

اهمیت نسبی کانال‌های اثرگذاری حجم پول بر شاخص قیمت بازار اوراق بهادار تهران

زهره خواجه سعید*

اسداله فرزین وش**

ناصر الهی***

حسین اصغریپور****

DOI: 10.22096/esp.2020.43395

تاریخ دریافت: ۹۸/۰۹/۰۹ - تاریخ پذیرش: ۹۹/۰۴/۱۴

چکیده

هرگاه تغییر در متغیرهای اقتصادی سبب تغییر در میزان ریسک یا بازدهی یک نوع سرمایه‌گذاری گردد، دیگر اشکال سرمایه‌گذاری نیز تحت تأثیر قرار می‌گیرد. شناخت عوامل مؤثر بر بازار سهام می‌تواند به جهت‌دهی سرمایه کمک کند و تصمیمات سرمایه‌گذاری را بهبود بخشد. سیاست‌های پولی از جمله عواملی است که از طریق کانال‌های مختلفی بر بازار سهام تأثیر می‌گذارد. چنانچه آثار سیاست‌های پولی بر قیمت سهام شناخته‌شده باشد، سیاست‌گذاری‌ها می‌تواند به‌طور مؤثر و آگاهانه در جهت نیل به اهداف کلان و برقراری ثبات اقتصادی اعمال گردد. در این مقاله سهم هر یک از کانال‌ها در اشاعه اثرات سیاست‌های پولی بر شاخص قیمت بازار اوراق بهادار تهران بررسی شده است. بدین منظور از مدل خودرگرسیون برداری و داده‌های فصلی طی دوره ۱۳۷۶ تا ۱۳۹۶ استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد شوک‌های پولی بر شاخص قیمت بازار اوراق بهادار تهران اثرگذار هستند، اما متغیر تعیین‌کننده‌ای محسوب نمی‌شوند. نتایج مؤید این است که شوک حجم پول بیشترین اثر خود را از کانال نرخ ارز و اعتبارات ایجاد کرده است.

واژگان کلیدی: کانال‌های انتقال پولی؛ کانال نرخ ارز؛ کانال اعتبار؛ شاخص قیمت سهام؛ الگوی خود رگرسیون برداری.

طبقه‌بندی موضوعی: G10, E52.

* دکتری تخصصی رشته علوم اقتصادی، دانشگاه مفید، قم، ایران. (نویسنده مسئول)

Email: Zohrehkhajehsaeed@gmail.com

Email: Farzin@ut.ac.ir

** استاد، گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران، ایران.

Email: Elahi@mofidu.ac.ir

*** دانشیار، گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد دانشگاه مفید، قم، ایران.

**** استاد، گروه اقتصاد و مدیریت، دانشکده اقتصاد و مدیریت دانشگاه تبریز، تبریز، ایران.

Email: Asgharpur@tabrizu.ac.ir



۱. مقدمه

بورس اوراق بهادار مکمل بخش بانکی در تأمین نیازهای مالی بنگاه‌ها محسوب می‌شود که در چارچوب مکانیسم بازار سبب تخصیص بهینه منابع و افزایش کارایی و رشد اقتصادی می‌گردد. وظیفه اصلی بورس اوراق بهادار این است که محیطی شفاف و منصفانه برای معامله اوراق بهادار فراهم نموده، سیستمی مناسب برای نظارت بر جریان معاملات در بازار و فعالیت اعضای آن ایجاد کند. به‌طور طبیعی عدم وجود بازار مالی یا ضعف در کارکرد آن، امکان تحقق سرمایه‌گذاری‌های مولد را در سطح کلان تضعیف می‌کند.

