



پژوهشنامه‌ی علوم اقتصادی

علمی - پژوهشی

سال نهم، شماره‌ی ۲ (پیاپی ۳۵)، نیمه‌ی دوم ۸۸

اثر تغییر ثروت در بازار سهام بر هزینه‌های مصرفی بخش

خصوصی (مطالعه‌ی موردی: ایران ۱۳۷۰-۱۳۸۶)

فیروزه عزیزی*

تاریخ پذیرش: ۸۷/۱۲/۲۴

تاریخ دریافت: ۸۷/۴/۱

چکیده:

یکی از مهم‌ترین مباحث در اقتصاد بررسی اثر گسترش بازار سهام بر مصرف بخش خصوصی است. در تحقیقات متعددی که در این خصوص در کشورهای توسعه یافته انجام شده است، اثر معنی داری مشاهده شده است. اما درباره‌ی اثر این متغیر در کشورهای در حال توسعه، اجماعی وجود ندارد. نظر به این که در چند سال اخیر بازار سهام ایران با نوسانات بسیار زیادی روبه رو بوده است، بررسی اثر ثروت بازار سهام بر مصرف بخش خصوصی از منظر سیاست‌گذاری برای مقامات اقتصادی حائز اهمیت زیادی است. در این مقاله با استفاده از آمار فصلی دوره‌ی ۱۳۷۰-۱۳۸۶ این اثر مورد آزمون قرار گرفت. نتایج حاکی از یک رابطه‌ی مثبت معنی دار میان ثروت بازار سهام و مصرف بخش خصوصی در ایران است.

واژه‌های کلیدی:

بازار سهام، اثر ثروت، هزینه‌های مصرفی بخش خصوصی

طبقه بندی JEL: E21

* نویسنده مسئول - استادیار دانشگاه تربیت مدرس

۱- مقدمه

یکی از مهم‌ترین مباحث در اقتصاد نظری، چگونگی تأثیر گسترش بازار سرمایه برمخارج مصرفی بخش خصوصی است. برخی نظریه‌های اقتصادی بر این نکته تأکید دارند که رونق بازار سهام ممکن است مخارج مصرفی را افزایش دهد؛ در حالی که کاهش قیمت اسمی سهام ممکن است به کاهش فعالیت‌های اقتصادی و در نتیجه کاهش مخارج مصرفی منجر شود.

شواهد موجود در برخی کشورهای صنعتی، بیان‌کننده‌ی آن است که در مورد اثر ثروت بازار سهام، تردیدی وجود ندارد. اما در خصوص میزان و زمان اثرگذاری، موضوع مورد مناقشه است و اجماع نظری در این خصوص وجود ندارد.

شایان ذکر است درباره‌ی ارتباط میان توسعه‌ی بازار سهام و مخارج مصرفی بخش خصوصی، تحقیقات و مطالعات چندانی در کشورهای در حال توسعه انجام نشده است. فقدان اطلاعات جامع و کوچک بودن اندازه‌ی بازار سهام در این کشورها، از جمله دلایل این امر است.

در سال‌های اخیر، بازار سهام ایران در معرض نوسانات افزایشی و کاهش‌ی قیمت سهام قرار داشته است. سؤال مهم آن است که آیا میان رشد و توسعه‌ی بازار سهام ایران و مخارج مصرفی بخش خصوصی ارتباطی وجود دارد؟ در صورت مثبت بودن پاسخ، ماهیت این ارتباط چگونه است؟ آیا انتظار می‌رود این ارتباط به تناسب گسترش بازار سهام، افزایش یابد؟

با در نظر گرفتن موضوعات فوق، هدف این مقاله آن است که برخی شواهد تجربی، در زمینه‌ی رابطه میان رشد و توسعه‌ی بازار سهام و مخارج مصرفی بخش خصوصی را در ایران مورد بررسی قرار دهد.

این مقاله مرکب از پنج بخش است. پس از مقدمه بخش دوم مقاله به اجمال به ملاحظات نظری و نیز شواهد تجربی اخیر در سایر کشورها اختصاص دارد بخش سوم، شواهد تجربی از بازار سهام ایران و نیز مخارج مصرفی بخش خصوصی را مورد بررسی قرار می‌دهد. پس از آن، تحلیل تجربی در خصوص اثر بازار سهام بر مخارج مصرفی بخش خصوصی ارائه می‌شود. بخش پنجم به جمع‌بندی و نتیجه‌گیری اختصاص دارد.

۲- مبانی نظری و شواهد تجربی

۲-۱- مبانی نظری

متغیر مصرف، عمده ترین، باثبات ترین و در بین سایر متغیرهای تشکیل دهنده ی طرف تقاضای اقتصاد، قابلیت پیش بینی آن بیشترین است. این ویژگی ها موجب آن شده است که تحقیقات اقتصادی درباره ی تابع مصرف، یکی از غنی ترین زمینه های بحث در گستره ی دانش اقتصاد باشد. مبانی اقتصاد خرد نظریه های رفتار مصرف کننده ی جمعی، از اصول اساسی رفتار مصرف کننده ی فردی و ترجیحات او بین درآمد و فراغت، و بین کالاها یا سبدهای کالایی، و تابع مطلوبیت آغاز می شود و از طریق جمعی سازی به سطح کلان، و نظریه ی مصرف پیش نگر و کاربرد نگرش انتظارات عقلایی در آن گسترش می یابد. با توجه به موارد برشمرده، بررسی تأثیر متغیرهای مختلف بر مصرف از اهمیت زیادی برخوردار است. در این زمینه یکی از متغیرهای اثرگذار، بازار سهام است. صاحبان نظریه های اقتصادی، معتقدند که نوسانات قیمت های سهام یا قیمت دارایی ها از طریق اثر ثروت، بر مصرف بخش خصوصی اثرگذار است. برخی تحلیل ها به وجود رابطه ای نزدیک میان قیمت سهام و مصرف بخش خصوصی اشاره می کند (پوتربا، ۱۹۹۹). اگر ثروت فردی به طور دائمی افزایش یابد، فرد می تواند هم خود مخارج بیشتری داشته باشد، یا به فرد یا نهاد دیگری بدهد و یا این که آن را برای وارثان به ارث بگذارد. بنابراین افزایش ثروت، به افزایش مصرف می انجامد. مگر در مواقعی که فرد ترجیح دهد که خود هزینه نکند و وارثان نیز به همین منوال عمل کنند و آن را مصرف نکنند.

قیمت های بالاتر سهام ممکن است مخارج مصرفی و در نتیجه تقاضای کل را افزایش دهد. در حالی که مصرف به ارزش فعلی درآمد تمام زندگی بستگی دارد (مورا^۱، ۲۰۰۱). از آن جا که سهام بیان کننده ی جزء مهمی از کل ثروت است، افزایش در ثروت (بازار سهام)، می تواند به افزایش رشد مخارج مصرفی منجر شود.

افزون بر آن، اثر ثروت از طریق نظریه ی مصرف دوره ی زندگی نیز تأیید می شود. از سوی دیگر قیمت سهام هم چنین به عنوان «شاخص های پیشرو»^۲ عمل می کنند. زیرا

1- Mehra

2- Leading Indicators

آن‌ها مبتنی بر رشد آینده‌ی تولید بوده و از این‌رو به مصرف وابسته هستند (مورک و دیگران^۱، پوتربا و سام ویک^۲، استار- مک کلر^۳، ۲۰۰۲).

