

کیفیت سرمایه‌گذاری در ایران: بازاندیشی و ارزیابی



یک پاسخ مستدل بر مبنای ادبیات رشد تجربی کشورهای دنیا این می‌تواند باشد، آنچه برای رشد مهم است سطح کلی سرمایه‌گذاری نیست بلکه «کیفیت و کارایی» آن است. در ایران بیشتر سرمایه‌گذاری از بخش عمومی است و بخش خصوصی خیلی بازیگردان صحنه سرمایه‌گذاری نیست.



دکتر اسفندیار جهانگرد

عضو هیئت‌علمی دانشکده اقتصاد دانشگاه علامه طباطبائی

/// ایران، کشوری که از اواخر دهه ۱۳۵۰ به بعد همواره در سایه پیچیدگی‌های ژئوپلیتیکی و فشار تحریم‌های بین‌المللی قرار داشته، در عین حال ظرفیت‌های پنهان فراوانی برای سرمایه‌گذاران در خود جای داده است. این ظرفیت‌ها در شرایطی می‌توانند بالفعل شوند که مسیر رفع یا کاهش تحریم‌های بین‌المللی هموار گردد. برخورداری از اقتصادی متنوع، منابع طبیعی فراوان و موقعیت جغرافیایی بالقوه راهبردی، ایران را به یکی از بازارهای بالقوه جذاب در منطقه بدل کرده است. هرچند همچنان نفت و گاز به‌عنوان محور اصلی اقتصاد این کشور شناخته می‌شوند، اما روندهای اخیر نشان می‌دهد که ایران در حال شناخته شدن به‌عنوان بازاری نوظهور است که در بخش‌های اقتصادی مختلف ظرفیت‌های قابل‌توجهی دارد. داده‌ها و پیش‌بینی‌های نهادهای بین‌المللی نیز تصویری دوگانه از اقتصاد ایران ارائه می‌کنند: از یک‌سو فشار تحریم‌ها و محدودیت‌های مالی و از سوی دیگر تلاش‌های جدی برای تنوع‌بخشی و رشد در بخش‌های غیرنفتی را بازگو می‌کنند. به گزارش بانک جهانی، اقتصاد ایران طی سال‌های آینده رشد خواهد داشت، هرچند این رشد در مقایسه با دیگر اقتصادهای منطقه‌ای کندتر پیش‌بینی می‌شود. بر اساس برآوردهای سال ۲۰۲۵، رشد تولید ناخالص داخلی ایران بین ۲ تا ۲/۸ درصد خواهد بود؛ رشدی که بیشتر تحت تأثیر احیای بخش‌های غیرنفتی و افزایش مصرف داخلی قرار دارد. صادرات نفت همچنان سهم مهمی در اقتصاد ایفا می‌کند، اما سهم صادرات غیرنفتی نیز رو به افزایش است. هم‌زمان، تمرکز سیاست‌گذاران بر توسعه فناوری، انرژی‌های تجدیدپذیر و بخش کشاورزی نیز نویدبخش فرصت‌های بلندمدت برای سرمایه‌گذاران خارجی است.

رشد پایین و نوسانی اقتصاد

مسئله مهم در ایران، رشد پایین و نوسانی اقتصاد است که باید به آن پرداخت. چراکه به‌زعم لوکاس، برنده نوبل اقتصاد وقتی موضوع رشد اقتصادی مطرح می‌شود، فکر کردن به سایر عوامل دشوار است. نخستین

جوابی که اقتصاددانان مایل به اظهار آن به هنگام کشف موفقیت یا شکست اقتصادی یک کشور یا یک منطقه هستند، این است که عامل تعیین‌کننده کلیدی رشد اقتصادی، نرخ سرمایه‌گذاری است. به‌طوری‌که کشورهای که از رشد سریعی برخوردار بوده‌اند، تولید ناخالص داخلی خود را سرمایه‌گذاری کرده و کشورهایی هستند که به لحاظ رشد اقتصادی با شکست مواجه شده‌اند، کشورهایی هستند که از سرمایه‌گذاری چندانی برخوردار نبوده‌اند. این توضیحات تا حدودی مبتنی بر تئوری‌های رشد اقتصادی هستند. مدل اصلی و قدیمی رشد اقتصادی پیش‌بینی می‌کند که یکی از عوامل کلیدی و تعیین‌کننده رشد در کوتاه‌مدت، نرخ سرمایه‌گذاری است.

