

# سیر نزولی سرمایه‌گذاری در بخش تجاری ژاپن

نشانده

سرمایه‌گذاری از عوامل رشد اقتصادی تلقی می‌شود، اما تجربه برخی کشورهای صنعتی از جمله ژاپن نشان می‌دهد که ابوابت سرمایه‌گذاری همراه با تکلیف شدن بدنه به بانک‌ها و کاهش یازده نهم سرمایه‌گذاری در نهایت رشد اقتصادی را نیز تحت تأثیر قرار می‌دهد.

سرمایه‌گذاری تجاری در ژاپن در دهه ۱۹۹۰ رکود شد و به شدت سیر نزولی یافت. مطالعات انجام شده نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری امور تجاری در دهه گذشته در ژاپن به شدت کاهش یافته و به‌طور اخص در سال ۱۹۹۸ این کاهش ثبت شده است.

در مصاحبه‌ای که در شماره اخیر نشریه "IMF Survey" با **دکتر ژانگ** انجام شده، علی‌سقوط سرمایه‌گذاری تجاری در ژاپن مورد بحث و بررسی قرار گرفته است.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی

برای مشاهده این کاهش از دید بین‌المللی، سهم سرمایه‌گذاری امور تجاری در تولید ناخالص داخلی در ژاپن حدود ۱۱ درصد بیش از آمریکا در سال ۱۹۹۰ بود.

اما در پی رکودی که در چند سال گذشته وجود داشته، سهم این نوع سرمایه‌گذاری در تولید ناخالص داخلی فقط حدود ۳ درصد بیش از آمریکا است. دهه ۱۹۹۰ فقط یک دوره‌ای نبود که طی آن این نوع سرمایه‌گذاری به میزان قابل توجهی در ژاپن کاهش داشته، بلکه دوره‌ای بوده که طی آن آمریکا افزایش ساختاری را در سرمایه‌گذاری تجربه

سهم و زمین در ژاپن طی اوایل دهه ۱۹۹۰ موجب تسریع در بحران شده است. آنچه که کمتر شناخته شده آن است که به رغم سایر کشورها که دارای مایشان حباب‌گونه رشد داشته (به‌ویژه در سوئد و انگلیس)، کشور ژاپن سقوط بعدی در هزینه مصرف بخش خصوصی‌اش را تجربه نکرده است، در عوض کاهش شدیدی را در سرمایه‌گذاری امور تجاری تجربه نموده است.

سهم سرمایه‌گذاری امور تجاری در تولید ناخالص داخلی از حدود ۲۰ درصد در سال ۱۹۹۰ به حدود ۱۶ درصد در سال ۱۹۹۸ افت داشته است.

■ چه مسأله‌ای شما را واداشت که مبادرت به بررسی کاهش سرمایه‌گذاری در امور تجاری ژاپن کنید؟

□ اقتصاد ژاپن در سال‌های ۱۹۹۱ تا ۱۹۹۸ سالانه به‌طور میانگین ۱/۵ درصد رشد داشت، در حالی که در دهه ۱۹۸۰ سالانه ۴ درصد رشد یافته بود. تلاش برای توضیح آنچه در دهه ۱۹۹۰ رخ داد، مرا واداشت که به سرمایه‌گذاری امور تجاری توجه کنم و در نهایت به این نکته برسیم که چرا سرمایه‌گذاری سقوط کرده است.

به خوبی معلوم است که سقوط بهای

کرده است. تمام اینها بررسی علل رکود در سرمایه‌گذاری در ژاپن را جذاب کرده است.

### ■ هدف بررسی شما چه بوده است؟

|| فقط یافتن دلایلی چند برای کاهش سرمایه‌گذاری در امور تجاری ژاپن. برخی از آنها بر اساس حقایق، برخی بر پایه بررسی‌ها و برخی بر مبنای تحریفات و شایعات مبتنی بوده‌اند. در مطالعاتی که انجام دادم و نظریه‌هایی که تاکنون ارائه شده‌اند، سعی داشتم دریابم تا چه میزانی آنها در زمینه ژاپن معنا داشته‌اند. این مطالعات در ضمن برآوردهای اقتصادی تعدیل‌کننده انباشت سرمایه‌گذاری تجاری در ژاپن را فراهم آورده است.