قیمت‌های سهام، ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی شرکت‌ها را منعکس می‌کنند و ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی هم به جریان‌های نقدی آتی و نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران بستگی دارد. از آنجاکه متغیرهای کلان اقتصادی بر جریان‌های نقدی آتی شرکت‌ها و نیز بر نرخ بازده مورد انتظار تأثیر می‌گذارند، بر قیمت سهام نیز می‌تواند اثرگذار باشند.^۱

کنترل حجم پول و نقدینگی جهت اثرگذاری بر تولید و تورم، مهم‌ترین هدف سیاست‌های پولی را تشکیل می‌دهد. مقامات پولی هر کشور از طریق تغییر در عرضه پول یا تغییر در نرخ بهره انتظاری آتی، متغیرهای حقیقی اقتصاد را تحت تأثیر قرار می‌دهند. در کشورهای مختلف، سیاست پولی از طریق کانال‌های متفاوتی منتقل می‌شود. چگونگی انتقال و اثرگذاری سیاست پولی بر بخش حقیقی اقتصاد تحت تأثیر اصول و اهداف سیاست پولی در چارچوب نظام اقتصادی قرار دارد و ساختار و ویژگی‌های خاص نظام اقتصادی در این زمینه نقش تعیین‌کننده‌ای دارد.

البته این به معنای نبود کانال‌های اصلی نیست، بلکه به دلیل بازارهای مالی توسعه‌نیافته، تفاوت در ساختارهای نهادی و مالی و وجود ساختارهای اقتصادی متفاوت، ممکن است برخی کانال‌ها مؤثرتر از سایر کانال‌ها باشد.^۲ در اقتصاد ایران وجود کسری بودجه مزمن در بخش

۱. سیدحسین سجادی، حسن فرازمنند، و هاشم علی‌صوفی، «بررسی رابطه بین متغیرهای کلان اقتصادی و شاخص بازده

نقدی سهام در بورس اوراق بهادار تهران»، پژوهشنامه اقتصاد کلان (پژوهشنامه علوم اقتصادی)، ۱۰، شماره ۲ (۱۳۸۹).

۲. حسین شریفی رنایی، اکبر کمیجانی، و حمید شهرستانی، «بررسی ساز و کار انتقال پولی در ایران: رویکرد خودرگرسیون برداری ساختاری»، فصلنامه پول و اقتصاد ۱، شماره ۲ (۱۳۸۸).

دولت و عدم استقلال بانک مرکزی سبب شده که مجموعه سیاست‌های پولی کشور معمولاً تأمین مالی کسری‌های دولت را بر عهده داشته و این مسئله سبب افزایش حجم نقدینگی و تأثیر شدید آن بر تورم بوده است.^۳ رشد حجم پول و نقدینگی از کانال‌های مختلفی بر ساختار اقتصادی و اجتماعی کشور تأثیر می‌گذارد که علاوه بر افزایش هزینه‌های زندگی و کاهش قدرت خرید و گسترش نابرابری، به تقاضای کالاهایی همچون زمین، مستغلات، طلا و ارز نیز دامن زده و بازار آنها را نیز متشنج می‌کند. مجموعه این عوامل سبب انحراف در تخصیص منابع و کاهش سرمایه‌گذاری مولد، افزایش هزینه‌های تولید و کاهش تولید از نظر کمی و کیفی است که سبب کاهش رقابت‌پذیری اقتصاد می‌گردد. سیاست‌های پولی مقطعی نیز که برای کاهش فوری نوسانات اعمال شده‌اند، سبب وخیم‌تر شدن اوضاع اقتصادی گشته است. چنین سیستمی نیازمند اصلاحات ساختاری است تا با کاهش نقش دولت در بازار مالی، شفافیت بیشتری بر بازار حاکم شود و با اعتماد بیشتر سرمایه‌گذاران، کارایی در سیستم ایجاد گردد.

