مجله اقتصادی
شماره‌های ۱۱ و ۱۲، بهمن و اسفند ۱۳۹۵، صفحات ۱۰۰ - ۸۳

سیاست پولی و حباب قیمت دارایی (با تأکید بر نوسانات قیمت سهام)

مرضیه بیات
دکتری اقتصاد دانشگاه الزهرا
Marzeyeh_bayat@yahoo.com
زهرا افشاری
استاد اقتصاد دانشگاه الزهرا
Zahafshari@gmail.com

به دلیل امکان تغییرات سریع شرایط مالی و اقتصادی در هر کشوری، سیاست‌گذار باید انعطاف‌پذیری لازم را داشته باشد و با عکس‌العمل به موقع و مناسب خود، هر نوسانی را که ممکن است برای ثبات مالی و اقتصادی تهدید باشد، خنثی نماید. در طول سه دهه گذشته، همواره ثبات مالی یکی از مسائل عمده‌ای است که مقامات بانک مرکزی برای کنترل موفقیت‌آمیز تورم باید در نظر بگیرند. حوادث دهه گذشته (شکسته شدن حباب دات کام در سال ۲۰۰۱ و بحران مالی جهانی اخیر) علاقه جدیدی در ادبیات اقتصادی در زمینه ارتباط بین سیاست پولی و پویایی‌های قیمت سهام ایجاد کرده است و حوزه جدیدی برای بحث در مورد جذابیت ارتباط مستقیم بانک مرکزی با ثبات مالی به دست می‌دهد. از طرف دیگر یک موضوع مورد بحث، درک درستی از واکنش مناسب سیاست‌گذاران پولی در برابر اثرات حقیقی نوسانات بزرگ قیمت سهام است و اینکه آیا یک واکنش مناسب به پویایی قیمت سهام می‌تواند عملکرد اقتصاد کلان را بهبود ببخشد؟ این مسأله در مراحل گوناگون، اعم از نظری و عملی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است و نتیجه بحث هنوز از بسیاری جنبه‌ها بحث برانگیز است.

واژه‌های کلیدی: بانک مرکزی، قیت دارایی، بازار سهام

[Downloaded from ejip.ir on 2024-10-12]

۱. مقدمه

طی دهه گذشته، بانک‌های مرکزی سراسر جهان، رویکرد هدف‌گذاری پولی را با هدف کنترل عرضه پول اتخاذ نموده‌اند، سپس به دلیل بی‌ثباتی تابع تقاضای پول، رویکرد آن‌ها به هدف‌گذاری تورم تغییر یافت. اکنون اکثر بانک‌های مرکزی دنیا، هدف‌گذاری تورم را با هدف ثبات قیمت‌ها دنبال می‌کنند، اما ثبات قیمت‌ها لزوماً تضمین‌کننده ثبات مالی نبوده و در گذشته نوسانات شدید قیمت دارایی، بحران مالی و در نتیجه فروپاشی مؤسسات مالی و به نوبه خود رکود اقتصادی را در پی داشته است. بنابراین ثبات مالی همواره از مهمترین دغدغه‌های مقامات پولی بوده است و اختلاف نظری در مورد اهمیت آن وجود ندارد.

اکنون این سؤال مطرح می‌شود که آیا در دوره‌های بی‌ثباتی مالی و نوسانات شدید قیمت دارایی بانک مرکزی باید با اعمال سیاست پولی مداخله نماید؟ در واقع این سؤال سیاست‌گذاران پولی را با بحثی در مورد چگونگی واکنش سیاست پولی به نوسانات قیمت دارایی‌ها مواجه می‌سازد. در این زمینه دو استدلال وجود دارد؛

اول: سیاست پولی به عنوان ابزاری برای مقابله با نوسانات دارایی مورد استفاده نمی‌باشد.

دوم: بانک مرکزی باید به نوسانات قیمت دارایی واکنش نشان دهد.

مقاله حاضر ابتدا به بررسی ارتباط بین شاخص قیمت مصرف‌کننده و قیمت دارایی و کانال‌های تأثیرگذاری قیمت دارایی بر شاخص قیمت مصرف‌کننده می‌پردازد، سپس به طور خاص کانال‌های تأثیرگذاری نوسانات قیمت سهام (که جزیی از سبد دارایی افردا می‌باشد) بررسی خواهد شد و در پایان استدلال‌های موافق و مخالف استفاده از سیاست پولی در برابر حباب قیمت دارایی مطرح خواهد شد.

۲. قیمت دارایی در مقابل قیمت مصرف‌کننده

قیمت دارایی، اشاره به قیمت دارایی‌ها شامل دارایی‌های فیزیکی(مانند خانه و زمین) و دارایی‌های مالی (همچون سهام، اوراق و دیگر ابزارهای مالی) می‌کند که برای منافع آینده به شکل ایجاد درآمد یا سود سرمایه خریداری می‌شود. از طرف دیگر قیمت مصرف‌کننده اشاره به قیمت کالا یا خدمتی می‌کند که برای مصرف خریداری می‌شود (همچون مواد غذایی، بنزین، ویزیت پزشک)

[Downloaded from ejip.ir on 2024-10-12]

قیمت‌های دارایی اغلب نامنظم‌تر از قیمت‌های مصرف‌کننده رفتار می‌کنند. قیمت‌های مصرف‌کننده همچون قیمت میوه و سبزیجات به طور مداوم برای انطباق خریداران و فروشندگان تغییر می‌کند، اما قیمت دارایی‌ها به ندرت در شرایط اقتصاد کلاسیک جذاب هستند. تحت سیاست هدف‌گذاری تورم که توسط اکثر بانک‌های مرکزی دنبال شده است، بانک مرکزی باید به منظور نیل به ثبات قیمت‌ها که به وسیله شاخص قیمت مصرف‌کننده محاسبه می‌گردد، از بی‌ثباتی غیرضروری در محصول، نرخ‌های بهره و نرخ ارز اجتناب کند. با توجه به اینکه قیمت دارایی‌ها در CPI گنجانده نمی‌شود، اما آیا توجه بانک مرکزی به قیمت دارایی‌ها عقلایی است و آیا ارتباطی بین قیمت دارایی‌ها و CPI وجود دارد و اینکه توجیهی برای بانک مرکزی به علاقه در ثبات مالی وجود دارد. در این زمینه بحث‌های متفاوتی از اقتصاددانان وجود دارد که در بخش بعد به طور مختصر تعدادی از آن نگرش‌ها ارائه می‌شود.