### ■ چرا سرمایه‌گذاری تجاری ژاپن در دهه ۱۹۹۰ به شدت کاهش یافت؟

□ چهار نظریه

اصلی وجود دارد. اولین نظریه آن است که ایجاد بدهی فزاینده عامل کاهش سرمایه‌گذاری بوده است. شرکت‌های ژاپنی در دهه ۱۹۸۰ به میزان زیادی بدهکار شدند. این در مورد کره و سایر کشورهای آسیایی نیز مصداق دارد. این نظریه می‌گوید که ژاپن در دهه ۱۹۹۰ با عواقب ایجاد بدهی مواجه بوده است. نظریه دوم آن است که کاهش شدید نشان‌دهنده عدم کارایی سرمایه‌گذاری زیادی است که مشخصه دهه ۱۹۸۰ بوده است.

نظریه یا توضیح سوم به رکود اعتبار نسبت داده شده است. این نظریه

پیشنهادی که کاهش در این نوع سرمایه‌گذاری همان ادامه بحران بانکی است که در اوایل دهه ۱۹۹۰ آغاز شد، لیکن قبل از آنکه مسایل در سال ۱۹۹۹ بهبود یابند تا ۹۸-۱۹۹۷ ادامه یافت.

این نظریه می‌گوید که بحران بانکی به از بین رفتن اعتبار انجامید و منجر به تمام شدن نقدینگی برای سرمایه‌گذاری شد.

چهارمین نظریه، کاهش در سرمایه‌گذاری را به عوامل عمیق‌تر ساختاری ارتباط می‌دهد. این نظریه پیشنهاد می‌کند که کاهش در سرمایه‌گذاری تجاری به کاهش درازمدت بهره‌وری در نیروی کار و عدم تسریع روند صنعتی کردن مربوط است که در اقتصاد ژاپن صورت گرفته است.

اظهارات زیادی وجود دارد که حاکی از آن است که بدهی موجب منظم کردن فعالیت‌های یک شرکت می‌شود، زیرا شرکت‌ها را ملزم می‌سازد که بخش معینی از سودهای حاصله و یا جریان نقدینگی خود را به عنوان بهره پردازند و در سررسید مقرر، اصل آن را بازپرداخت کنند.

چنین تنگناهایی در مورد جریان نقدینگی موجب دلسردی شرکت‌ها از متنوع‌سازی فعالیت‌هایشان در جاهایی که فاقد تجربه هستند، می‌شود.

زمانی بالا آوردن بدهی یک مشکل محسوب می‌شود که میزان آن زیاد باشد. بدهی زیاد موجب می‌شود که شرکت‌ها هر گونه شوک برایشان اجتناب‌ناپذیر شود.

اگر مسایل به خوبی پیش نروند، در آن صورت شرکت‌ها نقدینگی ندارند که با آن در زمینه سرمایه‌گذاری‌های

فیزیکی یا انسانی کار کنند.

بدهی در ضمن زمانی یک معضل به حساب می‌آید که تورم واقعی کمتر از تورم موردانتظار باشد. یک قرارداد با شرایط اسمی آن منعقد می‌شود، زمانی که تورم واقعی کمتر از میزان مورد انتظار باشد، از این رو هزینه آن را باید در شرایط واقعی به میزان بیشتری پرداخت نمود.

هر دوی این موارد در ژاپن اتفاق افتاده است. این کشور در مقایسه با سایر کشورهای صنعتی، بدهی بیشتری بالا آورده است، زمانی که بهای دارایی‌ها در دهه ۱۹۹۰ سقوط یافت، انتظاری که

○ درباره افت سرمایه‌گذاری تجاری در ژاپن چهار نظریه وجود دارد. این نظریه‌ها عبارتند از: ایجاد بدهی فزاینده، عدم کارایی سرمایه‌گذاری زیاد دهه ۱۹۸۰، رکود اعتبار یا ادامه بحران بانکی و عوامل ساختاری.