سود بازار سهام نیز ممکن است بر مصرف اثر گذار باشد که این امر از طریق مکانیزم‌های انتقال متعددی می‌تواند رخ دهد (لودویگ و اسلوک، ۲۰۰۲). سود سرمایه محقق شده ممکن است تأثیر مستقیمی بر مخارج مصرفی داشته باشد. سود سرمایه‌ی محقق نشده نیز ممکن است از طریق انتظارات کسب درآمد یا ثروت بیشتر و یا کاهش محدودیت نقدینگی، بر مصرف حال و آینده اثر گذار باشد. افزایش قیمت سهام ممکن است مخارج مصرفی را از طریق افزایش ارزش ابزارهای مالی بازار سهام، تحریک کند. اثرات غیرمستقیم هم‌چنین ممکن است از طریق تغییر در قیمت‌های نسبی دارایی‌های مالی و واقعی رخ دهد.

تحلیل‌های دیگر به تئوری درآمد دائمی فریدمن (۱۹۵۷) و نیز تئوری چرخه‌ی زندگی آندومودیلیانی^۴ (۱۹۶۳) بازمی‌گردد. تعبیر ساده از فرضیه‌ی پس‌انداز چرخه‌ی زندگی معتقد است که افزایش در ثروت به مرور به افزایش مصرف منجر می‌شود. شایان ذکر است که رفتار مصرف‌کننده در عمل ممکن است متفاوت باشد. دلیل اول آن‌که، تفسیر ساده مدل، قطعیت و اطمینان را مفروض می‌داند. در حالی که در بسیاری از مواقع، تغییرات در ثروت قطعیت ندارد و دارای نااطمینانی است. مصرف‌کنندگان معمولاً در تفکیک و تشخیص تغییرات موقتی از تغییرات دائمی قیمت‌ها، با چالش مواجهند. دلیل دوم آن‌که، تحقیقات مرتبط با رفتار مصرف‌کنندگان بر تمایل به پس‌انداز احتیاطی برای مواقع اضطراری و نیز پس‌انداز زمان بازنشستگی، دلالت دارد. دلیل سوم آن‌که، محدودیت‌های نقدینگی نیز می‌تواند این روابط را تغییر دهد. برای مثال، اگر سهام به عنوان وثیقه برای استقراض مورد استفاده قرار گیرد، حتی کاهش موقتی در ارزش وثیقه، ممکن است محدودیت نقدینگی را افزایش دهد و افراد، برای هماهنگ شدن با آن شرایط تحت فشار قرار گیرند (بون، جیورنو و ریچاردسون، ۱۹۹۸^۵).

1- Morek et.al

2- Poterba, Samwiel

3- Starr- Mccluer

4- Fridman, Ando Modigliani, 1963

5- Boone, Glono, Richardson, 1998

در این زمینه، سؤال درباره‌ی این موضوع که چگونه ثروت مالی بازار سهام می‌تواند بر فعالیت‌های اقتصادی و تولید اثرگذار باشد نیز از جمله مباحث مهم در اقتصاد است. آیا ثروت بازار سهام می‌تواند بر مکانیزم انتقالی پولی اثرگذار باشد و اگر چنین باشد، آیا این موضوع می‌تواند در اثرگذاری سیاست پولی کاربرد داشته باشد.

میشکین (۱۹۹۵) معتقد است که بر مبنای مکانیزم انتقال نرخ بهره‌ی سنتی کینزی، کاهش در عرضه‌ی پول سبب افزایش بهره می‌شود که آن نیز به نوبه‌ی خود سبب کاهش تقاضای کل و در نتیجه تولید می‌گردد. در ادامه تیلور (۱۹۹۵) معتقد است که تغییر در نرخ بهره هم موجب تغییر در مصرف می‌شود. در این زمینه برنک و گرتلر (۱۹۹۵) و ملترز (۱۹۹۵) به شواهد قوی بر مکانیزم انتقال نرخ بهره دست یافتند. آنان معتقدند گرچه ممکن است مکانیزم میزان بهره چندان قوی نباشد، می‌تواند همواره با مکانیزم‌های انتقال پولی دیگر حرکت کند. یکی از این مکانیزم‌های انتقال، فرضیه‌ی چرخه‌ی زندگی مودیلیانی است. تفسیری که میشکین (۱۹۹۵) از مدل مودیلیانی ارائه می‌کند، این است که کاهش در عرضه‌ی پول، سبب کاهش شاخص قیمت سهام می‌شود و مآلاً موجب کاهش ثروت مالی مصرف‌کننده می‌گردد. از آنجا که ثروت بازار سهام، بخش مهمی از ثروت مالی محسوب می‌شود، تکانه‌ی منفی در بازار سهام سبب می‌شود که منابع مصرف‌کننده کاهش یابد. لذا مصرف‌کننده در طول چرخه‌ی زندگی خود، ناگزیر به کاهش مصرف می‌شود که در نهایت موجب کاهش تولید می‌گردد.

در این میان توجه به پدیده‌ی «حباب قیمتی» در بازار سهام بسیار حائز اهمیت است. اصولاً سرمایه‌گذاران در بازار سهام به وضعیت قیمت‌ها و تحلیل‌های پیش‌بینی نوسانات آتی قیمت، به رغم این‌که تنها بخشی از بازده سهام را تشکیل می‌دهند، توجه زیادی دارند؛ زیرا معمولاً تحلیل قیمت‌ها برای همگان با سهولت بیشتری انجام می‌پذیرد.

در این زمینه، در برخی مواقع رفتاری رخ می‌دهد که به هیچ وجه مبتنی بر مبانی اساسی حاکم بر بازار نیست، در این حالت حرکت «دسته جمعی» سرمایه‌گذاران برای خرید یا فروش سهام در بورس می‌تواند قیمت سهام را بدون هیچ گونه توجیه اقتصادی متأثر سازد که به این پدیده اصطلاحاً «حباب قیمتی» گفته می‌شود. ممکن است این

باور در سرمایه گذاران به شکلی دیگر روی دهد که سبب کاهش ناگهانی قیمت سهام می شود. لذا در شرایطی که سرمایه گذاران در بازار سهام، تصمیمات خود را برای خرید و فروش سهام به جای بازده آن بر مبنای وضعیت قیمت ها در آینده ی نزدیک پی ریزی می کنند، دیگر مدل های علمی ارزشگذاری دارایی های مالی نظیر مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای از تحلیل رفتارشناسی عاملان بازار بورس عاجز می ماند. در شرایط حباب، ارزش گذاری سهام شرکت ها بر مبنای عملکرد واقعی آن ها انجام نمی شود و قیمت ها دیگر به عنوان یک نماگر عملکرد آن ها را نشان نمی دهد و راهنمای صادقی برای تخصیص سرمایه ها و هدایت آن ها برای حضور در جایی که بیشترین کارایی را دارند، نیستند. نکته ی قابل توجه آن است که اصولاً در تاریخ بازارهای مالی، بازارهای سهام همواره با نوسانات سوداگرانه مواجه بوده اند که این امر بر رفتار مصرف کنندگان مؤثر بوده است.