حال این سؤال در شرایط حاضر به دو گونه برای ایران قابل طرح است. نخست اینکه چرا سرمایه‌گذاری‌های عظیم صورت گرفته و نسبت بالای سرمایه‌گذاری به تولید ایران قبل از دهه ۱۳۹۰ شمسی به شکل نرخ‌های بالاتر رشد اقتصادی ظاهر نشده است؟ دوم اینکه سرمایه‌گذاری در بعد از دهه ۱۳۹۰ به دلایل متعددی پایین بوده و رشدی اتفاق نیفتاده است تا جایی که میزان سرمایه‌گذاری لازم برای حفظ نسبت سرمایه به نیروی کار را که هم برای جایگزینی ماشین‌آلات فرسوده و هم برای افزودن به سرمایه برای نیروی کار تازه وارد لازم است را انجام نداده است؛ بنابراین برای قبل دهه ۱۳۹۰، اینکه سرمایه‌گذاری تنها عامل تعیین‌کننده رشد اقتصادی است کمی جای تأمل دارد و در بعد دهه ۱۳۹۰ مشخص می‌شود که سرمایه‌گذاری برای رشد اقتصادی مهم است.

بنابراین، یک پاسخ اولیه به این سؤال که «سرمایه‌گذاری‌های ایران قبل سال‌های ۱۳۹۰ کجا رفته‌اند؟» این است که باید جست‌وجوی فراتری از سرمایه‌گذاری انجام گیرد. یک پاسخ مستدل بر مبنای ادبیات رشد تجربی کشورهای دنیا این می‌تواند باشد، آنچه برای رشد مهم است سطح کلی سرمایه‌گذاری نیست بلکه «کیفیت و کارایی» آن است. در ایران



بیشتر سرمایه‌گذاری از بخش عمومی است و بخش خصوصی خیلی بازیگردان صحنه سرمایه‌گذاری نیست. حال سؤال بعدی که پیش می‌آید این است که اگر سرمایه‌گذاری بخش عمومی ایران، مولد و کارآمد باشد اثر آن بر رشد اقتصادی وابسته به این است که آیا اثرات مثبت مربوط به بهره‌وری آن بیشتر از اثرات منفی ناشی از مالیات‌ها و اندازه بزرگ دولت است یا خیر؟ در این زمینه در عمل، مشاهدات در ایران حاکی از اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بخش عمومی به‌طور ناکارآمد هستند. در این‌باره پروژه‌های تأمین مالی شده توسط بخش عمومی زمانی می‌تواند مولد باشد که به‌طور کارآمد انتخاب شده باشند و در عوض پروژه‌هایی می‌توانند ناکارآمد باشند که دولت تصمیمات سرمایه‌گذاری را با هدف کسب عواید خاصی اتخاذ کند؛ بنابراین هنگامی که تخصیص منابع پروژه‌های سرمایه‌گذاری بخش عمومی از دیدگاه خرد اقتصادی در یک کشور، غیرمولد باشند اثر آن بر نرخ رشد اقتصادی کم

است. این بحث با نسبت سرمایه‌گذاری بخش خصوصی به سرمایه‌گذاری بخش عمومی ایران قابل تأیید است.

