلاقی و انتخاب بد موجب افزایش وام دهی و سرمایه گذاری و تولید می‌شود.

نرخ بهره اوراق قرضه دولتی تاثیر منفی و معنادار بر سرمایه گذاری در کشورهای اسلامی دارد. بدین معنی که با افزایش نرخ بهره اوراق قرضه دولتی در این کشورها سرمایه گذاری به طور معنادار کاهش می‌یابد. در مورد تاثیر منفی اوراق قرضه دولتی بر تشکیل سرمایه ثابت می‌توان به این مسئله اشاره داشت که با افزایش نرخ بهره اوراق قرضه دولتی نرخ بهره در بازار افزایش می‌یابد. افزایش نرخ بهره منجر به افزایش هزینه‌های سرمایه گذاری می‌گردد. همچنین با افزایش نرخ بهره اوراق قرضه دولتی که ریسک کمتری دارد، تمایل مردم و بنگاهها به خرید این اوراق افزایش می‌یابد. همچنین دولت برای تامین کسری بودجه خود اقدام به فروش اوراق قرضه دولتی می‌-

کند که در بلند مدت دولت هم باید اصل و فرع قیمت اوراق را را به مردم در سررسید اوراق باز پرداخت کند که خود به خود کسری بودجه دولت را بیشتر می‌کند. بنابراین با افزایش کسری بودجه دولت توان اجرای سیاست-های مالی دولت کمتر می‌شود و ممکن است دولت اقدام به انتشار اسکناس و افزایش حجم پول نماید. افزایش حجم پول به دنبال خود افزایش تورم خواهد داشت که اثرات نامطلوبی به دلیل ایجاد ناطمینانی و افزایش ریسک در سرمایه‌گذاری و تشکیل سرمایه ثابت دارد.

رشد اقتصادی تاثیر مستقیم و معنادار بر سرمایه‌گذاری در کشورهای اسلامی دارد. بر این اساس در کشورهای اسلامی تولید ناخالص داخلی منجر به افزایش سرمایه‌گذاری می‌گردد. سرمایه‌گذاری و تشکیل سرمایه ثابت به طور مستقیم با درآمد در ارتباط می‌باشد. بدین معنی که با افزایش درآمد توان مصرف و همچنین پس انداز بنگاهها و مردم افزایش پیدا می‌کند. افزایش مصرف منجر به افزایش تقاضا و به دنبال آن افزایش سرمایه‌گذاری برای پاسخ به تقاضای افزایش یافته صورت می‌گیرد. از سوی دیگر با افزایش پس انداز، بانکها از منابع مالی لازم برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودده برخوردار می‌گردند که در نهایت منجر به افزایش سرمایه‌گذاری می‌گردد.

آزادی تجاری تاثیر مستقیم و معنادار بر سرمایه‌گذاری در کشورهای اسلامی دارد. بنابراین در کشورهای اسلامی با افزایش حجم صادرات و واردات، سرمایه‌گذاری افزایش معناداری پیدا می‌کند. افزایش حجم تجارت یعنی صادرات و واردات تقاضای بنگاهها برای پاسخ‌گویی به افزایش تقاضای ناشی از صادرات و همین‌طور واردات اقدام به سرمایه‌گذاری کرده و لذا توان تشکیل سرمایه در کشورهای اسلامی بیشتر می‌گردد. آزادی سیاسی تاثیر مستقیم بر سرمایه‌گذاری در کشورهای اسلامی دارد که تاثیر آن از لحاظ آماری معنادار نمی‌باشد. بنابراین در کشورهای اسلامی آزادی سیاسی به طور معناداری سرمایه‌گذاری را تحت تاثیر قرار نمی‌دهد.