۲-۲- مبانی تجربی

به رغم وجود دلایل قوی نظری برای اثر ثروت، بدیهی است زمان و میزان اثر، بستگی به رفتار افراد دارد که پیش بینی آن نیز مشکل است. تحلیل های تجربی در خصوص کشورهای صنعتی، ارتباط میان مصرف بخش خصوصی و دارایی های بازار سهام را پیش بینی و تأیید می کند. اما شواهد تجربی در باره ی سایر کشورها تا حدودی متفاوت است. این نتایج تا حدی تفاوت های موجود میان کشورها را در رابطه با اهمیت نسبی بازار سهام، ترکیب ثروت، ساختارهای انگیزشی مالیات و به طور کلی رفتار مصرف کننده بیان می کند.

برخی مطالعات درباره ی امریکا نشان می دهد که یک دلار افزایش در ثروت بازار سهام، به افزایش مخارج مصرفی به میزان ۴ تا ۷ سنت می انجامد (دیویس و پالومبا، ۲۰۰۱؛ کیلی، ۲۰۰۰؛ استار-مک کلر، ۱۹۹۸؛ زندی، ۱۹۹۹؛ گیل و سابل هاس، ۱۹۹۹ و

پارکر، ۱۹۹۹^۱. اثر اصلی، کوتاه مدت است و ظرف ۱ تا ۳ سال از بین می‌رود (استار - مک کلر، ۱۹۹۸).

برآوردها همچنین به انتخاب دوره‌ی مورد مشاهده حساس است و ارتباط میان ثروت بازار سهام و مصرف بخش خصوصی تا حدودی بی‌ثبات است (لودویگسون و اشتایندل ۱۹۹۹).

درباره‌ی ارتباط میان توسعه‌ی بازار سهام و مصرف بخش خصوصی تحقیقات متعدد دیگری در خصوص کشورهای پیشرفته انجام شده است که می‌توان از آن میان به تحقیقات کیس، گوپیک لی و شیلر^۲، ۲۰۰۱، لودویگسون و اشتاندل^۳، ۱۹۹۸، پاتربا^۴، ۲۰۰۰، شیروانی و ویلبرایت^۵، ۲۰۰۰، اشاره کرد. همچنین می‌توان به مطالعات کریستوفرسون و اسلوک، ۲۰۰۰ و مارو ۲۰۰۲ که در باره‌ی رابطه میان محتوای اطلاعات قیمت دارایی‌ها با توسعه‌ی اقتصادی است اشاره کرد.

نتایج مطالعات انجام شده در خصوص دیگر کشورهای پیشرفته، تا حدودی مبهم است. اثر ثروت در ژاپن و برخی کشورهای اروپایی تا حدودی ضعیف‌تر است، که این موضوع بیان‌کننده‌ی کوچک بودن اندازه‌ی بازار سهام نسبت به GDP است (بون، جیانونو و ریچاردسون ۱۹۹۸).

بعضی شواهد دیگری مبنی بر تفاوت اثر ثروت بر حسب نوع سرمایه‌گذاری‌های بازار سهام، وجود دارد. ادیسون و اسلوک (۲۰۰۱) برای کشورهای عضو OECD، تفاوت‌های بالقوه‌ای میان اثر تغییرات در ارزش سهام جدید و قدیمی مشاهده کردند و در مورد آمریکا دریافتند که اثر ثروت ناشی از تغییر در ارزیابی سهام صنایع قدیمی اقتصاد، بیشتر از اثر ارزیابی سهام جدید مانند (TMT) مخابرات، رسانه‌ها و فناوری اطلاعات است. این ویژگی قابل تعمیم به سایر کشورها نیست.

-
- 1- Davis and Palumbo ,2001 ,Kiley ,2000, Starr-Maccluer ,1998, Zandi, 1999, Gale and Sabelhaus ,1999, Parker ,1999
 - 2- Case, Quigley, Shiller ,2001
 - 3- Luduigson and Steinder,1998
 - 4- Poterba ,2000
 - 5- Shirvani and Wilbratte ,2000

سایر کارهای مطالعاتی بر اثر منفی ثروت ناشی از افزایش تورم و نیز کاهش پس انداز خصوصی تأکید می کند (شیروانی و ویل برایت^۱، ۲۰۰۲).

هال^۲ (۱۹۷۸) نشان می دهد که قیمت سهام بر پس انداز خصوصی به طور مؤثر اثرگذار است؛ گرچه پوتربا و سام ویک (۱۹۹۵) معتقدند که اثر ثروت رابطه ی اساسی و مهمی را میان بازار سهام و مصرف برقرار می کند، با استفاده از آمار آمریکا، به شواهد تجربی ضعیفی دست می یابند (هم چنین پارکر^۳، ۱۹۹۱، پوتربا، ۲۰۰۲، استار- مک کلر، ۲۰۰۲). بون و دیگران^۴ (۱۹۹۸) شواهدی مبنی بر این که ثروت بازار سهام بر مصرف در کانادا، آلمان، ژاپن، هند و انگلیس اثرگذار است، ارائه می کنند.

از سوی دیگر تعدادی از محققان در پی یافتن پاسخ به این سؤال هستند که آیا مصرف به شوکها به صورت نامتقارن واکنش نشان می دهد؟ پاترسون^۵ دریافت که مصرف ابتدا به صورت نامتقارن به شوکها واکنش نشان می دهد. علت این امر، نیز بازارهای سرمایه ی ناقص (یعنی محدودیت های نقدینگی) است. کواوچانگ^۶ (۲۰۰۲) نشان دادند که چرخه های تجاری، الگوهای مصرف نامتقارنی را ایجاد می کند و بر این اساس نتیجه می گیرند که محدودیت های نقدینگی مصرف کنندگان، ارتباط نزدیکی با تغییرات چرخه های تجاری دارد. شی^۷ (۱۹۹۵) هم چنین نشان داد که مصرف، رفتار نامتقارنی را نشان می دهد که بیان کننده ی ضررگریزی است. افراد بیشتر از کاهش مصرف، رنج می برند (یعنی نزولی بودن مطلوبیت نهایی ثروت).

ماکی و دینان (۲۰۰۱)، معتقدند که تغییر در ثروت مستقیماً می تواند از طریق افزایش بودجه ی خانوار مصرف را افزایش دهد. از طریق غیرمستقیم نیز ممکن است مصرف تحت تأثیر قرار گیرد و آن به دلیل پیش بینی تغییر در درآمد و تأثیر آن بر مصرف در آینده است.

-
- 1- Shirvani & Wilbratte
 - 2- Hall
 - 3- Parker
 - 4- Boon et al
 - 5- Patterson
 - 6- Kuo and chung
 - 7- Shea

اثر مستقیم ثروت به طور نسبتاً سریعی بر رشد مصرف اثر می گذارد. در حالی که اثر غیرمستقیم ثروت، بر رشد مصرف چندان زیاد نیست.