استهلاک سرمایه در ایران

مسئله بعدی سرمایه‌گذاری ایران، موضوع استهلاک در ایران است. زیاد بودن استهلاک سرمایه‌های ثابت، یکی از دلایل کاهش کارایی سرمایه‌گذاری در ایران است. استهلاک اندازه بخشی از تولید ناخالص داخلی است که برای حفظ ظرفیت تولیدی باید کنار گذاشته شود و برای دستیابی به تولید ناخالص داخلی آن را از تولید ناخالص داخلی کسر می‌کنند. در بیشتر کشورهای توسعه‌یافته رقم استهلاک معمولاً بین ۱۰ تا ۱۲ درصد تولید ناخالص ملی است. اما در ایران میانگین سال‌های اخیر نزدیک ۳۰ درصد تولید ناخالص داخلی است و این رقم بسیار بالا و بیانگر تصمیم‌های ناهم‌هنگ دستگاه‌ها و نهادها و تخریب منابع کشور است. ازجمله دیگر دلایل ناکارآمدی سرمایه‌گذاری

و کیفیت پایین آن، طولانی بودن زمان به ثمر رسیدن پروژه‌های دولتی و سهم بالای پروژه‌های نیمه‌تمام است. طبق گزارش مرکز پژوهش‌های مجلس درباره لایحه بودجه سال ۱۴۰۴ کل کشور در حوزه عمران و شهرسازی، در یک دهه گذشته، به‌طور متوسط تنها حدود ۱۷ درصد از طرح‌ها در سال پایان برنامه به اتمام رسیده‌اند و حدود ۸۳ درصد از طرح‌های تعریف شده در بودجه سنواتی که در هر سال باید به اتمام می‌رسیدند به سال بعد موکول شده‌اند.

علاوه بر آن در کل ایران و استان‌های کشور بر اساس برخی برآوردهای سازمان برنامه و بودجه، به‌اندازه ۳۰ تا ۳۵ سال پروژه نیمه‌تمام وجود دارد و کارهای نیمه‌تمام فراوانی رها شده که باید با اولویت‌بندی آن‌ها و خاتمه در کوتاه‌ترین زمان ممکن، مردم از مزایای آن‌ها بهره‌مند شوند. این موضوع روی کیفیت سرمایه‌گذاری اثر منفی دارد؛ چراکه با توجه به روند تغییر فناوری و ساختار جامعه، بعضاً برخی

پروژه‌ها از سودمندی و انتفاع خارج می‌شوند و بهره‌وری سرمایه به شدت افت می‌کند.

فرایند انتقال ناکارآمد پس‌انداز به سرمایه‌گذاری

مسئله بعدی سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی ایران، فرایند انتقال ناکارآمد پس‌انداز به سرمایه‌گذاری است که از دلایل ناکارآمدی سرمایه‌گذاری در کنار سرمایه‌گذاری ناکارایی بخش خصوصی است. یکی از دلایل ناکارایی بودن آن، این است که بخش مالی به‌طور مناسبی پس‌اندازها را در مسیر پروژه‌های مولد سرمایه‌گذاری قرار نمی‌دهد و بیشتر به سمت سوداگری می‌برد. بخشی از تقصیرها به دولت و مشارکت وسیع آن در بخش مالی مربوط می‌شود. همچنان که در اغلب کشورهای درحال توسعه جهان معمول است، بخش مالی در ایران نیز نقش کوچک‌تری را نسبت به اقتصادهای صنعتی ثروتمند بازی می‌کند و مهم‌تر آنکه این بخش تقریباً به‌طور کامل تحت سیطره سیستم بانکی است. بازارهای سرمایه در ایران توسعه نیافته‌اند، از سطوح اندکی از مبادلات برخوردار بوده، شرکت‌های بسیار کمی را دارا بوده و عمدتاً داخلی و به عبارتی محلی هستند؛ بنابراین بانک‌های ایران به‌رغم تسلط بر بخش مالی به‌اندازه کافی کارا نیستند تا بتوانند نقش حساسی را که آن‌ها باید در فرایند رشد و توسعه اقتصادی بازی کنند، ایفا کنند؛ به‌طوری که وام‌دهی عمدتاً کوتاه‌مدت و

مرتبط با تجارت و سوداگری بوده و حجم بسیار کمی از آن در جهت سرمایه‌گذاری‌های مولد بلندمدت سوق داده می‌شوند. در کنار این موارد فساد را هم باید به آن اضافه کرد.