۳. مکانیسم اثرگذاری قیمت دارایی‌ها بر قیمت‌های مصرف‌کننده

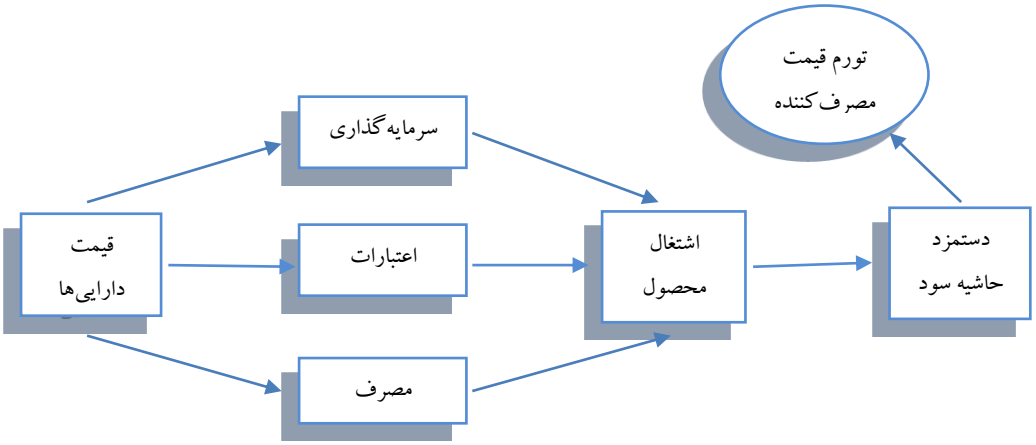
ارتباط بین قیمت دارایی و قیمت مصرف‌کننده را می‌توان در سه روش متفاوت توصیف نمود.

اثر مستقیم: در درجه اول به وسیله افزایش تقاضای محصول نهایی به دست می‌آید. به عنوان مثال اگر قیمت دارایی‌های فیزیکی، سریعتر از تورم افزایش یابد، افراد تلاش می‌کنند دارایی بیشتری نگهداری نمایند و این خود منجر به فشار بر قیمت‌ها می‌گردد.

اثر ثروت : نوسانات قیمت دارایی (فیزیکی و مالی) همچنین می‌تواند تورم شاخص قیمت مصرف‌کننده را از طریق افزایش مصرف ناشی از اثر ثروت، تحت تأثیر قرار دهد. با بالا رفتن قیمت دارایی، مردم احساس ثروتمند شدن دارند و در نتیجه برخی از افراد با افزایش خرید خود منجر به تشدید تورم خواهند شد.

تئوری کانال اعتباری: قیمت دارایی‌ها همچنین می‌تواند از طریق گنجانده شدن در مخارج، بر تورم تأثیرگذار باشد. برای مثال، افزایش قیمت دارایی از طریق بهبود ترازنامه (اثر ترازنامه) می‌تواند قدرت وام گرفتن بنگاه‌ها و افراد را از طریق وثیقه افزایش دهد. در واقع افزایش خالص ارزش دارایی‌ها، رغبت وام‌دهندگان را برای وام دادن و قرض‌دهندگان را به قرض دادن افزایش می‌دهد. افزایش خالص ارزش دارایی‌ها، توسعه مخارج عمومی و همچنین توسعه مخارج در ساخت و ساز را نیز تسهیل می‌کند.

[Downloaded from ejip.ir on 2024-10-12]



شکل ۱. مکانیسم تأثیر قیمت دارایی‌ها بر شاخص قیمت مصرف‌کننده

٤. ثروت و مصرف

در این بخش تئوری های مرتبط با ثروت و مصرف به تفصیل بررسی می گردد.

متغیر مصرف، عمده‌ترین، باثبات‌ترین و در بین سایر متغیرهای تشکیل‌دهنده طرف تقاضای اقتصاد، قابلیت پیش‌بینی آن بیشترین است. این متغیر که یکی ازاجزای مهم هزینه ملی است، درعین حال که مقدار پس‌انداز را تعیین می کند، در رونق و رکود فعالیت‌های اقتصادی نیز مؤثر است (عزیزی، ۱۳۸۷).

لذا شناخت عوامل مؤثر بر آن حائز اهمیت می‌باشد که در این میان، اثرگذاری ثروت بر تصمیمات مصرف خانوارها همواره یکی از موضوعات مورد بحث در میان اقتصاددانان بوده‌است. اگر چه کینز به تغییر پذیری مصرف از تغییرات ثروت اشاره کرده است اما با این وجود، تابع مصرف کینز بر درآمد قابل تصرف تأکید بیشتری نسبت به ثروت داشته است و در چنین مدل‌هایی، پس‌انداز به عنوان یک پسماند در نظر گرفته می‌شود. اما براساس تحقیقات اخیر، ثروت یک نقش اثرگذار بر مصرف دارد و مهمترین تحلیل در تحقیقات جدید مربوط به تئوری سیکل زندگی از پس‌انداز می‌باشد. بر طبق این تئوری، خانوارها با پیش‌بینی منابع طول عمر مورد انتظار خود، در مورد روند مصرف طوری تصمیم‌گیری می کنند که بهترین ترجیحات را به دست آورند و ارزش جاری مصرف برنامه‌ریزی شده آن‌ها در طی سال‌ها، مساوی ارزش جاری درآمد مورد انتظارشان

[Downloaded from ejip.ir on 2024-10-12]

باشد. بخشی از درآمد مورد انتظار خانوارها از نگهداری دارایی‌هایی همچون دارایی‌های واقعی، سهام و اوراق و باقی‌مانده آن از درآمد کار مورد انتظار به دست می‌آید. بنابراین، ثروت خانوار به عنوان یک عامل مؤثر بر مخارج مصرفی جاری بررسی می‌شود.