در این زمینه، نظر اقتصاددانان، متفاوت است؛ برخی معتقدند که تأثیر افزایش ثروت بر مصرف با وقفه روبه‌روست. برخی محققین مانند مانکیو و زلدز (۱۹۹۱)، آتاناسیو، بانکز و تانر (۱۹۹۸)، ویزینگ-جورگنسون (۱۹۹۹) و براو، کنستانتین و گیزی (۱۹۹۹)، به این یافته رسیدند که مخارج سهامداران با بازده بازار سهام ارتباط بیشتری دارد تا کسانی که فاقد سهام هستند. پوتربا و سام ویک (۱۹۹۵)، شواهدی دال بر رابطه‌ی مستقیم مصرف و ثروت به دست آوردند. پارکر (۱۹۹۹a) و جاستر، لپتون، اسمیت و استافورد (۱۹۹۹) دریافتند که مخارج مصرفی در سطح خانوارها از حساسیت بیشتری نسبت به ثروت برخوردار هستند. استار مک کلر (۲۰۰۰) نشان داد که تغییر مصرف با توجه به تغییر در ثروت بطیء و کند و ناچیز است. اوتو (۱۹۹۹) نیز دریافت که همبستگی میان قیمت سهام و مخارج مصرفی با مالکیت سهام تغییر چندانی پیدا نمی‌کند. در مجموع نمی‌توان اعتقاد اشلايفر (۱۹۹۵) مبنی بر این‌که «در کوتاه مدت بازار سهام متغیر حاشیه‌ای برای تأثیر بر مصرف است» را رد کرد.

کاکسول اشنايدر، نحوه‌ی تأثیر شوک بازار سهام و سیاست پولی را بر مصرف مورد آزمون قرار داده است. این امر با توجه به مباحثی که در خصوص «اثر ثروت» مطرح می‌شود حائز اهمیت است. در این تحقیق وی از مدل ECM^۱ استفاده کرد تا توان پیش بینی عرضه‌ی پول، نرخ بهره و اثر ثروت بازار سهام و GDP را بر مصرف مورد آزمون قرار دهد. نتایج نشان داد که مصرف به تغییرات سیاست پولی و بازار سهام واکنش نشان می‌دهد. در حالی که تولید به تغییرات مصرف پاسخ می‌دهد.

تحقیقات دیگری را بکر (۱۹۹۷)، خان (۱۹۹۹) و پوتربا (۲۰۰۰) درباره‌ی تأثیر اثر قیمت سهام بر مصرف با استفاده از اطلاعات سری زمانی و با به کارگیری مدل (VARs)^۲ انجام داده‌اند. این تحقیقات ناظر بر این است که حتی اگر اثر ثروت نسبتاً کم باشد، می‌تواند بر مصرف اثرگذار باشد. همان‌گونه که پوتربا (۲۰۰۰) می‌گوید، این

1- Error Correction Model

2-Vector autoregressive

امکان وجود دارد که تغییر در بازار سهام به طور مستقیم و غیرمستقیم بر اعتماد مصرف کننده نسبت به شرایط اقتصادی اثرگذار باشد.

پوتربا (۲۰۰۰) معتقد است اگر وقفه میان افزایش در هر یک از متغیرهای مستقل سالها به درازا بکشد، آنگاه تأثیر آنها بر چرخه ی زندگی محدود خواهد بود. اما اگر تأثیر سریع باشد، آنگاه افزایش در عرضه ی پول، درآمد و یا ثروت بازار سهام ممکن است تأثیر قابل توجهی بر متغیر واقعی، مصرف داشته باشد. همان گونه که مشاهده می شود تکانه ی عرضه ی پول و بازار سهام بر مصرف اثرگذار است. در حالی که نتایج بکر (۱۹۹۷) حاکی از اثرگذاری کم متغیرهای مذکور بر مصرف است.

شواهد دیگر حاکی است که شوک های مصرف نقش بیشتری در نوسانات چرخه ی زندگی در کل اقتصاد دارند.

با فرض وجود بازار کوچک سهام در کشورهای در حال رشد، انتظار می رود اثر ثروت در این کشورها نسبت به کشورهای صنعتی کوچک تر باشد. به این معنا که درصد تغییر در ارزش سهام، مطمئناً اثر کمتری بر مخارج مصرفی خواهد داشت. اثرگذاری سایر عوامل نیز تا حدودی مبهم است که از آن جمله می توان به ویژگی ها و خصوصیات سهامداران، تمرکز مالکیت بازار سهام، افق های زمانی برنامه ریزی و ریسک پذیری آنها اشاره کرد.

درباره ی تأثیر بازار سهام بر مصرف در ایران تحقیقاتی انجام نشده است. اما تأثیر برخی متغیرها بر آن مورد بررسی قرار گرفته است که از آن میان می توان به مطالعات زیر اشاره کرد.

مفتوح (۱۳۸۳)، به این نتیجه رسید که کالاهای مصرفی با دوام و بی دوام عکس العمل های متفاوتی را در قبال اعمال سیاست مالی از خود بروز می دهند. احمدزاده، تأثیر ساخت سنی جمعیت ایران را بر هزینه های مصرف سرانه ی بخش خصوصی مورد آزمون قرار می دهد. نظر به آن که اثرگذاری گروه های سنی بر هزینه های مصرفی بخش خصوصی متفاوت است، تأثیر گروه های سنی مختلف بر مخارج مصرفی در ایران را نشان می دهد. وی به این یافته دست می یابد که اعمال سیاست تحدید جمعیت از سال ۱۳۶۸ به بعد، باعث کند شدن روند رشد هزینه های مصرفی شده است.

حسینی، که تأثیر مخارج دولت بر مصرف و سرمایه گذاری بخش خصوصی در ایران را در دوره‌ی زمانی ۱۳۴۷ - ۱۳۷۶ مورد بررسی قرار داده، معتقد است که در تابع مخارج خانوادگی شهری، کشش مصرف نسبت به مخارج جاری و عمرانی دولت در بلند مدت و کوتاه مدت به ترتیب بیان کننده‌ی اثر جایگزینی و اثر مکملی است. بازمحمدی (۱۳۷۴)، در تحقیق خود به این نتیجه می‌رسد که فرضیه‌ی درآمد مطلق یا تابع مصرف کنیزی ساده برای تشریح رفتار مصرف کنندگان در اقتصاد ایران مناسب است. او همچنین نشان می‌دهد که در دوره‌ی ۱۳۳۸ - ۱۳۷۱، بین متغیرهای سرانه‌ی مصرف و درآمد قابل تصرف بخش خصوصی، یک ارتباط تعادلی و بلند مدت وجود دارد.

متأسفانه، برای بسیاری از کشورهای در حال رشد، اطلاعات سری زمانی برای متغیرهای ساختاری وجود ندارد. از این رو بررسی تأثیر ثروت بر مخارج مصرفی، عمدتاً از دیدگاه کلان انجام می‌شود. زیرا اطلاعات درباره‌ی ثروت و بدهی‌های افراد کمتر یافت می‌شود و یا دسترسی به آن مشکل تر است. تحقیق حاضر که به مطالعه‌ی تأثیر بازار سهام بر مخارج مصرفی بخش خصوصی در ایران می‌پردازد، می‌تواند از جمله نخستین کوشش‌های به عمل آمده در این خصوص قلمداد شود. این مقاله اثر ارزش بازار سهام بر مخارج مصرفی را در ایران مورد بررسی قرار می‌دهد.