سیاست‌گذار پولی در دستیابی به اهداف خویش، با شناخت سهم هر یک از کانال‌های انتقال پولی به بازار سهام و اهمیت نسبی آنها، علاوه بر پیش‌بینی شفاف‌تر نسبت به نتایج سیاستی، قدرت عملی بالاتری در کنترل عملکرد این بازار به دست خواهد آورد. با توجه به مطالعات محدودی که در ارتباط با مکانیسم انتقال سیاست پولی به بازار سهام انجام یافته، اطلاعات بسیار کمی در مورد میزان اثرگذاری کانال‌های انتقال پولی موجود است. در ایران نیز مطالعاتی در خصوص اثرگذاری سیاست پولی بر قیمت سهام انجام شده، اما اهمیت هر یک از کانال‌های انتقال سیاست پولی بر بازار سهام به صورت جداگانه بررسی نشده است. از سوی دیگر ناکامل بودن بازار سرمایه و وابستگی به منابع بانکی جهت تأمین مالی و نیز عدم تنوع دارایی‌های سرمایه‌ای، لزوم چنین مطالعه‌ای را دوچندان می‌کند. در این مقاله، با اشاره مختصری به نظرات مکاتب مختلف اقتصادی در ارتباط با اثرگذاری سیاست پولی، کانال‌های انتقال پولی ارائه می‌شود. سپس با مرور مطالعات انجام‌یافته در داخل و خارج، روش مناسب برای تحلیل، معرفی می‌شود و سهم کانال‌های انتقال پولی به بازار سهام محاسبه می‌شود.

۳. حسین اصغرپور، بهزاد سلمانی، و کامران نیکی اسکویی، «تحلیل تجربی سلطه مالی در اقتصاد ایران: رویکرد خودتوضیح برداری ساختاری»، مجله علمی-پژوهشی سیاست‌گذاری اقتصادی، ۷، شماره ۱۳ (۱۳۹۴).

۲. مبانی نظری

رشد اقتصادی، ثبات قیمت‌ها و افزایش سطح اشتغال، اهداف کلان اقتصادی است که دولت‌ها می‌کوشند با استفاده از ابزارهای سیاستی به آن دست یابند. سیاست پولی ابزاری است که بانک مرکزی با استفاده از آن می‌تواند بر متغیرهای حقیقی اقتصاد اثر بگذارد. عدم آگاهی از مجاری اثرگذاری شوک‌های پولی در اقتصاد ممکن است منجر به بروز نتایج ناخواسته گردد؛ از این‌رو برای طراحی سیاست پولی به منظور دستیابی به اهداف مشخص و اجرای موفقیت‌آمیز آن، لازم است مقام پولی فرایند انتقال شوک‌های پولی را در اقتصاد به‌طور کامل شناخته و ارزیابی صحیحی از نحوه و میزان تأثیرگذاری سیاست پولی بر بخش‌های دیگر اقتصاد داشته باشد. مکانیسم انتقال پولی تبیین می‌کند که چگونه سیاست پولی به بخش حقیقی اقتصاد منتقل شده و بر مخارج خانوارها و بنگاه‌ها اثر می‌گذارد. یکی از روش‌های مؤثر در تحلیل آثار انتقال پولی بر بخش حقیقی اقتصاد، استفاده از متغیرهای انتقال^۴ است که شوک‌های پولی از طریق آنها انتقال می‌یابد و از طریق نظریات اقتصاد کلان قابل بررسی هستند.

دیدگاه‌های متعددی در ارتباط با کانال‌های انتقال سیاست پولی وجود دارد. بر اساس کیکر (۲۰۰۰) مکانیسم انتقال پولی از دو دیدگاه سنتی و اعتبار قابل بررسی است. بر اساس دیدگاه سنتی (دیدگاه پولی)^۵ بازارهای مالی کامل و همگن هستند و سیاست پولی فقط از طریق کانال نرخ بهره منتقل می‌شود؛ درحالی‌که با توجه به ناکامل بودن بازار سرمایه و پدیده‌های مالی از جمله سهمیه‌بندی اعتبارات و واسطه‌گری‌های مالی، دیدگاه اعتبار^۶ مطرح می‌شود. در دیدگاه اعتبار افزون بر کانال نرخ بهره، کانال‌های دیگری هم بررسی می‌شود. در دهه‌های ۱۹۵۰ و ۱۹۶۰ بسیاری از اقتصاددانان بر سهمیه‌بندی اعتبار و مداخله در بازارهای مالی تأکید داشتند. زمانی که نرخ بهره از نرخ تعادلی بازار اعتبار پایین‌تر باشد، مازاد تقاضا ایجاد می‌شود و سهمیه‌بندی اعتبار صورت می‌گیرد.