ارتباط بین ارزش دارایی‌های خانوار و مصرف خصوصی را می‌توان با اثر ثروت ترسیم نمود، همچنان‌که این ارتباط به وسیله نظریه چرخه زندگی مودیگلیانی[1] و فرضیه درآمد دائمی فریدمن[2] مطرح شده است. این دو تئوری، مبنای تحقیق کلاسیک را در مورد چگونگی تأثیر نوسانات ارزش دارایی بر کل اقتصاد تشکیل داده‌اند و هر یک از آن‌ها اهمیت نوسانات در ارزش ثروت بر مصرف را از دو دیدگاه متفاوت اما مکمل یکدیگر به رسمیت می‌شناسند.

ابتدا بعد از تعریف اثر ثروت، خلاصه‌ای از مفهوم تئوری چرخه زندگی و فرضیه درآمد دائمی مطرح می‌شود و سپس نسخه کلاسیک تئوری چرخه زندگی ـ فرضیه درآمد دائمی ارائه می‌گردد که با ادغام بینش‌های دو تئوری یک چارچوب مفهومی انعطاف‌پذیر ایجاد می‌کند و می‌تواند به عنوان پایه‌ای برای تصریح مدل تجربی استفاده شود.

اثر ثروت به معنی تغییر در تقاضای کل به سبب تغییر در ارزش دارایی‌هایی همچون سهام، اوراق و دارایی‌های حقیقی می‌باشد. در حقیقت افزایش در ارزش بازاری آن دارایی‌ها، احساس ثروتمند شدن را به صاحبان دارایی القا می‌کند (حتی اگر هیچ پول اضافی دیگری به دست نیامده باشد) و اغلب آن‌ها تمایل به افزایش مخارج و کاهش پس‌انداز دارند.

٤-١. اثر ثروت و فرضیه درآمد دائمی- سیکل زندگی

اثر ثروت به معنی تغییر در تقاضای کل به سبب تغییر در ارزش دارایی‌هایی همچون سهام، اوراق و دارایی‌های حقیقی است. در حقیقت افزایش در ارزش بازاری آن دارایی‌ها، احساس ثروتمند شدن را به صاحبان دارایی القا می‌کند (حتی اگر هیچ پول اضافی دیگری به دست نیامده باشد) و اغلب آن‌ها تمایل به افزایش مخارج و کاهش پس‌انداز دارند.

1. Modigliani (1986)
2. Friedman (1957)

[Downloaded from ejip.ir on 2024-10-12]

فرضیه درآمد دائمی ـ سیکل زندگی (LC-PIH)[1] فرضیه تناسب مصرف جاری با ثروت کل را تأیید می‌کند و به طور مستقیم مسأله حداکثرسازی مطلوبیت کارگزار را تحت قید بودجه دوران زندگی مطرح می‌کند. براساس این تئوری، میل نهایی به مصرف انواع ثروت یکسان است و می‌توان آن را به صورت ذیل نوشت:

$$C = mpc_W\left[A + H(Y)\right] \approx mpc_W A + mpc_Y Y \qquad (۱)$$

c مصرف خصوصی، A ثروت واقعی غیرانسانی و H ثروت واقعی انسانی را نشان می‌دهد. H تابع ارزش جاری درآمد قابل تصرف مورد انتظار کار(Y) است. ضریب mpc_W میل نهایی به مصرف ثروت غیرانسانی و mpc_Y میل نهایی به مصرف کل ثروت انسانی را نشان می‌دهد و روی هم رفته میزان انتظار تغییر مصرف با تغییر یکی از متغیرها را نشان می‌دهند. معادله مذکور ریشه در تئوری مصرف کینزین دارد که برای تحلیل پویایی‌های کوتاه‌مدت مصرف خصوصی مناسب است و می‌توان معادله آن را به صورت ذیل نوشت:

$$C_K = C_0 + cYD \qquad 0 \prec c \geq 1 \qquad (۲)$$

C_0 مصرفی مستقل از درآمد قابل تصرف است و کل عبارت دلالت می‌کند مصرف خصوصی(C_K) تابعی از درآمد غیر قابل تصرف (YD) است. اگرچه این تابع مصرف به صورت تئوریکی تحت فروض رفتاری ویژه همچون کوتاه نظری یا محدودیت بالای استقراض شکل گرفته است، اما با این وجود بعید است که کل مصرف‌کنندگان در همه زمان‌ها براساس این فروض رفتار نمایند. زمانی که بازار اعتبارات به خوبی توسعه داده شده و محدودیت‌های استقراض پایین است، به افراد اجازه داده شده که به وسیله ابزار قرض دادن و قرض گرفتن، مصرف جاری را با مصرف آینده مبادله نمایند. بنابراین می‌توان رفتار رو به جلو که مبادله بین مصرف جاری و آینده را لحاظ می‌کند، در تابع مصرف گنجاند. با بررسی مبادله به وسیله افرادی که بین مصرف جاری و آینده تصمیم‌گیری می‌کنند یا به عبارت دیگر یک انتخاب بین دوره‌ای دارند، می‌توان چارچوبی با تحلیل مطلوبیت بین دوره‌ای گسترش داد.

1. life-cycle-permanent income hypothesis

[Downloaded from ejip.ir on 2024-10-12]

آندو و مودیگلیانی فرضیه سیکل زندگی مصرف را مطرح نموده‌اند که این فرضیه، تئوری کینز را با گنجاندن الگوهای سیکل زندگی تغییر در سطح درآمد افراد، بسط داده است. فرضیه سیکل زندگی تمایل افراد را برای حفظ سطح استاندارد زندگی با وجود تغییر درآمد در طول سیکل زندگی و به عنوان نیروی محرک ماورای تصمیمات پس‌انداز و قرض نشان می‌دهد.