۳- بازار سهام و مخارج مصرفی بخش خصوصی

برخی نتایج تجربی بر گرفته از مطالعات تجربی رابطه‌ی نزدیکی بین رشد واقعی مخارج مصرفی و افزایش ارزش بازار سهام را نشان می‌دهد. در حالی که برخی دیگر از مطالعات نتایج دیگری را ارائه می‌کند. به طور کلی نوسانات مثبت یا منفی بازار سهام ممکن است تأثیرات متفاوتی بر مصرف داشته باشد که این امر بر عدم تقارن دلالت دارد. صاحبان برخی از دیدگاه‌ها معتقدند که عکس‌العمل مصرف‌کنندگان به کاهش قیمت سهام، بیشتر از عکس‌العمل آن‌ها به افزایش قیمت سهام است (شیروانی و ویلبرایت، ۲۰۰۰).

دلیل اول آن است که مالیات بر سود سهام می تواند به عدم تقارن منجر شود. این امر بدین معناست که در بسیاری از اقتصادها، در آمد حاصل از فروش سود آور سهام، مشمول مالیات می شود. در حالی که زیان های حاصل شده از بازار سهام به علت کاهش قیمت سهام و ...، پیامدهای مستقیمی بر مالیات ندارد.

دلیل دوم آن است که عدم تقارن مذکور، ممکن است از محدودیت نقدینگی رخ داده باشد. در دوره ی رکود، محدودیت نقدینگی سبب می شود که استقراض مصرف کنندگان به منظور افزایش مخارج مصرفی، با دشواری مواجه شود. زمانی که قیمت های سهام کاهش می یابد، در مقایسه با زمانی که قیمت های سهام افزایش می یابد، هزینه های مصرفی به شدت کاهش می یابد. زیرا برای مصرف کنندگان، قرض دادن راحت تر از قرض گرفتن است.

سومین دلیل آن است که عدم تقارن ممکن است با ملاحظات مربوط به مطلوبیت، ارتباط داشته باشد. با مطلوبیت نهایی نزولی ثروت، مصرف کنندگان یک واحد افزایش در ثروتشان را بیشتر از یک واحد کاهش در ثروتشان، ارزش گذاری می کنند. بنابراین مصرف کنندگان به کاهش در ثروت خود، بیش از افزایش آن، واکنش نشان می دهند. با این وجود در این خصوص، شواهد تجربی موجود چندان قانع کننده نیست. بون اجیارنو و ریچاردسون (۱۹۹۸) در تحقیقات خود برای کشورهای G7 با عدم تقارن معنی دار مهمی مواجه نشدند. پورتا (۲۰۰۰) نیز معتقد است که عکس العمل نامتقارن مهمی مشاهده نمی شود.

با وجود این، شیروانی و ویلبرایت (۲۰۰۰) معتقدند که اثرات ثروت کوتاه مدت مثبت و منفی، مساوی نیستند. آنان با بکارگیری مدلی که مصرف را به درآمد، نقدینگی و قیمت سهام ارتباط می دهد و با استفاده از داده های کشورهای آلمان، ژاپن و امریکا، دریافتند که مصرف به کاهش قیمت سهام نسبت به افزایش آن، با شدت بیشتری پاسخ می گوید.

اما در سقوط بازار سهام سال ۱۹۸۷، عکس العمل مصرف، نسبت به آنچه پیش بینی می شد، کمتر بود. در این مورد، سیاست های پولی به سرعت نسبت به اثرات ثروت عکس العمل نشان داده و نرخ بهره را کاهش داده بود و از این رو اثرات منفی بالقوه ی ثروت خنثی گردید. در این زمینه زیان های ثروت بازار سهام می تواند با افزایش سایر

اجزای ثروت مانند املاک و مستغلات جبران شود. افزون بر آن، تجربه نشان داده است که زمان‌هایی که ارزش بازار سهام کاهش می‌یابد، عموماً کوتاه‌مدت هستند؛ در حالی که افزایش قیمت سهام معمولاً مدت طولانی تری طول می‌کشد. بنابراین تا زمانی که خانواده‌ها با محدودیت نقدینگی مواجه نشوند، عکس‌العمل و واکنش نسبت به کاهش قیمت سهام را به تعویق می‌افکنند.

۳-۱- بازار سهام ایران

در این مقاله، تحلیل تجربی بر بازار سهام ایران متمرکز است که پس از انقلاب، دوره‌ی پرفراز و نشیبی داشته است. به گونه‌ای که می‌توان تحولات آن را به دوره‌های زیرتفکیک کرد.

دوره‌ی اول (سال‌های ۱۳۴۶ تا ۱۳۵۷) ، دوره‌ی دوم (سال‌های ۱۳۵۷ تا ۱۳۶۷) ، دوره‌ی سوم (سال‌های ۱۳۶۸ تا کنون) . جدول شماره‌ی یک به شکل آماری روند حرکتی بازار سهام ایران را در دوره‌ی مذکور نشان می‌دهد.

جدول شماره‌ی یک - رشد تعداد سهام، ارزش سهام داد و ستد شده و ارزش جاری

طی برنامه‌های اول تا چهارم توسعه (درصد)

شاخص بورس	ارزش جاری سهام	ارزش سهام داد و ستد شده	تعداد سهام معامله شده	سال	
-	-	-	-	۱۳۶۷	برنامه‌ی اول
-	-	۱۲/۱	۱۲۲/۲	۱۳۶۸	
-	-	۴۸۲/۹	۲۳۲/۵	۱۳۶۹	
-	-	۶۳۹/۳	۳۷۰/۷	۱۳۷۰	
-۷/۸	-۱۰/۲	-۲۶/۴	-۲۰/۴	۱۳۷۱	
-۷/۳	۳۱/۰	۴۶/۵	۹۵/۴	۱۳۷۲	
۷۲/۱	۱۳۰/۵	۵۳/۸	۵۳/۳	۱۳۷۳	
۱۲۳/۱	۲۲۱/۷	۱۳۷/۰	۱۸۹/۶	۱۳۷۴	برنامه‌ی دوم
۲۵/۰	۴۵/۴	۱۳۳/۰	۸۵/۶	۱۳۷۵	
-۱۴/۶	-۱۲/۹	-۵۴/۰	-۳۰/۶	۱۳۷۶	
۱۵/۶	-۲/۰	۵۴/۵	۱۱۶/۲	۱۳۷۷	
۷۰/۸	۶۴/۵	۶۸/۲	-۱/۷	۱۳۷۸	

۵۹/۹	۴۲/۸	۷۵/۰	۴۲/۳	۱۳۷۹	برنامه ی سوم
۴۳/۷	۳۰/۷	-۱۴/۷	۱/۴	۱۳۸۰	
۵۱/۲	۴۴/۲	۱۹۰/۸	۱۴۳/۰	۱۳۸۱	
۰/۳	۱۶۳/۰	۱۹۳/۶	۹۰/۱	۱۳۸۲	
۶/۴	۲۵/۱	۵۵/۱	۷۹/۹	۱۳۸۳	
-۲۱/۹	-۱۶/۰	-۴۵/۵	۲/۳	۱۳۸۴	
۳/۸	۲۱/۳	-۱/۶	۸/۸	۱۳۸۵	
۲/۶۵	۱۷/۰۹	۳۰/۸	۴۷/۴	۱۳۸۶	

مأخذ: محاسبات تحقیق

همان گونه که مشاهده می شود ارزش جاری بازار سهام و نیز شاخص کل قیمت بورس اوراق بهادار کشور، طی دوره ی مورد بررسی که در واقع دوران فعالیت بی وقفه ی بورس اوراق بهادار تهران پس از انقلاب است ، نوسانات و تغییرات عمده ای داشته است. بررسی اثر نوسانات فوق بر مخارج مصرفی بخش خصوصی از جمله اهداف این مقاله است.