### ■ چگونه بدهی زیاد و فزاینده به رکود سرمایه‌گذاری تجاری ژاپن مربوط می‌شود؟

□ اجازه دهید ابتدا بگویم که برای شرکت‌ها بد نیست که بدهی داشته باشند و به بدهی متکی باشند. سرمایه‌گذاران گاهی اوقات تمایل دارند بیش از آنکه سهام بخرند، مبادرت به خرید اوراق قرضه کنند، زیرا می‌دانند که آنها به‌طور قانونی از یک روند درآمد اطمینان دارند. لذا با بالا آوردن بدهی، این شرکت‌ها احتمالاً به گروهی سرمایه‌گذار دست می‌یابند که در غیر این صورت دستیابی به آنها مشکل است.

میزان تورم افزایش سریعی نداشته است. توضیح دیگر، شکوفایی بازار سهام ژاپن است. بسیاری از شرکت‌های ژاپنی قادر به صدور سهام بسیار ارزان و تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌هایشان بوده‌اند و در نیمه دوم دهه ۱۹۸۰، بانک‌ها مبادرت به وام‌دهی زیاد به بخش‌های کوچک جهت انجام سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات کردند. این بانک‌ها مشتریان حقوقی خود را به میزان زیادی از دست دادند.

با جهانی شدن امور مالی، مشتریان سنتی آنها قادر به صدور سهام و اوراق قرضه خودشان شدند. از این رو بانک‌ها به مشتریان جدیدی تبدیل شدند و مقادیر زیادی اعتبار برای فعالیت‌های سؤال‌برانگیز ارایه دادند. در واقع این چیزی بود که در سایر کشورها رخ داد. کشورهایمانند سوئد و انگلیس که دست به آزادسازی امور مالی زدند.

دلیل سوم برای سرمایه‌گذاری بیش از حد در ارتباط با بحران بانکی است. این یک توضیح مستدل برای روند کاهش در سرمایه‌گذاری نیست، زیرا بحران بانکی به واقع فقط در سال‌های ۱۹۹۷ و ۱۹۹۸ آسیب زیادی وارد آورد، در حالی که قبل از آن هم سرمایه‌گذاری سیر نزولی داشته است. لیکن حتی در اوایل دهه ۱۹۹۰، احتمالاً رابطه‌ای بین وام‌دهی و سرمایه‌گذاری وجود داشته است. بانک‌ها در ژاپن می‌توانند بخشی از افزایش سرمایه خودشان را بر روی دارایی‌های سهام به عنوان بخشی از سرمایه بانکی‌شان حساب کنند.

وقتی بهای سهامی سقوط می‌کند، در آن صورت سرمایه بانک نیز کاهش می‌یابد. به دنبال آن بر ظرفیت بانک‌ها برای وام‌دهی تأثیر بدی می‌گذارد، حتی

حد است، ولی این امر زمانی رخ می‌دهد که به‌طور مثال یک کشور از داشتن فن‌آوری پایین به تولید صنعتی با فن‌آوری پیشرفته و بالا سوق داده شود. من مایل بودم تعیین کنم که آیا نسبت تولید سرمایه‌ای ژاپن در ارتباط با روند رشد آن افزایش داشته است یا نه.

شما در اواخر دهه ۱۹۸۰ که آغاز این جریان بود، شاهد اختلاف وسیعی بین سطوح واقعی و روند سرمایه‌گذاری هستید. این خود یک وسیله اندازه‌گیری سرمایه‌گذاری بیش از حد است. کاهش اخیر این اختلاف نشان می‌دهد که بخش مهمی از سرمایه‌گذاری بیش از حد، تاکنون از فعالیت افتاده است. لیکن مابقی اختلاف نشان می‌دهد که احتمالاً قبل از آنکه سرمایه‌گذاری بتواند شکوفا شود، باید کارهایی را انجام داد.