کارایی و بهره‌وری سرمایه

یکی از شاخص‌هایی که مبین کیفیت سرمایه‌گذاری است، موضوع کارایی و بهره‌وری سرمایه است. روند بهره‌وری سرمایه در ایران نسبت به عامل نیروی کار شرایط نامناسب‌تری دارد و طی دوره ۱۳۵۳ تا ۱۴۰۳ روندی تقریباً نزولی داشته است. معمولاً تغییرات بهره‌وری سرمایه تحت تأثیر تغییرات نسبت کار به سرمایه، نسبت مصارف واسطه به سرمایه و بهره‌وری کل عوامل تولید است. گفتنی است که رابطه سرمایه سرانه با بهره‌وری سرمایه، غیرمستقیم است. هراندازه که روش تولید، سرمایه‌بر باشد به دلیل نزولی بودن بازدهی سرمایه، بهره‌وری سرمایه کاهش می‌یابد. همچنین عامل متوسط سرمایه انسانی به ازای سرمایه فیزیکی بر بهره‌وری سرمایه اثر مثبت دارد. به عبارتی، نیروی انسانی دارای تحصیلات، باتجربه، دارای تخصص و ماهر توان استفاده بهتر و مناسب‌تر از ماشین‌آلات و تجهیزات را دارد که این عوامل موجب ارتقای بهره‌وری می‌شود. علاوه بر این، پیشرفت فنی از طریق تولید ماشین‌آلات و تجهیزات با کارایی بالاتر می‌تواند به استفاده بهتر و

مفیدتر از منابع سرمایه‌ای منجر شود که به این ترتیب ارتقای بهره‌وری سرمایه را به همراه خواهد داشت. به‌طور کلی برآیند این عوامل در ایران رشد «نزولی-سکون-نزولی» در بهره‌وری سرمایه در ایران را در بعد انقلاب رقم زده است؛ اما برای بررسی دقیق‌تر این موضوع ما به رویکرد خدمات سرمایه به‌عنوان ابزاری برای سنجش بهره‌وری سرمایه که یک مجموعه سازگار از سنج‌های موجودی ناخالص سرمایه، موجودی خالص سرمایه، قیمت‌ها و مقدار خدمات سرمایه و مصرف سرمایه ثابت ایجاد می‌کند توجه می‌کنیم. شاخص خدمات سرمایه برای کل فعالیت‌های اقتصادی طی دوره دهه ۱۳۹۰ منتهی به سال ۱۴۰۳ به‌گونه‌ای بوده است که روند تغییرات خدمات سرمایه تا سال ۱۳۹۸ صعودی بوده و پس از آن به‌صورت نزولی درآمده است. همچنین، سرعت رشد شاخص خدمات سرمایه از سال ۱۳۹۳-۱۳۹۲ به نسبت کاهش داشته است. دلیل این مهم را می‌توان در راکد ماندن سرمایه به‌واسطه تشدید شرایط تحریمی ایران جستجو کرد. در واقع، در سال ۲۰۱۲ (معادل ۱۳۹۱) تحریم‌ها علیه ایران به اوج خود رسید و در سال ۲۰۱۶ (معادل ۱۳۹۵) با تصویب برجام مقرر شد که تحریم‌ها علیه ایران کاهش یابد. هرچند که در عمل، کاهش در تحریم‌ها به‌طور محسوس اتفاق نیفتاد. این در حالی است که در سال ۲۰۱۸ (معادل ۱۳۹۷) با خروج یک‌طرفه آمریکا از برجام و لغو این قرارداد؛ تحریم‌ها علیه ایران افزایش یافت. به‌علاوه با شیوع کووید-۱۹ ابتدای سال ۲۰۲۰ (اواخر سال ۱۳۹۸) و متأثر شدن زنجیره‌های تأمین در سراسر دنیا در کنار تحریم‌ها علیه ایران، شرایط اقتصادی در ایران با مشکلات بیشتری مواجه شد. لذا افت سرعت رشد شاخص خدمات سرمایه که مبین موجودی سرمایه به کار رفته در فرایند تولید با در نظر گرفتن کاهش در کارایی سرمایه با تشدید تحریم‌ها در سال ۱۳۹۱ (و اثرگذاری آشکار از سال ۱۳۹۳-۱۳۹۲) مشاهده می‌شود. در کنار این موضوع، جذب سرمایه در فعالیت‌های اقتصادی از سال ۱۳۹۶ به بعد