از دیدگاه پول‌گرایان، سیاست پولی در بلندمدت آثار حقیقی ندارد؛ اما خلأ اطلاعاتی حاصل از عدم درک عواملان اقتصادی از آثار سیاست‌های پولی و تحلیل ناقص از پیامدهای آتی آن‌ها،

4. Transmission Variables

5. Monetary View

6. Credit View

سبب اثرگذاری سیاست‌های پولی در کوتاه‌مدت می‌گردد. پولیون معتقدند سیاست پولی علاوه بر اینکه بر نرخ بهره اثر می‌گذارد، از طریق اثرات جایگزینی پورتفولیو می‌تواند بر میزان بازدهی سایر دارایی‌ها و کالاهای مصرفی بادوام نیز تأثیر بگذارد. در این نظریه، اثر ثروت بر مخارج به‌طور سریع ایجاد می‌شود و بر اساس نظریه انتظارات تطبیقی، در هر دوره درصدی از درک نادرست عوامل اقتصادی و انتظارات آنان، تصحیح می‌شود؛ از این رو تعدیل قیمت به‌آهستگی انجام می‌یابد. بنابراین سیاست پولی در کوتاه‌مدت اثرات حقیقی بر اقتصاد دارد، اما در بلندمدت تنها بر قیمت‌ها اثرگذار خواهد بود.

نظریه کلاسیک جدید در دهه ۱۹۷۰ از نظریه پول‌گرایی منشعب شد. کلاسیک‌های جدید رویکرد جدیدی مبنی بر انتظارات عقلایی ارائه کردند که در آن عوامل اقتصادی انتظارات خود را بر اساس کلیه اطلاعات موجود و بر مبنای حداکثرسازی مطلوبیت و سود تنظیم می‌کنند. در این دیدگاه، سیاست‌های پولی قابل پیش‌بینی هستند و مردم به این سیاست‌ها عکس‌العمل نشان می‌دهند؛ بنابراین این سیاست‌ها قادر به اثرگذاری بر اقتصاد حقیقی نیستند و تنها اثر آنها افزایش قیمت خواهد بود. در این نظریه، تصحیح خطا در شکل‌گیری انتظارات و تحلیل نادرست، به محض دریافت اطلاعات به یک‌باره و با سرعت انجام می‌شود. بنابراین تنها زمانی که سیاست‌های پولی غافلگیرانه و پیش‌بینی نشده اعمال شود و مردم متوجه سیاست پولی نشوند، در کوتاه‌مدت و برای یک دوره ممکن است اثرات حقیقی ایجاد شود.

در مقابل کینزین‌های جدید معتقد به اثرات حقیقی پول در اقتصاد هستند و نوسانات در متغیرهای حقیقی اقتصاد را معلول نقصان‌های بازار یا به تعبیر دیگر، عناصر غیروالراسی موجود در بازار نظیر عدم تقارن اطلاعات، عدم وجود شرایط رقابت کامل و تفاوت در اندازه بنگاه‌ها می‌دانند و با لحاظ فرضیه انتظارات عقلایی و به صورت خردبنیان، اثرات حقیقی سیاست‌های پولی را توضیح می‌دهند.