راه دیگر اندازه‌گیری سرمایه‌گذاری بیش از حد، رسم یک تصویر تطبیقی است. مادامی که مقایسه‌های بین‌المللی نتوانند خیلی تفاوت داشته باشند، در آن صورت تضاد بین سرمایه‌گذاری تجاری در ژاپن و آمریکا که قبلاً بحث آن رفت، نکاتی را در مورد میزان سرمایه‌گذاری بیش از حد در ژاپن در دهه ۱۹۸۰ نشان می‌دهد. سپس از خود می‌پرسید که چرا ژاپن سرمایه‌گذاری بیش از حد داشته است؟

یک دلیل این است که سیاست پولی ژاپن در اواخر دهه ۱۹۸۰ آزاد بوده و انقباضی نبوده است. زیرا سیاست پولی ژاپن به نوبه خود تحت تأثیر توافق‌نامه‌های بین‌المللی بوده که تلاش در تثبیت ارزش دلار داشته‌اند. لیکن این بحث پیچیده‌ای است، زیرا تورم بسیار پایین بوده و مقامات پولی فکر می‌کردند مسایل به‌خوبی پیش می‌روند. چون

بر مبنای آنها میزان بدهی که در ابتدا ایجاد شد، متعاقباً تحقق نیافت.

در اواخر دهه ۱۹۸۰، ژاپنی‌ها با استفاده از تجربه گذشته، فرض کردند که رشد اقتصادی آن کشور برای همیشه ۴ درصد خواهد بود، اما این امر در دهه ۱۹۹۰ اتفاق نیفتاد.

ترکیب انباشت بدهی و کمتر از انتظار بودن میزان تورم و رشد اقتصادی موجب معضلاتی برای شرکت‌ها شد. این مشکلات در طی دوران، با اجرای کند قراردادهای بدهی از سوی بانک‌ها در دهه ۱۹۹۰ با هم درآمیختند.

زمانی که شرکت‌ها بهره‌های خود را نپرداختند، بانک‌ها اغلب تاریخ بازپرداخت آن را به بعد موکول می‌کردند. سپس در دهه ۱۹۹۰، بانک‌ها خودشان با بحران مواجه شدند و دیگر قادر به پشتیبانی مؤثر و مقرر خود نبودند. از این رو مشکلات که می‌توانستند در مراحل آغازین خود حل شوند، در نهایت منجر به سقوط سرمایه‌گذاری تجاری شدند.

به‌طور کلی، بررسی من به این نکته انجامید که عوامل ساختاری به ویژه تأثیر بار بدهی و فعال و کارآمد نبودن سرمایه‌گذاری کلان، از عوامل حاکم بر اقتصاد ژاپن بودند که سرمایه‌گذاری تجاری در این کشور را با رکود مواجه ساختند.

### ■ چگونه فعال نبودن سرمایه‌گذاری کلان به رکود کمک کرد؟

□ اولین قدم برای انجام بررسی، تعیین این نکته است که آیا سرمایه‌گذاری کلان یا بیش از حدی وجود داشته یا خیر؟ اندازه‌گیری آن کار مشکلی است، افزایش شدید در نسبت تولید سرمایه احتمالاً نشان‌دهنده سرمایه‌گذاری بیش از

قبل از آنکه بحران بانکی به اوج خود برسد.

در حقیقت، برآوردهای اقتصادی نشان داد که یک ارتباط قوی بین بهای سهام و سرمایه‌گذاری تجاری در ژاپن وجود دارد. این ارتباط می‌تواند از دو راه صورت پذیرد. چنانچه بهای سهام سقوط یابد، سرمایه‌گذاری برای شرکت‌ها از طریق صدور سهم گران‌تر تمام می‌شود. لیکن ایسن بدان معناست که بخش بانکداری می‌تواند کمتر وام بدهد، زیرا سرمایه بانک کاهش یافته است.