از منظر مقایسه‌ای، ظرفیت ایران برای توسعه بازار سرمایه در شرایط عادی به‌طور قابل توجهی بالاتر از برخی کشورهای خاورمیانه ارزیابی می‌شود. با این حال، معضل نقد شوندگی همچنان باقی است. محدودیت‌های ناشی از تحریم‌ها، حضور اندک سرمایه‌گذاران خارجی و ضعف در زیرساخت‌های بازار مالی ازجمله عواملی هستند که موجب شده‌اند بازار سرمایه ایران از نظر نقدشوندگی در سطح پایینی قرار گیرد، ولی همین حوزه نیز می‌تواند در صورت تغییر شرایط سیاسی و اقتصادی، به‌سرعت بهبود یابد و به نقطه‌ای جذاب برای سرمایه‌گذاران خارجی بدل شود.

رابطه تجاری و تنوع بخشی اقتصاد ایران

موضوع مهم دیگر در ارتباط با سرمایه‌گذاری و کیفیت آن، رابطه تجاری و تنوع بخشی اقتصاد ایران است. سهم صادرات غیرنفتی از تولید ناخالص داخلی تنها ۱۱ درصد است، درحالی که این نسبت در کشورهای با درآمد متوسط به بالا به‌طور میانگین ۲۴/۴ درصد برآورد می‌شود. این شکاف نشان‌دهنده مسیر طولانی ایران در جهت واقعی سازی تنوع بخشی اقتصادی است. نکته قابل توجه، تمرکز بالای تجارت خارجی ایران بر چند شریک محدود است. به‌طور مشخص ۳۷ درصد از صادرات غیرنفتی ایران به چین انجام می‌شود که این میزان وابستگی می‌تواند از منظر استراتژیک چالش آفرین باشد. همزمان در این سال‌ها، مسئله عدم اصلاح قیمت‌های نسبی انرژی نیز فشار سنگینی بر بودجه و کارایی اقتصادی تحمیل می‌کند. این اختلالات قیمتی علاوه بر ایجاد ناکارآمدی اقتصادی، مانع سرمایه‌گذاری گسترده‌تر در حوزه‌های نوین و کارآمد می‌شود. در کنار همه این موارد، تحریم‌های مالی و موضوع FATF همچنان بر نظام بانکی سایه انداخته و موجب محدود شدن ارتباطات بین‌المللی بانک‌های ایرانی شده است. حتی در شرایطی که بخشی از تحریم‌ها تخفیف یافته، محدودیت‌ها همچنان سد بزرگی در برابر ادغام مالی ایران با شبکه بانکی جهانی باقی مانده‌اند. با همه این مشکلات مربوط به اقتصاد ایران و ناکارآمدی سرمایه‌گذاری و کیفیت پایین آن، یکی از ویژگی‌های مهم بازار ایران، ناهمگنی و تنوع بالای آن است. برخلاف برخی بازارهای نوظهور که عمدتاً در چند بخش محدود همچون بانکداری یا مخابرات متمرکز هستند، ایران طیفی گسترده از فعالیت‌ها را در خود جای

با افت سرعت مواجه بوده است که با روند کاهنده افزایش در شاخص‌های موجودی سرمایه و موجودی مولد سرمایه قابل مشاهده است. این موضوع برای سال‌های ۱۳۹۸ به بعد با شدت بیشتری همراه بوده است؛ بنابراین، ایران نه تنها در به‌کارگیری مولد سرمایه در بخش‌های اقتصادی طی این بازه با مشکل مواجه بوده است، بلکه در سال‌های اخیر راکد بودن سرمایه بخش‌های مختلف اقتصادی به‌شدت مشاهده می‌شود.