همانطور که نتایج به دست آمده نشان داد ابزارهای سیاست پولی از جمله نرخ سود سپرده‌های بانکی و نرخ بهره تسهیلات بانکی بر سرمایه‌گذاری در کشورهای منتخب اسلامی و ایران تاثیر معناداری ندارد. بنابراین کشورهای اسلامی مناسب نیست برای نیل به اهداف اقتصادی از جمله سرمایه‌گذاری، تولید و اشتغال بیشتر متوسل سیاست‌های پولی بشوند. در واقع می‌توان گفت که در این کشورها پول به نوعی خنثی عمل کرده و بر بخش واقعی اقتصاد موثر نمی‌باشد.

همچنین نتایج به دست آمده نشان داد که در کشورهای منتخب اسلامی که مورد مطالعه قرار گرفته اند نرخ بهره اوراق قرضه دولتی بر سرمایه‌گذاری تاثیر منفی دارد. بنابراین می‌بایست این کشورها برای افزایش اعتبارات بانکی و همین‌طور افزایش سرمایه‌گذاری نرخ بهره اوراق قرضه دولتی را کاهش دهند تا بدین طریق رقابت بانکها با بخش دولتی برای اعتباردهی افزایش پیدا کند. بدین طریق قدرت وام دهی بانکها افزایش پیدا کند در واقع بخش خصوصی تقاضای خود را برای دریافت اعتبار از بانکها به دلیل کم بهره بودن و سود دهی پایین نگهداری اوراق دولتی افزایش دهند و بیشتر به سمت سرمایه‌گذاری و تشکیل سرمایه ثابت سوق پیدا کنند

بر اساس نتایج مشاهده شد که رشد اقتصادی و آزادی تجاری به طور معناداری سرمایه گذاری را افزایش می دهد. بنابراین کشورهای اسلامی با افزایش رشد اقتصادی و حجم تجارت از جمله صادرات و واردات به خصوص واردات کالاهای سرمایه ای و واسطه ای تاثیر مستقیم بر سرمایه گذاری اعمال کنند. با توجه به این که در تحقیق حاضر به بررسی تاثیر سیاست پولی بر سرمایه گذاری در کشورهای اسلامی مورد مطالعه قرار گرفت، پیشنهاد می شود محققین دیگر اثرات سیاست های مالی را بر سرمایه گذاری و رشد اقتصادی مورد مطالعه قرار دهند.

### فهرست منابع

- \* زیبایی، حسن (۱۳۸۱)، الگویی برای پیش بینی سرمایه گذاری بخش های اقتصادی در ایران، فصلنامه برنامه ریزی و بودجه، شماره ۴، دوره ۹.
- \* سلیمی فر، مصطفی و قوی، مسعود (۱۳۸۱)، تسهیلات بانک ها و سرمایه گذاری خصوصی در ایران، فصلنامه پژوهش های اقتصادی، شماره ۱۳، صص: ۴-۵.
- \* فخرحسینی، فخرالدین (۱۳۹۰)، تاثیر سیاست پولی بر متغیرهای کلان اقتصادی در الگو تعادل پویای تصادفی با تاکید بر تولید و تورم، پایان نامه دکتری، دانشگاه مازندران، دانشکده علوم اقتصادی و دارایی.
- \* مجتهد، احمد (۱۳۸۸)، بررسی ابزارها و سیاست های پولی بانک مرکزی ایران، فصلنامه پول و اقتصاد، شماره ۸.
- \* مجتهد، احمد و حسن زاده، علی (۱۳۸۴)، پول و بانکداری و نهادهای مالی، تهران، پژوهشکده پولی و بانکی.
- \* محرابی، لیلا (۱۳۹۲)، سیاست گذاری پولی در کشورهای اسلامی، پژوهشکده پولی و بانکی، صص: ۱-۵.
- \* Adamopoulos, A. & Vazakidis, A. (2009), Financial Development and Economic Growth: an Empirical Analysis for Greece, American Journal of Applied Sciences.
- \* Arelanno, M. & Bond, S. (1991), Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equation, Review of Economic Studies, 58: 277-297.
- \* Arellano, M. & Bover, O. (1995), Another Look at Instrumental Variables Estimation of Error-Component Models, Journal of Econometrics, 68: 29-51.
- \* Baddeley, M.C. (2003), Investment: Theories and Analysis, London: Palgrave, Berg. Charry. A., Portillo, R. & Vlcek, J. (2013), The Monetary Transmission Mechanism in the Tropic: a Narrative Approach, Washington, DC: IMF, Working paper WP/13/197
- \* Baltagi, B.H. (2005), Econometric Analysis of Panel Data (3rd ed), England: John Wiley & Sons.
- \* Bernanke, B.S. (1983), Irreversibility, Uncertainty and Cyclical Investment, Quarterly Journal of Economic, 97(1): 85-106
- \* Blinder, A.S. (1987), Credit Rationing and Effective Supply Failures, The Economic Journal, 97: 327-352.
- \* Bhattacharya, J., Haslag J. & Antoine, M. (2009), Optimal Monetary Policy and Economic Growth, European Economic Review, Vol.53, No.2, pp: 210-223.
- \* Blundell, R. & Bond, S. (1998), Initial Condition and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models, Journal of Econometrics, 87(1): 115-143.
- \* Chirinko, R.S. (1993), Business Fixed Investment Spending: Modeling Strategies, Empirical Results and Policy Implications, Journal of Economic Literature, XXXI, 1875-1911