بر طبق فرضیه سیکل زندگی، هدف افراد هموار نمودن جریان مصرف در طول سیکل زندگی است به‌طوری‌که این افراد در اوایل زندگی در برابر درآمد آینده خود قرض می‌گیرند، در اواسط زندگی بدهی خود را پرداخت می‌کنند، ثروت انباشت می‌کنند و قرض می‌دهند و در اواخر زندگی صاحب ثروت انباشته و حقوق دوران بازنشستگی می‌باشند. همچنین براساس این فرضیه مصرف دوره جاری تابعی از:

- طول عمر مورد انتظار
- درآمد دائمی مورد انتظار
- ثروت در شروع دوره
- نرخ نهایی ترجیح زمانی است.

درحالی‌که فرضیه سیکل زندگی سه عامل مؤثر بر مصرف جاری (درآمد دائمی، درآمد موقت و ثروت) را تبین می‌کند، اما چگونگی تعیین درآمد دائمی را توضیح نمی‌دهد. در سال ۱۹۵۷ میلتون فریدمن رویکرد دیگری برای تفکر در مورد فرضیه درآمد دائمی- تصمیمات مصرف مطرح نموده است. براساس این فرضیه درآمد دائمی به وسیله درآمد جاری و انتظارات افراد در مورد درآمد آینده تعیین می‌شود و تنها تغییرات درآمد دائمی بر مصرف برنامه‌ریزی شده افراد تأثیرگذار است (فریدمن، ۱۹۵۷)[1].

مطابق با هر دو فرضیه سیکل زندگی و فرضیه درآمد دائمی- مصرف، اگر یک تغییر موقتی در درآمد مشاهده شود، آن تغییر اثر ناچیزی بر مصرف جاری دارد. تفاوت اصلی بین فرضیه سیکل زندگی و فرضیه درآمد دائمی فریدمن مربوط به طول دوره برنامه‌ریزی می‌باشد. در نظر گرفتن دوره بی نهایت توسط فریدمن به این معنی می‌باشد که افراد نه تنها برای خود بلکه برای فرزندانشان

1. Friedman

[Downloaded from ejip.ir on 2024-10-12]

نیز پس‌انداز می‌کنند. در فرضیه سیکل زندگی دوره برنامه‌ریزی محدود است و از آنجا که همه ثروت در این دوره مصرف می‌شود، فرض شده که انگیزه میراث وجود ندارد.

به دلیل شباهت بین دو تئوری، آن‌ها اغلب به طور همزمان برای مطالعات تجربی الگوهای مصرف به کار گرفته می‌شوند و به عنوان فرضیه درآمد دائمی ـ سیکل زندگی مطرح شده‌اند. مطابق با این فرضیه، اگر درآمد دائمی با اطمینان شناخته شود، مصرف به طور کامل در طول عمر افراد ثابت خواهد ماند.

براساس فرضیه مطرح شده و نااطمینانی، در مسأله حداکثرسازی مطلوبیت طول عمر مصرف‌کننده نمونه، مطلوبیت زندگی برابر مجموع مطلوبیت‌های دوره به دوره و قید بودجه طول عمر برابر مجموع ثروت اولیه و درآمد کار دوره به دوره است. تصمیمات مصرف بر پایه حداکثرسازی مطلوبیت طول عمر نسبت به کل منابع طول عمر است و تصمیم بهینه سطحی از مصرف خواهد بود که مطلوبیت نهایی مصرف طول عمر در طی دوره‌ها برابر شود ($MU(C_{t+1}) = MU(C_t)$). تحلیل تصمیمات مصرف فردی براساس حداکثرسازی مطلوبیت بین دوره‌ای اجازه می‌دهد تا چگونگی تأثیر تغییرات ثروت کل بر تغییرات مصرف خصوصی را مدل‌سازی نمود (قید بودجه طول عمر که نشان‌دهنده کل منابع عمر است می‌تواند با تغییرات ثروت طول عمر یا انتظارات از ثروت طول عمر تغییر کند.)

مطابق تئوری LC-PIH، منابع طول زندگی به ثروت انسانی و ثروت غیرانسانی تقسیم می‌شوند، ثروت غیرانسانی همگن است و به این معنی می‌باشد که میل نهایی به مصرف ثروت غیرانسانی با نوع ثروت غیرانسانی یعنی مالی یا غیرمالی تغییر نمی‌کند. یک قید بودجه بین دوره‌ای مانند زیر می‌باشد:

$$A_{t+1} = (1 + r_{a,t+1})\left[A_t + Y_t - C_t\right] \qquad (۳)$$

این قید بودجه، از دارایی‌های مالی و واقعی در پایان دوره t تشکیل شده است، Y_t درآمد نیروی کار ، C_t مصرف و $(1+r_{a,t+1})$ بازده زمانی کل دارایی‌ها می‌باشد. با استفاده از فرض تئوری سیکل زندگی که مطرح می‌کند ثروت در پایان دوره تمام خواهد شد، معادله بالا را می‌توان تحت شرطی که در پایان افق محدود حد ثروت تنزیل شده آینده صفر می‌شود، به صورت رو به جلو حل کرد که نتیجه حل آن، معادله یک می‌شود و براساس این معادله، یک تغییر دائمی پیش‌بینی نشده پرتفوی ثروت ΔA منجر به تغییر مصرف ΔC برابر با MPC_W می‌شود. بنابراین اثر ثروت کل بر مصرف که

[Downloaded from ejip.ir on 2024-10-12]

بر مبنای تئوریکی فرضیه درآمد دائمی و تئوری مصرف کینزین می‌باشد، به طور تجربی به خوبی اثبات شده است (تودریکا، ۲۰۰۹[1]).

۵. تأثیر رونق بازار سهام بر مصرف و سرمایه‌گذاری

مطالعات انجام شده در خصوص بازارهای مالی نشان می‌دهد که طی سال‌های اخیر، جایگاه بورس اوراق بهاردار به عنوان یکی از ارکان بازار سرمایه به شدت تقویت شده و نقش آن به عنوان نیروی محرکه توسعه اقتصادی پررنگ‌تر شده است. بر طبق تحقیقات به عمل آمده حدود ۴۱ درصد از مردم کشورهای پیشرفته، سرمایه‌گذاری مستقیم در سهام دارند، مالکیت مستقیم سهام ۲۰ درصد و به شکل غیر مستقیم ۳۴ درصد کل سرمایه‌گذاری‌ها در جهان را در بر می‌گیرد (حسینی، ۱۳۹۴) بنابراین به دلیل اهمیت سهام در سبد دارایی خانوارها در این بخش اثر رونق بازار سهام بر مصرف و سرمایه‌گذاری بحث می‌شود.