دلیل چهارم که توضیح ساختاری است، دو عنصر دارد. تمام کشورهای صنعتی، کاهش در سهم اشتغال در تولید کالا

را تجربه کرده‌اند. کاهش ایجاد شده در ژاپن در دهه‌های ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰ به شدت آمریکا یا اروپا نبود، لیکن در آغاز سال ۱۹۹۴، کاهش بسیار شدیدی در بخش تولیدات کارخانه‌ای ژاپن بنا به دلایل مختلفی رخ داد. از آنجایی که یک ارتباط قوی بین میزان سرمایه‌گذاری و اندازه بخش تولیدات کارخانه‌ای وجود دارد، کاهش در سرمایه‌گذاری احتمالاً به نوبه خود به کوچک شدن بخش تولیدات کارخانه‌ای مرتبط می‌شود.

ضمناً نیروی کار ژاپن کندتر از سایر کشورهای صنعتی افزایش می‌یابد. در نتیجه شما توقع دارید که بر رشد بالقوه اقتصاد تأثیر منفی داشته باشد.

اما این تأثیر کمتر خواهد بود، زیرا نیروی کار با نرخ پایین‌تری رشد می‌یابد و همین امر نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری نمی‌ترانست با همان

سرعت دهه ۱۹۸۰ افزایش یابد.

در نهایت، این مقاله به این موضوع می‌پردازد که اگر بخواهید به آنچه در سرمایه‌گذاری رخ داده نگاه کنید، در آن صورت باید به عوامل ساختاری نظر بیفکنید.

انباشت بدهی، سرمایه‌گذاری بیش از حد و سقوط بهای دارایی‌ها، همگی نقش عمده‌ای در رکود سرمایه‌گذاری تجاری ایفا کردند. عوامل چرخشی در توضیح رکود سرمایه‌گذاری تجاری در دهه ۱۹۹۰ از اهمیت به مراتب کمتری

شرکت‌های ژاپنی خود را وارد فعالیت‌هایی کرده‌اند که در آنها تجربه بسیار کمی داشتند و در دهه ۱۹۸۰ موجب بالا آوردن مقادیر زیادی بدهی شدند، زیرا زیربنای نهادی در حالی که سهامداران بتوانند به هنگام کاهش سودهای حاصله، مدیریت را زیر سؤال ببرند، در عمل وجود نداشت.

یک سیستم قوی مالی، به ویژه در مواردی که در آن وام‌دهی بانکی مهم است، یک پیش شرط برای ثبات اقتصاد کلان است. در مورد ژاپن، برخی از

#### مشکلات

سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌تواند به حداقل برسند، به شرط آنکه بانک‌ها قبلاً تلاش مقرر و کافی

### ○ عوامل سافتاری به ویژه تأثیر بار بدهی و فعال و کارآمد نبودن سرمایه‌گذاری کلان از عوامل ماکرو در اقتصاد ژاپن بودند که سرمایه‌گذاری تجاری در این کشور را با رکود مواجهه سافتند.

خود را انجام دهند.

لیکن سیاست‌گزاران ژاپن درس‌های خود را آموخته‌اند که مقدار زیادی از آن در یک سال و نیم گذشته به منظور تقویت سیستم بانکی و حاکمیت یکپارچه صورت گرفت. زیربنای نهادی برای جبران احیای سرمایه‌گذاری و رشد صورت گرفته است. من در مورد دورنمای رشد در ژاپن در سال‌های آتی خوش بین هستم.

برخوردار هستند.

#### ■ وقتی به آینده نگاه می‌کنید، چه چیزی را به عنوان دورنما برای سرمایه‌گذاری می‌بینید؟

□ میزان فعلی سرمایه‌گذاری خصوصی در ژاپن در حال حاضر در مجاورت کاهش تاریخی آن است. این امر و مقایسه‌های بین‌المللی میزان سرمایه‌گذاری‌ها، حاکی هستند که روند تعدیل سهام سرمایه کم و بیش کامل است. دوره جبران تقصیرهای اولیه به ظاهر به پایان خود نزدیک می‌شود.

#### ■ آیا درس‌هایی موجود است که سیاست‌گزاران ژاپنی بیاموزند؟

□ بله، درس‌هایی وجود دارند که می‌تواند از این بررسی آموخت. حاکمیت یکپارچه، نه تنها برای یک اقتصاد قوی لازم است، بلکه ضرورت آن برای ثبات اقتصاد کلان احساس می‌شود.