۳-۲- مخارج مصرفی بخش خصوصی

هر فرد در هر سن و شرایط اجتماعی یک مصرف کننده است، پس می توان گفت که مصرف از مهم ترین مؤلفه های اقتصادی است . عوامل مختلفی بر میزان و نوع مصرف تأثیر گذارند: درآمد ، سلیقه ، دسترسی خانوار ، نسبت و... همگی عواملی هستند که تنوع و میزان مصرف را تحت الشعاع قرار می دهند و الگوی مختلفی از مصرف را ارائه می کنند .

در تحقیقات اقتصاد کلان ، مصرف به عنوان عمده ترین و با ثبات ترین جزء تولید ناخالص ملی در اکثر اقتصادها مطرح می شود. مصرف بر مبنای نظری تابعی از درآمد قابل تصرف است . سیر تکاملی تابع مصرف با نظریه ی مهم کینز (۱۹۳۶) آغاز شد که در این نظریه بحث معروف «تقاضای مؤثر» خود را مطرح کرد. پس از کینز ، جیمز دوزنبری (۱۹۴۴) با ارائه ی نظریه « درآمد نسبی » تابع مصرف را کامل تر کرد. در سال ۱۹۵۷ میلیون فریدمن نظریه ی «درآمد دائمی» را مطرح کرد که براساس این نظریه ، مصرف کنندگان مخارج مصرفی خود را براساس درآمد دائمی خود تنظیم می کنند. آندو و مودیگیلیانی نظریه ی «دوران زندگی» را برای تحلیل رفتار مصرفی افراد مطرح کردند. در نهایت باید گفت این دو با در نظر گرفتن عامل ثروت به عنوان

متغیر توضیحی در تابع مصرف توانستند نقش مهمی در تحلیل های اقتصاد کلان ایفا، و اهمیت آن را تبیین کنند.

در این ارتباط، مخارج مصرفی بخش خصوصی از جمله اجزای مهم هزینه های ملی است که در عین حال که مقدار پس انداز را تعیین می کند، در رونق و رکود فعالیت های اقتصادی نیز مؤثر است.

بررسی روند عملکرد کل مخارج مصرفی بخش خصوصی کشور در طی سال های برنامه ای اول، دوم، سوم و سال های اول و دوم برنامه ای چهارم توسعه (۱۳۸۶ تا ۱۳۷۰) می بین آن است که این روند صعودی بوده و از ۱۲۳۳۲۷ میلیارد ریال در سال ۱۳۷۰ به قیمت های ثابت ۱۳۷۶، به ۲۷۳۰۶۰ میلیارد ریال در سال ۱۳۸۶ افزایش یافته است. بدین ترتیب، میانگین رشد سالانه ای هزینه های کل مصرفی بخش خصوصی در طول سال های مورد بررسی بیش از ۶ درصد بوده است. البته در برخی از سال ها نرخ رشد به مراتب بیشتر بوده است.

از سوی دیگر، مقایسه ای هزینه های مصرفی خصوصی و دولتی نشان می دهد که این هزینه ها در دوره ای ۱۳۷۰ تا ۱۳۸۶ دارای روندی صعودی بوده است؛ به طوری که متوسط رشد سالانه ای آن ها در طول دوره ای مورد بررسی همواره مثبت بوده است. در این میان، سهم هزینه های مصرفی خصوصی به عنوان جزیی از هزینه های کل مصرفی، بیش از نیمی از کل هزینه ها را پوشش می دهد. بر این اساس مشاهده می شود که هزینه های مصرفی بخش خصوصی از اقلام مهم هزینه های ملی طی دوره ای مورد بررسی است.

۴- تحلیل تجربی

در این مقاله از آمار فصلی هزینه های مصرفی بخش خصوصی به قیمت ثابت سال ۱۳۷۶ (C)، تولید ناخالص داخلی به قیمت ثابت سال ۱۳۷۶، نقدینگی (LQ)، نرخ ارز آزاد (E) و ارزش جاری بازار سهام (S) در دوره ای زمانی ۱۳۷۰-۱۳۸۶، برای آزمون تجربی استفاده می شود. از آمار ارزش جاری بازار سهام بدین دلیل استفاده می شود که این متغیر تقریب مناسبی برای ثروت بازار سهام و در نتیجه معیار بهتری برای اندازه گیری ثروت خانوار است. شایان ذکر است، استفاده از لگاریتم متغیرها بیان

کننده ی آن است که برآوردها، کشش مخارج مصرفی را نسبت به درآمد ملی ، نقدینگی ، نرخ ارز آزاد و ارزش بازار سهام نشان می دهد. اطلاعات و داده های آماری برای این تحقیق از سالنامه ی آماری بورس اوراق بهادار تهران، نماگرهای اقتصادی و حساب های ملی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران استخراج شده است. داده ها به صورت فصلی مورد استفاده قرار گرفته است. شایان ذکر است که ارزش جاری بازار سهام، ارزش کل سهام پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

۴-۱- تعیین مرتبه ی جمع بسته بودن متغیرها

به منظور بررسی پایایی سری های زمانی ، در این مقاله از آزمون دیکی فولر تعمیم یافته استفاده شده که نتایج آن در جدول شماره ی دو به طور خلاصه ارائه شده است .

جدول شماره ی دو - نتایج مربوط به آزمون ریشه ی واحد دیکی فولر

تعمیم یافته (ADF)

متغیر	مقدار بحرانی	آماره ی دیکی فولر تعمیم یافته	وقفه ی بهینه	درجه ی همگرایی
<i>LGDP</i>	-۲/۹۱	-۵/۳۹	وقفه ی ۳ و بدون روند	I(1)
<i>LS</i>	-۲/۹۱	-۲/۹۵	وقفه ی ۱۱ و بدون روند	I(1)
<i>LC_c</i>	-۳/۴۹	-۶/۸۵	وقفه ی ۶ و با روند	I(1)
<i>LQ</i>	-۲/۹۱	-۱۲/۶۱	وقفه ی ۲ و بدون روند	I(2)
<i>LE</i>	-۲/۹۱	-۷/۸۵	در سطح و بدون روند	I(1)

نتایج آزمون ADF بر حسب ضابطه (AIC) ^۱ نشان می دهد که سری های مورد بررسی تولید ناخالص داخلی، شاخص سهام، مصرف خصوصی و نرخ ارز آزاد ساکن و درجه ی انباشتگی آن ها یک I(1) می باشد . نقدینگی از درجه ی انباشتگی I(2) است. بنابراین چون متغیرهای مورد مطالعه از درجه ی انباشتگی متفاوتی هستند، برآوردهای حاصل از رگرسیون نتایج کاذبی را به ما ارائه می دهند. بدین منظور باید آزمون هم جمعی و هم گرایی در مورد متغیرهای مورد نظر انجام داد تا بعد بتوان از روش OLS و آمارهای F و t برای تحلیل استفاده کرد .
- آزمون همگرایی

به منظور بررسی وجود همگرایی میان متغیرهای مورد مطالعه به صورت زیر عمل شده است:

$$LC = c + \alpha_1 LGDP + \alpha_2 LLQ + \alpha_3 LE + \alpha_4 LS + u$$

۱. ابتدا معادله ی فوق بر اساس روش *OLS* برآورد شده و باقیمانده ها به دست آمده است .