جدول ۱. مروری بر کانال‌های اصلی انتقال نوسانات قیمت سهام

نوسانات قیمت سهام				
کانال مصرف ـ ثروت	**کانال ترازنامه**			**کانال Q**
اثرات ثروت	ترازنامه مصرف‌کننده	ترازنامه بانک	ترازنامه شرکت	تابع سرمایه‌گذاری Q
اثرات اطمینان	جنبه‌های نقدینگی	هزینه‌های خارجی تأمین مالی		
مصرف		سرمایه‌گذاری خصوصی		

مأخذ: فورستر[2] (۲۰۰۵)

۵-۱. بازار سهام و تصمیمات مصرف

یکی از مهمترین مباحث دراقتصاد نظری، چگونگی تأثیرگسترش بازارسرمایه برمخارج مصرفی بخش خصوصی است. برخی نظریه‌های اقتصادی براین نکته تأکید دارند که رونق بازار سهام ممکن است مخارج مصرفی را افزایش دهد؛ درحالیکه کاهش قیمت اسمی سهام ممکن است به کاهش

1. Darina Todirica (2009)
2 . forster (2005)

[Downloaded from ejip.ir on 2024-10-12]

فعالیت‌های اقتصادی و در نتیجه کاهش مخارج مصرفی منجر شود. کانال اصلی تأثیرگذاری قیمت‌های سهام بر مصرف از طریق رابطه ثروت -مصرف می‌باشد که در بخش قبلی به تفصیل بررسی شد.

۵-۲. بازار سهام و تصمیمات سرمایه‌گذاری

نوسانات قیمت سهام علاوه بر اثرگذاری بر مصرف خانوار، می‌تواند بر سطح مخارج سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها نیز تأثیرگذار باشد. در واقع افزایش قیمت سهام، بنگاه‌ها را تشویق می‌کند تا ساختار و تجهیزات جدید را مورد استفاده قرار دهند و در نتیجه موجودی سرمایه کل آن‌ها افزایش یابد. در این بخش دو دیدگاه اصلی در مورد چگونگی تأثیر قیمت‌های سهام بر سرمایه‌گذاری ثابت بنگاه‌ها ارائه می‌شود که این دو رویکرد معمولاً به رویکرد ارزش‌گذاری بازار (همچنین به عنوان رویکرد q توبین شناخته می‌شود) و رویکرد هزینه سرمایه شناخته شده است. هر دو رویکرد فرض می‌کند که مدیران هنگام تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری، به دنبال حداکثر کردن ارزش بنگاه خود می‌باشند. براساس مدل ارزش‌گذاری بازار، یک رابطه مستقیم بین قیمت سهام و سرمایه‌گذاری وجود دارد و براساس مدل هزینه سرمایه، قیمت سهام به طور غیرمستقیم از طریق تغییر هزینه تأمین مالی مخارج سرمایه جدید بر سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارد. کینز مدل ارزش‌گذاری بازار را به صورت ذیل خلاصه می‌کند:

توجیهی برای ساخت سرمایه‌گذاری جدید با هزینه بزرگ‌تر یا مشابه سرمایه‌گذاری موجود وجود ندارد. درحالی‌که انگیزه برای خرج کردن در پروژه جدید که بتواند به سمت بورس سهام با یک سود آنی جریان یابد، وجود دارد.

به عبارت دیگر، مدیران بنگاه که بر حسب منافع سهامداران عمل می‌کنند تنها باید تجهیزات یا ساختار جدیدی را خریداری نمایند که ارزش بازاری بنگاه را بیشتر از هزینه سرمایه فیزیکی اضافه شده، افزایش دهد. زمانی که قیمت‌های سهام نسبتاً بالا هستند، احتمال وقوع این حالت زیاد است. در دوره رکود قیمت‌های سهام، خرید سهام ممتاز تجاری موجود توسط بنگاهی که قصد گسترش ظرفیت خود را دارد ارزان‌تر از خرید سرمایه جدید تمام می‌شود.

در این حالت سرمایه‌گذاری به واسطه تغییرات سرمایه موجود افزایش نمی‌یابد. جیمز توبین این رویکرد را به وسیله فرض ارتباط مثبت سرمایه‌گذاری کل با نسبت ارزش بازاری کل بنگاه‌ها به هزینه جایگزینی موجودی سرمایه آنها، فرموله کرد که این نسبت به عنوان q توبین شناخته

[Downloaded from ejip.ir on 2024-10-12]

شده‌است. ارزش بازاری بنگاه‌ها (صورت کسر Q) مجموع ارزش بازاری سهام ممتاز و خالص بدهی بنگاه می‌باشد و هزینه جایگزینی (مخرج Q) هزینه جایگزینی موجودی سرمایه موجود در قیمت‌های جاری است. اگر ارزش بازاری با هزینه جایگزینی برابر شود Q مساوی یک می‌شود و در این حالت بنگاه‌ها انگیزه ندارند تا موجودی سرمایه خود را تغییر دهند و آن‌ها تنها تجهیزات فرسوده را جایگزین می‌کنند و در نتیجه خالص سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری ناخالص منهای استهلاک) صفر می‌شود. اگر Q بالاتر از یک باشد به دلیل افزایش در قیمت سهام، بنگاه‌ها موجودی سرمایه خود را افزایش خواهند داد و خالص سرمایه‌گذاری مثبت می‌شود. اگر Q کوچکتر از یک شود بنگاه‌ها موجودی سرمایه خود را کاهش خواهند داد و خالص سرمایه‌گذاری منفی می‌شود. در جهت تکمیل مدل ارزش بازاری چند نکته باید در نظر گرفته شود.