شاخص قیمت سهام مهم‌ترین معیاری است که در تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری در بازار سهام، مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد و در میان شاخص‌های پرنوسان بازار قرار دارد که از شرایط اقتصادی و سیاست‌های دولت متأثر می‌شود. نظر به اینکه قیمت سهام شامل اطلاعات بازده حاصل از سهم و تغییر قیمت بازاری سهم است، تغییرات قیمت یک سهم

علاوه بر این که تحت تأثیر عوامل مؤثر بر آن سهم قرار می‌گیرد، از عواملی که بر کل بازار سهام اثر می‌گذارند نیز تأثیر می‌پذیرد و سیاست‌های پولی از جمله عواملی است که بر قیمت سهام تأثیر می‌گذارد. اثرات سیاست پولی نخست در بازارهای مالی به‌ویژه بازار سهام و فاکتورهای مهم آن مانند شاخص قیمت سهام ظاهر شده و سپس در بازارهای محصول نمود می‌یابد. سیاست پولی به دلیل دارا بودن اثرات مستقیم بر دارایی‌ها، با سرعت بر بازار سهام تأثیر می‌گذارد. تغییر قیمت دارایی‌ها از طریق تغییر در ارزش ثروت خانوارها بر روی مصرف خانوارها اثر می‌گذارد. رفتار بنگاه‌ها نیز از سیاست پولی متأثر می‌شود؛ به‌گونه‌ای که سیاست پولی بر توانایی بنگاه‌ها در تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های آتی اثر می‌گذارد.

مکاتب مختلف اقتصادی با تأکید خاص بر نقش متغیرهای انتقال، به معرفی کانال‌های اثرگذاری سیاست پولی پرداخته‌اند. اقتصاددانان، تحلیل‌گران و سیاست‌گذاران پولی نیز تلاش می‌کنند تا ماهیت رفتاری ارتباط بین تعدیلات سیاست پولی و قیمت‌های سهام را توضیح داده و آن را پیش‌بینی کنند. چنین چالشی نشان می‌دهد که سیاست پولی از راه‌های مختلفی بر بخش حقیقی اقتصاد اثر می‌گذارد و این مسئله سبب پیچیدگی تحلیل مکانیسم انتقال پولی می‌گردد. بر اساس نظریات اقتصاد کلان، متغیرهایی مانند نرخ بهره، اعتبارات، قیمت سایر دارایی‌ها و نرخ ارز نقش مهمی در انتقال اثرات شوک‌های پولی دارند که نحوه تأثیرپذیری بر مبنای این نظریات تبیین می‌گردد.^۷ مکانیسمی که از طریق این متغیرها تبیین می‌گردد به ترتیب کانال نرخ بهره، کانال اعتبارات، کانال قیمت سایر دارایی‌ها و کانال نرخ ارز نامیده می‌شود. نتیجه بررسی و تحلیل این کانال‌ها، متغیرهایی که تحت تأثیر سیاست پولی قرار می‌گیرند را روشن می‌سازد و نیز نشان می‌دهد که این اثرگذاری از طریق کدام متغیرها ایجاد شده و چه متغیرهایی نقش بیشتری دارند. آگاهی در این زمینه می‌تواند منجر به دقت بیشتر در اعمال سیاست پولی و انتخاب ابزارهای مناسب‌تر گردد. در این مقاله بر اساس ساختارهای خاص اقتصاد ایران، چگونگی اثرگذاری سیاست پولی بر بخش حقیقی اقتصاد در قالب کانال‌های نرخ سود بانکی، اعتبار، شاخص قیمت مسکن (به عنوان قیمت سایر دارایی‌ها) و نرخ ارز مورد تحلیل و بررسی قرار می‌گیرد.

7. Federic.S. Mishkin, "The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy", *National Bureau of Economic Research Working Paper* 5464, no. 27 (1996).

۲-۱. کانال نرخ سود بانکی

در ایران نرخ‌های سود بانکی توسط بانک مرکزی تعیین می‌شود که در اثر شوک‌های پولی به طور ذاتی تغییر نمی‌کنند. اما با نوسان سطح قیمت‌ها در نتیجه سیاست پولی، نرخ اسمی بازار مغایر با نرخ تعیین‌شده توسط بانک مرکزی گشته و تصمیمات کارگزاران اقتصادی نیز بر اساس نرخ بازار اتخاذ می‌گردد. بدین ترتیب علی‌رغم ثابت بودن نرخ سود، سیاست پولی آثار خود را بر اقتصاد ظاهر می‌سازد.