۲. سپس با آزمون *ADF* مانایی باقیمانده ها مورد آزمون قرار گرفته است. اگر باقیمانده ها مانا باشند وجود یک رابطه ی تعادلی میان متغیرها اثبات می شود و بنابراین رگرسیون کاذب نمی باشد.

نتایج آزمون *ADF* بر روی باقیمانده ها نشان می دهد که یک ارتباط بلند مدت میان متغیرهای مدل وجود دارد که نتایج در پیوست آمده است(به دلیل مانایی باقیمانده ها در سطح).

علاوه بر این با استفاده از مدل *VECM* بردارهای همگرایی میان متغیرهای مدل آزمون شده است و نتایج آن به شرح جدول شماره ی سه می باشد. با توجه به نتایج حاصله وجود دو بردار هم جمعی در مدل مورد نظر پذیرفته می شود، زیرا کمیت آماره ی آزمون اثر یعنی $37/09$ از مقدار بحرانی آن در سطح 95 درصد کمتر است. بر اساس حداکثر مقدار ویژه نیز وجود دو بردار همگرایی تعادلی در میان متغیرهای مورد مطالعه تأیید می باشد. (تعداد وقفه ی بهینه چهار در نظر گرفته شده است).

جدول شماره ی سه - نتایج آزمون حداکثر مقادیر ویژه و اثر

آزمون حداکثر مقادیر ویژه			
۹۵٪ بحرانی	آماره	H_1	H_0
۲۹/۹۵	۳۲/۱۷	$r = 1$	$r = 0$
۲۳/۹۲	۱۶/۲۱	$r = 2$	$r \leq 1$
۱۷/۶۸	۱۳/۳۸	$r = 3$	$r \leq 2$
۱۱/۰۳	۷/۴۹	$r = 4$	$r \leq 3$
آزمون اثر (Trace)			
۵۹/۳۳	۶۹/۲۶	$r \geq 1$	$r = 0$
۳۹/۸۱	۳۷/۰۹	$r \geq 2$	$r \leq 1$
۲۴/۰۵	۲۰/۸۸	$r \geq 3$	$r \leq 2$

۱۲/۳۶	۷/۴۹	$r \geq 5$	$r \leq 4$
۴/۱۶	۰/۰۰۱	$r \geq 6$	$r \leq 5$

Ω رد فرضیه H_0 .

مأخذ: یافته های تحقیق.

بررسی رابطه میان متغیرهای مدل

مدل تصریح شده

$$LC = c + \alpha_1 LGDP + \alpha_2 LLQ + \alpha_3 LE + \alpha_4 LS + u$$

مدل برازش شده

$$LC = 7.3 + 0.15LGDP + 0.02LS + 0.25LQ - 0.21LE + MA(1)$$

$$t \rightarrow (12.1) \quad (2.6) \quad (1.6) \quad (10.6) \quad (-7.2) \quad (2.3)$$

$$R^2 = 0.97 \quad F = 378 \quad DW = 2$$

الگوهای تصحیح خطا (ECM) به دلیل این که نوسانات کوتاه مدت متغیرها را به مقادیر تعادلی بلند مدت ارتباط می دهند از کاربرد زیادی برخوردار هستند. با وجود هم جمعی میان متغیرهای مورد مطالعه و وجود دو رابطه ی همگرایی میان آنها می توان از این مدل استفاده کرد. نتایج این الگو به شرح زیر است:

$$\Delta C = 3.1 \Delta const + (-3.2) \Delta C_1 - 0.37 \Delta C_2 - 0.48 \Delta C_3 + 0.02 \Delta LS + 0.13 \Delta LGDP + 0.1 \Delta LLQ - 0.96 \Delta LE - 0.50 \Delta C_{t-1}$$

$$t \rightarrow (2.1) \quad (-1.9) \quad (-2.4) \quad (-4.6) \quad (1.5) \quad (2.1) \quad (2.3) \quad (-2.7) \quad (-3.2)$$

$$R^2 = 0.76 \quad F = 212 \quad DW = 19$$

چنان که مشاهده می شود در جدول فوق، همه ی ضرایب مدل از نظر آماری در سطح ۹۵ درصد معنی دار هستند (آماره ی t) به جز ارزش جاری بازار که در سطح ۹۰ درصد معنی دار است. به عبارت دیگر در مدل، متغیرها در کوتاه مدت بر مصرف خصوصی تأثیرگذار می باشند. ضریب جمله ی تصحیح خطا (ECM) برابر با -0.50 برآورد شده و از نظر آماری معنادار و علامت آن مورد انتظار (منفی) است. این ضریب، سرعت تعدیل

نامیده می‌شود که نشان می‌دهد در هر سال ۵۰٪ از عدم تعادل یک دوره در مصرف خصوصی در دوره‌ی بعد تعدیل می‌شود. لذا می‌توان گفت که سرعت تعدیل در مدل فوق بالاست و می‌توان به اثرگذاری سیاست‌ها در کوتاه مدت امیدوار بود.

۵- نتیجه گیری

این مقاله موضوع اثر گذاری تغییر در ارزش بازار سهام کشور بر مخارج مصرفی بخش خصوصی را مورد آزمون و بررسی قرار می‌دهد. برای انجام این آزمون از داده‌های فصلی دوره‌ی ۱۳۷۰-۱۳۸۶ استفاده شد. شواهد حاکی از آن است که رابطه‌ی آماری معنی‌داری میان گسترش بازار سهام (ارزش جاری بازار سهام)، نقدینگی و تولید ناخالص داخلی با مخارج مصرفی بخش خصوصی در ایران مشاهده می‌شود. به بیان دیگر مخارج مصرفی بخش خصوصی نسبت به نوسانات ارزش جاری بازار سهام واکنش نشان می‌دهد و نسبت به آن حساس است.

این یافته مؤید نتایج سایر محققین در خصوص اثر گذاری بازار سهام بر مخارج مصرفی بخش خصوصی است. به بیان دیگر در ایران نیز اثر ثروت بر هزینه های مصرفی بخش خصوصی قابل مشاهده است و همان‌گونه که انتظار می‌رود اثر مثبت دارد.