اول: نسبت Q اشاره به کل سرمایه بنگاه می‌کند و تمایزی بین سرمایه قدیم و جدید قائل نمی‌شود. بنابراین اگر تجهیزات سرمایه موجود منسوخ شود متوسط Q ممکن است کوچک‌تر از یک شود درحالی‌که Q تجهیزات سرمایه جدید بالاتر از یک است. در این حالت، به احتمال زیاد متوسط Q یک راهنمای گمراه‌کننده برای مخارج سرمایه‌گذاری خواهد بود.

دوم: از آنجا که نسخه ساده مدل ارزش‌گذاری بازار سیاست مالیاتی را در نظر نمی‌گیرد، بنابراین تعدیل‌ها نیازمند در نظر گرفتن عواملی همچون مالیات اعتبارات سرمایه‌گذاری و تفاوت در نرخ‌های مالیات بر سود و عایدی سرمایه می‌باشد. با گنجاندن مالیات در مدل ملاحظه می‌گردد که ارزش تعادلی Q (ارزشی که خالص سرمایه‌گذاری مورد دلخواه صفر است) کمتر از یک می‌شود.

سوم: مسأله مربوط به سختی محاسبه هزینه جایگزینی سرمایه فیزیکی موجود به دلیل فقدان بازارهای توسعه یافته در ساختار و تجهیزات مورد استفاده می‌باشد.

مسأله دیگر این است که صورت Q تنها شامل سرمایه تجدیدپذیر است در حالی که مخرج آن(ارزش بازاری بنگاه) نه تنها سرمایه فیزیکی را بلکه استعداد مدیریتی، ثبت اختراعات و دیگر دارایی‌های محسوس را نیز منعکس می‌کند.

مدل هزینه سرمایه نیز فرض می‌کند که تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای حداکثر کردن ارزش بنگاه اتخاذ می‌گردد، اما در این چارچوب، سرمایه‌گذاری شامل یک فرایند دو مرحله‌ای می‌باشد.

[Downloaded from ejip.ir on 2024-10-12]

بنگاه‌ها ابتدا براساس فروش مورد انتظار و قیمت کار و خدمات سرمایه، در مورد میزان موجودی سرمایه واقعی خود تصمیم‌گیری می‌کنند. سپس نرخ سرمایه‌گذاری براساس سرعت حرکت بنگاه‌ها به سمت موجودی سرمایه دلخواه (تغییر موجودی سرمایه منجر به هزینه‌های تعدیل می‌گردد) تعیین می‌شود. این مدل بر خلاف رویکرد ارزش‌گذاری بازار، نوسانات در فروش‌های مورد انتظار را در نظر می‌گیرد و از این رو یک نقش روشن برای تأثیر سرمایه‌گذاری وجود دارد. بنابراین اگر بنگاه انتظار افزایش فروش را داشته باشد، سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهند حتی اگر قیمت‌های سهام ثابت باقی بماند.

تغییرات قیمت‌های سهام از طریق تغییر هزینه خدمات سرمایه فیزیکی (هزینه استفاده از سرمایه) بر سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است. بنگاه‌ها در محاسبه هزینه سرمایه فیزیکی جدید باید قیمت ساختار یا تجهیزات جدید، قانون‌های مالیاتی و هزینه مالی وجوه مورد نیاز را بررسی نمایند. عموماً هزینه مالی سرمایه به وسیله میانگین وزنی هزینه مالی اوراق و سهام محاسبه می‌شود که در آن وزن‌ها سهم دارایی بنگاه را که به وسیله بدهی و سهام تأمین مالی شده است، انعکاس می‌دهند.

هزینه تأمین مالی اوراق به وسیله نرخ اوراق شرکت بعد مالیات و کمتر از تورم مورد انتظار محاسبه شده است. هزینه تأمین مالی سهام که نرخ واقعی بازده مورد نیاز به وسیله نگهدارنگان سهام است، نوعاً به وسیله نسبت عایدی شرکت (سود تقسیم شده به علاوه سودهای باقی‌مانده) به قیمت‌های سهام محاسبه می‌شود. افزایش در قیمت‌های سهام بدون افزایش عایدی، بازده مورد نیاز پایین‌تر، هزینه مالی کمتر و از این رو هزینه پایین‌تر استفاده از سرمایه را منعکس می‌کند. این هزینه پایین‌تر باید بنگاه‌ها را تشویق کند تا سرمایه فیزیکی بیشتری به دست آورند و سرمایه‌گذاری خالص خود را افزایش دهند.

مشکلاتی نیز در به کارگیری مدل هزینه سرمایه وجود دارد، بر خلاف مدل ارزش‌گذاری بازار، فروض صریحی در مورد رابطه بین تولید کل اقتصاد، میزان سرمایه و کار استخدام شده و همچنین محصول مورد انتظار لازم است. راجع به هزینه تأمین مالی سرمایه، استفاده میانگین وزنی هزینه مالی اوراق و سهام برای تخمین هزینه مالی تنها زمانی مناسب است که این دو شرط تأمین شود، اول،

[Downloaded from ejip.ir on 2024-10-12]

ریسک سرمایه‌گذاری جدید باید مشابه ریسک موجودی سرمایه جاری بنگاه باشد و دوم، نباید تغییری در نسبت بدهی سهام بنگاه ایجاد شود. (پیرس، ۱۹۸۳[1])

٦. حباب قیمت دارایی و سیاست پولی

در بخش اول مقاله ارتباط بین قیمت دارایی‌ها و قیمت‌های مصرف‌کننده مطرح شد. اکنون این سؤال مطرح می‌شود که آیا بین ثبات پولی و ثبات مالی مبادله وجود دارد؟ بانک‌های مرکزی به دلیل اهمیت ثبات مالی در مکانیسم انتقال سیاست پولی، به حفظ ثبات مالی علاقه‌مند هستند به‌طوری‌که اقتصاددانان بی ثباتی مالی را یک تهدید شدید برای اهداف مهم اقتصاد کلان همچون رشد پایدار محصول و ثبات قیمت‌ها می‌داند.