سیاست پولی انبساطی با افزایش وجوه عرضه‌شده، نرخ سود انتظاری صاحبان یا تأمین‌کنندگان مالی وجوه را کاهش می‌دهد. این مسئله از طریق افزایش سود انتظاری در سرمایه‌گذاری، سبب افزایش تقاضا برای سرمایه‌گذاری و افزایش تقاضای کل می‌گردد که نهایتاً از طریق افزایش ارزش سهام شرکت‌ها، قیمت سهام نیز افزایش می‌یابد. سیاست پولی انقباضی نیز با کاهش حجم پول، سبب می‌شود که سرمایه‌گذاری‌هایی که دارای بازدهی‌های انتظاری کمتری هستند، تأمین مالی نشده و در نتیجه به تخصیص مطلوب‌تر منابع در اقتصاد می‌انجامد.^۸

۲-۲. کانال اعتبار

سیاست پولی انبساطی سبب افزایش میزان اعتبارات در دسترس و توانایی وام‌دهی سیستم بانکی می‌گردد. بخش بزرگی از خانوارها و بنگاه‌ها، به‌ویژه بنگاه‌های کوچک و متوسط به علت نداشتن دسترسی به سایر بازارهای تأمین مالی، وابستگی بیشتری به منابع بانکی دارند. با افزایش میزان تسهیلات اعطایی بانک‌ها به بنگاه‌ها و خانوارها و دسترسی آسان‌تر به اعتبارات بانکی، مخارج مصرفی با دوام خانوارها و مخارج سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها افزایش می‌یابد؛ بدین ترتیب ارزش بنگاه افزایش یافته و سبب افزایش قیمت سهام می‌گردد.

اهمیت وام‌دهی بانکی در سیستم مالی، فقدان منابع جایگزین برای تأمین مالی بخش خصوصی را نشان می‌دهد. بنابراین بانک مرکزی می‌تواند با افزایش تسهیلات بانک‌ها حداقل در کوتاه‌مدت سبب اثرگذاری بر بازار سهام گردد. چون بانک‌ها در جایگاه تنها منبع تأمین

۸. سعید فراهانی فرد، محمد نقی نظریور، و موسی شهبازی غیائی، «بررسی تطبیقی کانال‌های اثرگذاری سیاست پولی بر بخش واقعی در چارچوب اقتصاد تنوکلاسیک و اسلامی»، فصلنامه علمی-پژوهشی اقتصاد اسلامی ۱۶، شماره ۶۱ (۱۳۹۴).

اعتبار برای برخی از قرض‌گیرندگان، نقش بسزایی در نظام مالی دارند و باید مشکل اطلاعات نامتقاران را در بازار اعتبارات برطرف نمایند، کانال وام‌دهی بانکی در نظام‌هایی که سپرده‌های بانکی و دیگر منابع تأمین مالی به‌طور کامل جانشین‌پذیر نباشند، فعال خواهد بود.^۹