از سوی دیگر موفقیت هر سیاست پولی و نیز سیاست‌هایی که دولت اجرا می‌کند به درک چگونگی اثرگذاری تکانه‌های سیاست پولی و بازار سهام بر اقتصاد بستگی دارد. نتایج تجربی نشان داد که مصرف به شوک‌های سیاست‌های پولی و نیز شوک بازار سهام واکنش نشان می‌دهد که بیان‌کننده‌ی آن است که تغییر در رفتار مصرفی ممکن است در پاسخ به تغییرات هر یک از دو متغیر مذکور، یعنی عرضه‌ی پول و بازار سهام، باشد.

با عنایت به اهمیت، نقش و جایگاه هزینه‌های بخش خصوصی در تولید ناخالص ملی از یک‌سو و اثرپذیری این متغیر مهم از گسترش بازار سهام و نقدینگی از سوی دیگر، به نظر می‌رسد سیاست‌گذاری‌هایی که بازار سهام کشور را تحت تأثیر قرار می‌دهد باید با تأمل و توجه بیشتر انتخاب و به اجرا گذاشته شود.

یادداشت‌ها :

۱- در نرم افزار Microfit مقدار حداکثر هر یک از سه ضابطه‌ی AIC و SBC و HQC تعیین‌کننده‌ی وقفه‌های بهینه است.

منابع

1. Ahmadzadeh, Khaled., *The analysis of Iran demographic structure on private pereapita consumption expenditure*, Tabriz University. (In Persian)
2. Ando, Albert, and Franco Modigliani (1963) «The Life Cycle Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests», *American Economic Review*, Vol. 103, No. 1, pp. 55-84.
3. Annual report, *Tehran stock exchange*, different years.
4. Attanasio, Orazio, James Banks, and Sarah Tanner (1998) «Asset Holdings and Consumption Volatility», *National Bureau of Economics Research working paper no, 6567* (May).
5. Baz Mohammadi, H. (1374) *The consumption pattern of private sector in Iran Economy*, Alameh Tabatabaee University (In Persian).
6. Becker, G. (April 1997) *Why a Crash Wouldn't Cripple the Economy*, *Business Week*, April 14, p. 26.
7. Bernank, B. and M. Gertler (1995) «Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission», *Journal of Economic Perspectives*, fall, 9, n4, pp. 27-48.
8. Boone, L., C. Giorno, and P. Richardson (1998) «Stock Market Fluctuations and Consumption Behavior: Some Recent Evidence», *OECD Economics Department Working Papers*, No. 308 (Paris: Organization for Economic Cooperation and Development).
9. Brav, Alon, George, M. Constantinidise, and Christopher C. Geczy (1999) «Asset pricing with Hetterogeneous Consumers and Limited Participation: Emperical Evidence», *Rodney L. Whithe Center for Financial Research working paper*, no. 23-99 (October).
10. Case, Karl E., John M. Quigley, and Robert J. Shiller (2001), «Comparing Wealth Effects: The Stock Market Versus the Housing Market», *NBER Working Paper 8606* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
11. Christoffersen, Peter, and Torsten Slok (2000). «Do Asset Prices in Transition Countries Contain Information About Future Economic Activity», *IMF Working Paper WP/00/103*, (Washington: International Monetary Fund).
12. Coxwell Snyder (2004) *academy for economics and economic education*, vol. 7, no. 1.
13. Davis, M, and M. Palumbo (2001) «A Primer on the Economics and Time Series Econometrics of Wealth Effects», *Finance and*

Economics Discussion Series 2001-09, Federal Reserve Board Washington, D.C.

14. Friedman, Milton (1957) *A Theory of the Consumption Function*, Princeton New Jersey: Princeton University Press.

15. Gale, William, and John Sabelhaus(1999) «Perspectives on the Household Savings Rate», *Brookings Papers on Economic Activity: 1, Brookings Institution*, pp. 181-224.

16. Hosseini, Javad(1377) *The analysis of the effects of public expenditure on private consumption and investment (the case of Iran)*, Shiraz University, 1377. (In Persian)

17. Juster, F. Thomas, Joseph Lupton, James P. Smith and Frank Stafford(1999)*Savings and Wealth; Then and now*, Mimeo, University of Michigan(October)

18. Kiley, M.(2000) *Identifying the Effect of Stock Market Wealth on Consumption: Pitfalls and New Evidence*, unpublished manuscript, Federal Reserve Board of Governors.

19. Ludvigson, Sydney, and Charles Steindel (1999) «How Important Is the Stock Market Effect on Consumption», *Federal Reserve Bank of New York*, Economic Policy Review, July, pp. 29-52.

20. Ludwig, Alexander, and Torsten Slok(2002) *Stock Market Fluctuations and Private Consumer Spending in Emerging Markets, IMF Working Paper WP/02/1* Washington: International Monetary Fund.

21. Maki, M., Dean, and Dynan, E., Karen, , *does stock market wealth matter for consumption?* , Federal Reserve Board.

22. Mankiw, N. Gregory and Stephan p. Zeldes(1999)« the consumption of stockholders and nonstockholders», *Journal of Financial Economics* 29:97-112.

23. Mauro, Paolo(2002) « Stock Returns and Output Growth in Emerging and Advanced Economies», *Journal of Development Economics*, forthcoming.

24. Mishkin, F.(1995) «Symposium on the Monetary Transmission Mechanism», *journal of Economic Perspectives*, Fall, 9, n4, pp.3-10.

25. Monthly report, *Tehran stock exchange*, different No. (In Persian).

26. National accounting, *central bank of Iran*, different years. (In Persian).

27. Nemagarhaye Eghtesadi, *central bank of Iran*, different years. (In Persian)
28. Otto, Maria W(1999) «Consumer Sentiment and the Stock Market», *Federal Reserve Board*, Finance and discussion working papers, no60.1999.
29. Parker, Jonathan(1999) *Spendthrift in America? On Two Decades of Decline in the U.S. Savings Rate?» In NBER Macroeconomics Annual 1999*, ed. By Ben Bernanke and Julio Rotemberg (Cambridge Massachusetts: MIT Press).
30. Poterba, James M.(2000) «Stock Market Wealth and Consumption», *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14, No. 2, Spring, pp. 99-118.
31. Shirvani, Hassan, and Barry Wilbratte(2000) «Does Consumption Respond More Strongly to Stock Market Declines than to Increases», *International Economic Journal*, Vol. 14, No. 3, pp. 41-49.
32. Shlifer, Andrei(1995) «Comments on Potterba and Samwick Stock Ownership Patterns, Stock Market Fluctuations , and Consumption», *Brookings Papers On Economic Activity*, no.2:358-359.
33. Starr-McCluer, Martha(1998) «Stock Market Wealth and Consumer Spending», *Working Paper 98/20*, Board of Governors of the Federal Reserve System.
34. Taylor, j.(1995) «The Monetary Transmission Mechanisim: An Emperical Framework», *journal of Economic Perspectives*, Fall, 9, n4, pp.11-26.
35. Vissing-Jorgenson, Annette(1999) *Limited Stock Market Participation and the Equity Premium Puzzle*, Mimeo, University of Chicago (December)
36. World Bank (2001) *World Development Indicators*, Washington: World Bank.
37. Zandi, Mark R. (1999)«*Wealth Worries, Regional Financial Review*», August, pp.1-8.