از سوی دیگردست‌یابی به رشد پایدار به همراه ثبات قیمت‌ها به نوبه خود اقتصاد را کمتر در معرض بی‌ثباتی مالی قرار می‌دهد. بحث بالا نشان می‌دهد که بانک مرکزی به دلایل مشخص به ثبات مالی علاقه‌مند است و در این زمینه بحثی میان اقتصاددانان و محققان وجود ندارد. موضوع بحث، این سؤال می‌باشد که آیا بانک مرکزی باید از سیاست پولی در شرایط بی‌ثباتی مالی و نوسانات شدید قیمت دارایی‌ها استفاده نماید؟ در این بخش استدلال‌های موافق و مخالف واکنش پولی در برابر حباب قیمت دارایی بررسی خواهد شد.

در اواخر دهه نود گرینسپن[2] با رد این تصور که می‌توان با انقباض سیاست پولی از حباب جلوگیری نمود، پیشنهاد کرد که به جای انقباض افزایشی، سیاست‌ها را در جهت کنترل آسیب ناشی از این حباب‌ها، هدف‌گذاری نمود و با دنبال کردن مراحل درمانی بعد از دوره بحران ، چشم‌انداز اقتصاد را از پیامدهای آن رها کرد. اما این ایده اهمیت چندانی ندارد و این سؤال مهم مطرح می‌شود که آیا سیاست پولی باید در برابر حباب استفاده شود و اینکه تا چه حد از آن استفاده نمود. به طور کلی، دو نوع واکنش سیاست پولی به نوسانات قیمت دارایی مطرح شده است که به صورت کلی در شکل زیر نشان داده شده است.

- رویکرد استاندارد، حالت مقابل استفاده از سیاست پولی است که رویکرد بدبینانه نیز نامیده می‌شود.
- رویکرد پیشگیرانه، حالت استفاده از سیاست پولی می‌باشد، رویکرد خوش‌بینانه نامیده می‌شود.

1 . Douglas K. Pearce (1983)
2. Greenspan (2002)

[Downloaded from ejip.ir on 2024-10-12]

آیا سیاست‌گذار پولی باید در جهت کاهش حباب قیمت دارایی تلاش کند؟ (تصمیم برای انتخاب بین سیاست‌های استاندارد و حباب)

- سؤال ۱. آیا می‌توان حباب یا نوسانات قیمت دارایی را شناسایی نمود؟

خیر

قیمت دارایی تعادلی است.
سیاست استاندارد دنبال شود.
تلاش برای کاهش حباب نشود.

بله

قیمت دارایی تعادلی نیست.

- سؤال ۲. آیا حباب منجر به مشکلات غیرقابل حل در اقتصاد کلان می‌شود؟

خیر

پیامد اقتصادی رونق و شکست قیمت دارایی ناچیز می‌باشد. یا اینکه اثر آن حداقل با یک وقفه ظاهر می‌شود.
سیاست استاندارد دنبال شود.
تلاشی برای کاهش حباب نشود.

بله

در این صورت امکان وقوع بحران شدید مالی وجود دارد.
منجر به عدم تعادل اقتصادی و توزیع نادرست می‌شود.
نمی‌تواند به وسیله کاربرد سیاست پولی خاموش گردد.

- سؤال ۳. آیا سیاست پولی ابزار مناسبی برای تعدیل اثر تورمی حباب می‌باشد؟

خیر

نرخ بهره که بر حباب اثر می‌گذارد، نسبت به دیگر استراتژی‌های کاهش تورم، نامطمئن یا هزینه‌بر می‌باشد.
سیاست استاندارد دنبال شود.
تلاشی برای کاهش حباب نگردد.

بله

نسبت به هزینه‌های جایگزین، تغییر موقعیت که با عملیات سیاست پولی نشان داده شده است کوچک می‌باشد.
سیاست حباب به کار رود.
برای کاهش حباب تلاش گردد.

شکل ۲. رویکرد بدبینانه در مقابل رویکرد خوشبینانه برای مقابله با حباب

[Downloaded from ejip.ir on 2024-10-12]

سلسله مراتب بالا مرور کلی بر دو دیدگاه متفاوت در مورد در نظر گرفتن سیاست پولی به عنوان ابزاری برای مقابله با حباب‌های دارایی می‌باشد. فروض و بحث‌های موافق یا مخالف استفاده از سیاست پولی هنگام حباب قیمت دارایی که به وسیله اقتصاددانان و محققان مطرح شده است، به صورت مقایسه‌ای در جدول ذیل مشاهده می‌شود.

جدول ۲. بحث‌های موافق و مخالف استفاده از سیاست پولی

رویکرد استاندارد (مخالف واکنش پولی)	رویکرد حباب (موافق واکنش پولی)
سیاست پولی باید بر وظایف خود تمرکز کند.	بازار سهام بزرگ و گسترده است.
اثرات علی از قیمت‌های سهام به تقاضای کل نسبتاً ضعیف و غیرواقعی می‌باشد.	بازار سهام نقش بزرگی در فرآیند مکانیسم پولی بازی می‌کند.
شرایطی که واکنش سیاست پولی به نوسانات قیمت دارایی را الزام می‌کند، نسبتاً غیر عادی هستند و کمتر اتفاق می‌افتد.	حباب قیمت دارایی می‌تواند عدم تعادل مالی قابل توجهی درسیستم‌های مالی ایجاد کند.
بحثی که ثبات قیمت خود، نوسانات قیمت دارایی و بی‌ثباتی مالی را تسریع می‌کند، کافی و متقاعدکننده نمی‌باشد.	قیمت‌های دارایی و تورم قیمت دارایی اجزای مهم قیمت‌های عمومی و تورم عمومی هستند.
در عمل، شناسایی و کنترل حباب‌ها و انحرافات قیمت دارایی مشکل می‌باشد.	حباب‌های قیمت دارایی می‌تواند شناسایی و کنترل شوند.