تورم و سرمایه‌گذاری

یکی از دغدغه‌های همیشگی اقتصاد ایران در سرمایه‌گذاری، موضوع تورم است. در مورد تورم، رشد اقتصادی و سرمایه‌گذاری مسئله اقتصاد ایران این نیست که بنگاه‌ها و خانوارها نمی‌توانند با آن کنار بیایند. اگر جامعه بداند که تورم برای همیشه ۱۰ درصد خواهد بود آنگاه این تورم را می‌توان به تمام قراردادهای مبادلات، نرخ‌های مالیات و دیگر موارد در جامعه تسری داد و تمام تراکنش‌های اقتصاد را با این نرخ تعدیل نمود، به این ترتیب مالیات تنها در دسر کمی برای اقتصاد خواهد داشت؛ اما مشکل در ایران بر اساس شواهد در ارتباط با سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی و تورم این گونه بوده است که معمولاً تورم به شکلی آغاز شده که جامعه را غافلگیر کرده است. به این ترتیب وقوع غیرمنتظره تورم به دلیل آماده نبودن افراد، تأثیرات منفی زیادی بر فضای کسب‌وکار گذاشته است. بانک جهانی پیش‌بینی کرده که نرخ تورم طی سال‌های ۲۰۲۵ و ۲۰۲۶ (قبل از جنگ و حمله ۱۲ روزه اسرائیل و آمریکا به ایران) به سمت ثبات حرکت کند. این مسئله بویژه پس از آن اهمیت می‌یابد که تورم در سال‌های ۲۰۲۳ و ۲۰۲۴ تا حدودی روند نزولی پیدا کرده بود.

داده است. این تنوع به معنای فرصت‌های گسترده‌تر برای سرمایه‌گذاران است، هرچند که محدودیت‌های ناشی از تحریم و دسترسی اندک به سرمایه خارجی، عملاً نقد شوندگی و مشارکت خارجی را کاهش داده است. به همین دلیل، بسیاری از سهام شرکت‌های ایرانی باوجود دارا بودن ظرفیت، کمتر مورد توجه سرمایه‌گذاران بین‌المللی قرار می‌گیرند. اندازه بازار ایران نیز موضوع قابل توجهی است. باوجود محدودیت‌ها، حجم شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و زیرساخت‌های موجود در بخش‌های کلیدی نشان از بازاری نسبتاً بزرگ دارد. چنانچه شرایط تحریم‌ها تغییر کند، این زیرساخت‌ها می‌توانند بستری مناسب برای رشد سریع بازار فراهم کنند و بازار سرمایه ایران را به سطحی نزدیک‌تر به هم‌تایان منطقه‌ای خود برسانند. از منظر مقایسه‌ای، ظرفیت ایران برای توسعه بازار سرمایه در شرایط عادی به‌طور قابل توجهی بالاتر از برخی کشورهای خاورمیانه ارزیابی می‌شود. با این حال، معضل نقد شوندگی همچنان باقی است. محدودیت‌های ناشی از تحریم‌ها، حضور اندک سرمایه‌گذاران خارجی و ضعف در زیرساخت‌های بازار مالی ازجمله عواملی هستند که موجب شده‌اند بازار سرمایه ایران از نظر نقدشوندگی در سطح پایینی قرار گیرد، ولی همین حوزه نیز می‌تواند در صورت تغییر شرایط سیاسی و اقتصادی، به‌سرعت بهبود یابد و به نقطه‌ای جذاب برای سرمایه‌گذاران خارجی بدل شود. در مجموع می‌توان گفت اقتصاد ایران دارای ظرفیت‌های متنوعی است که باید با سرمایه‌گذاری و سیاست‌گذاری صحیح بویژه در حوزه‌های جدید فناوری داده، هوش مصنوعی، انرژی‌های تجدید پذیر و غیره، این ظرفیت‌ها بالفعل شوند. III