- \* Dixit, A. K. & Pindyck, R.S. (1994), Investment under Uncertainty, Princeton: Princeton University Press.
- \* Du Plessis, S.A. (2002). Evaluating the SARBs Inflation Target, The South African Journal of Economic, 70(6): 982-1007
- \* Easterly, W. (2002), An Identity Crisis? Testing IMF Financial Planning, Washington, DC: Center for Global Development, Working Paper No.9 (August).
- \* Hansen, P.S. (1996), Permanent Effects of Monetary Policy in a Dynamic Menu Cost Model, Journal of Economics Letter, Vol.52, No.1, PP: 61-66.
- \* Heintz, J. & Ndikumana, L. (2011), Is There a Case for Formal Inflation Targeting in Sub-Saharan Africa ?, Journal of African Economies, Supplement 2(May), ii67-ii103.
- \* Ndikumana, L. (2015), Implication of Monetary Policy for Credit and Investment in Sub-Saharan African Countries, Department of Economics and Political Economy Research Institute University of Massachusetts at Amherst.
- \* Ndikumana, L. (2005), Financial Development, Financial Structure and Domestic Investment: International Evidence, Journal of International Money and Finance, 24(4): 651-673
- \* Nkurunziza, J.D., Ndikumana, L. & Nyamoya, P. (2012), The Financial Sector in Burundi, Cambridge, MA: NBER, Working Paper No.18289.
- \* Mattesini, F. & Nistico, S. (2010), Trend Growth and Optimal Monetary Policy, Journal of Macroeconomics, Vol.32, No.3, pp: 797-815.

یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> Hansen
- <sup>2</sup> Bhattacharya and et al
- <sup>3</sup> Mattesini and Nistico
- <sup>4</sup> Ndikumana
- <sup>5</sup> Hernandez
- <sup>6</sup> Barro
- <sup>7</sup> Collier and Gunning
- <sup>8</sup> Barro and li
- <sup>9</sup> Kormendi and Meguire
- <sup>10</sup> Nurkse
- <sup>11</sup> Richardson
- <sup>12</sup> Anderson and Gihen
- <sup>13</sup> Chari
- <sup>14</sup> Beddies
- <sup>15</sup> Bransoun
- <sup>16</sup> Jorgenson
- <sup>17</sup> Fernald
- <sup>18</sup> Ndikumana
- <sup>19</sup> Rudra et .al.
- <sup>20</sup> Ndikumana
- <sup>21</sup> Levin, Lin and Chu
- <sup>22</sup> IM, Pesaran and Shin
- <sup>23</sup> Fisher-type test using Augmented Dickey-Fuller
- <sup>24</sup> Fisher-type test using Augmented Philips-Prawn
- <sup>25</sup> Choi
- <sup>26</sup> Breitung
- <sup>27</sup> Hardi