مأخذ: ریزوی و همکاران(۲۰۱۳)

براساس رویکرد استاندارد که به وسیله برنانکه[1] مطرح شده است، فشار تورمی باید در اولویت قرار گیرد و اقدامات اصلاحی به وسیله مقامات پولی به کار گرفته شود. همچنین هدف‌گذاری تورم باید به میزان سهم خود در تورم مورد انتظار به تغییر در قیمت دارایی حساس باشد. از سوی دیگر موافقان رویکرد حباب[2] استدلال می‌کنند بانک مرکزی جهت کنترل تورم، باید ابزار سیاستی‌اش را علاوه بر هدف تورم و شکاف محصول با لحاظ کردن قیمت دارایی تعدیل کند.آنها مطرح می‌کنند که در نظر گرفتن قیمت دارایی می‌تواند به وسیله کاهش احتمال حباب قیمت دارایی و در نتیجه ثبات بیشتر سیکل سرمایه‌گذاری، انحرافات در محصول را کاهش دهد.

1. Bernanke (2001)
2. Cecchetti, Stephen (1999)

[Downloaded from ejip.ir on 2024-10-12]

دیدگاه مهم دیگر که به وسیله چارلس[1] ارائه شده است و در تناقض با بحث استفن می‌باشد، مطرح می‌کند که قیمت دارایی‌ها عنصر زائد یا غیرضروری در قاعده تیلور می‌باشد. وینسنت[2] یک راه‌حل کلان برای سیاست پولی ارائه نموده است و مطرح می‌کند که ارتباط سیاست پولی با قیمت‌های سهام فراتر از نتایج اقتصاد کلان مورد هدف، در یک مبادله اساسی نتیجه خواهد داد. در واقع مقامات پولی برای کنار آمدن با مسائل کلان سیستماتیک می‌توانند با نادیده گرفتن ثبات کوتاه‌مدت، برای ثبات میان‌مدت تا بلندمدت تلاش نمایند، اگرچه به احتمال زیاد، بانک‌های مرکزی اکثر کشورهای صنعتی چنین مبادله‌ای را نمی‌پذیرند. (ریزوی، نقوی و میرزا، ۲۰۱۳)

۷. نتیجه‌گیری

نوسانات قیمت سهام می‌تواند از طریق دو کانال مصرف (اثر ثروت) و سرمایه‌گذاری منجر به نوسانات تقاضای کل و در نتیجه بی‌ثباتی شاخص قیمت‌ها گردد. بنابراین سیاست‌گذاران پولی که تقاضای کل را برای کنترل تورم و محصول مدیریت می‌کنند، انگیزه دارند تا بر قیمت دارایی‌ها به طور کلی و قیمت سهام به طور خاص نظارت کنند و آن را همچون شاخص‌های کوتاه‌مدت مناسب سیاست پولی استفاده کنند. در زمینه واکنش بانک مرکزی به نوسانات قیمت سهام بحث‌های موافق و مخالف وجود دارد. براساس نظر مخالفان:

اول: اثرات علی از قیمت‌های سهام به تقاضای کل نسبتاً ضعیف و غیرواقعی می‌باشد.

دوم: شرایطی که واکنش سیاست پولی به نوسانات قیمت دارایی را الزام می‌کند، نسبتاً غیرعادی هستند و کمتر اتفاق می‌افتد.

سوم: بحثی که ثبات قیمت خود، نوسانات قیمت دارایی و بی‌ثباتی مالی را تسریع می‌کند، کافی و متقاعدکننده نمی‌باشد.

چهارم: در عمل، شناسایی و کنترل حباب‌ها و انحرافات قیمت دارایی مشکل می‌باشد.

پنجم، سیاست پولی باید بر وظایف خود تمرکز کند.

1. Bean, Charles (2003)
2. Reinhart, Vincent R (2002)

[Downloaded from ejip.ir on 2024-10-12]

اما براساس نظر موافقان:

اول: بازار سهام بزرگ و گسترده است.

دوم: بازار سهام نقش بزرگی در فرآیند مکانیسم پولی بازی می‌کند.

سوم: حباب قیمت دارایی می‌تواند عدم تعادل مالی قابل توجهی در سیستم‌های مالی ایجاد کند.

چهارم: قیمت‌های دارایی و تورم قیمت دارایی اجزای مهم قیمت‌های عمومی و تورم عمومی هستند.

پنجم: حباب‌های قیمت دارایی می‌تواند شناسایی و کنترل شوند.

در پایان می‌توان مطرح کرد واکنش بانک مرکزی به نوسانات قیمت دارایی هنوز از بسیاری جنبه‌ها بحث برانگیز است.

[Downloaded from ejip.ir on 2024-10-12]

منابع

- عزیزی، فیروزه (۱۳۸۸)، "اثر تغییر ثروت در بازار سهام بر هزینه‌های مصرفی بخش خصوصی (مطالعه موردی: ایران ۱۳۸۶-۱۳۷۰)"، *پژوهشنامه علوم اقتصادی*، صص ۸۲-۶۱.

- Bean, Charles (2003), *Asset prices, financial imbalances and Monetary policy*: are inflation targets.
- Bernanke, B. and Gertler, M. (2001), "Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?", American Economic Review, 91 (May), pp. 253-257.
- Cecchetti, Stephen G. (1999), “Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Copenhagen Business School.
- Darina Todirica (2009), The Effect of House Prices on Private Consumption in Denmark.
- Douglas K. Pearce (1983), Stock Prices and the Economy, Economic Review enough?,” *BIS Working paper*, No. 140.
- Friedman M. (1957), *A Theory of the Consumption Function*, Princeton: Princeton University Press,
- Greenspan, A., (2002), "Economic Volatility", Speech before a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 30.
- Modigliani F. (1986), Life Cycle, Individual Thrift, and the Wealth of Nations, American Economic Review, No. 76, PP. 297-313
- Reinhart, Vincent R., (2002), “Planning to Protect Against Asset Bubbles”, presentation at the at the Federal Reserve Bank of Chicago and World Bank Group Conference”, *Asset Price Bubbles: Implications for Monetary*.
- Rizvi.K, Naqvi.B, Mirza.N (2013), “Asset Prices, Financial Stability and Monetary Policy”, *Journal of Basic and Applied Scientific Research.*

[Downloaded from ejip.ir on 2024-10-12]