۲-۳. کانال قیمت سایر دارایی‌ها

ثروت و دارایی‌های افراد می‌تواند شامل سهام، اوراق بهادار، زمین، مسکن و ... باشد و سیاست پولی با تأثیر بر نرخ بازدهی انتظاری این دارایی‌ها بر قیمت آنها اثر می‌گذارد. سیاست پولی انبساطی از طریق افزایش حجم پول سبب کاهش بازدهی انتظاری صاحبان وجوه شده و باعث می‌شود وجوه به سمت بازار دارایی‌هایی از قبیل زمین، مسکن و سهام حرکت کند. با افزایش تقاضای مسکن و زمین، قیمت آنها افزایش یافته و باعث افزایش ارزش دارایی‌های شرکت می‌شود. این موضوع سبب می‌شود که بنگاه‌ها با وثیقه قراردادن دارایی‌های خود به تسهیلات بیشتری دست یابند؛ از این رو بنگاه‌ها به امکانات استقراض بیشتری دسترسی خواهند داشت.^{۱۰} لذا قیمت‌دارایی‌ها و قیمت سهام بنگاه‌ها به‌طور پیوسته افزایش یافته و بدین ترتیب شوک سیاست پولی می‌تواند منجر به اثرات دائمی گردد.^{۱۱} با توجه به اینکه مسکن، بخش قابل ملاحظه‌ای از ثروت بخش خصوصی را تشکیل می‌دهد و برخلاف سایر دارایی‌های مالی، مالکیت مسکن به‌طور متوازن‌تری میان خانوارها توزیع می‌شود و نیز نقش وثیقه‌ای برای مسکن در بخش وام‌دهی، باعث می‌شود که مسکن تبدیل به یک کانال تقویت‌کننده اثرات حقیقی شوک‌های پولی گردد.

۲-۴. کانال نرخ ارز

در مورد رابطه میان نرخ ارز و قیمت سهام توافق عمومی وجود ندارد. بر اساس یک دیدگاه، کاهش ارزش خارجی پول، شرکت‌های داخلی را بیشتر رقابتی و صادرات آنها را در مقایسه با کالاهای بین‌المللی ارزان‌تر می‌کند. افزایش صادرات به درآمد بالاتر منجر می‌شود که به نوبه خود قیمت سهام شرکت را افزایش می‌دهد. بنابراین در این مدل افزایش نرخ ارز بر قیمت سهام تأثیر مثبت دارد.

9. Ben Bernanke and Mark Gertler, "Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations", *American Economic Review* 79, no. 1 (1989).

10. Panayotis Kapopoulos and Fotios Siokis, "Stock and Real Estate Prices in Greece: Wealth versus 'Credit-Price' Effect", *Applied Economics Letters* 12, no. 2 (2005).

11. Sung-Hoon Sim and Byoung-Ky Chang, "Stock and Real Estate Markets in Korea: Wealth or Credit Price Effect", *Journal of Economic Research* 11 (2006).

بر اساس مدل پورتفولیو، تغییرات هر کدام از دارایی‌های موجود در سبد دارایی‌ها مانند پول نقد، سپرده بانکی و ارز، تقاضا برای سهام در این بازار را تحت تأثیر قرار داده و متعاقب آن باعث تغییر قیمت سهام می‌شود. حال با توجه به اینکه ارز یکی از اجزای همراه با ریسک سبد دارایی است، بر اساس مدل مارکوویتز تغییرات این دارایی می‌تواند بر تقاضای آن تأثیر بگذارد و متعاقباً باعث تغییر قیمت سهام شود، زیرا با توجه به اینکه اغلب شرکت‌ها درگیر صادرات یا واردات می‌باشند، بسته به میزان وابستگی آنها به ارز، افزایش یا کاهش نرخ ارز می‌تواند تأثیرات متفاوتی بر منابع شرکت‌ها بگذارد. با پایین آمدن نرخ ارز، بهای تمام‌شده محصولات کاهش می‌یابد و در نتیجه سود هر سهم افزایش خواهد یافت و متعاقب آن، قیمت سهام شرکت نیز بالا خواهد رفت. با افزایش قیمت سهام شرکت‌ها، شاخص قیمت سهام نیز دستخوش تغییر می‌شود.^{۱۲}

بر اساس مدل پولی گاوین^{۱۳} (1989) نیز رابطه‌ای بین نرخ ارز و قیمت سهام وجود ندارد، به جز اینکه هر دو متغیر توسط عوامل مشترکی تحت تأثیر قرار گیرند. همان طور که ملاحظه می‌شود با توجه به سه دیدگاه فوق، نتایج تئوریکی متفاوتی درباره رابطه بین نرخ ارز و قیمت سهام حاصل می‌شود.

با افزایش حجم پول، تورم انتظاری افزایش یافته و در نتیجه نرخ ارز افزایش می‌یابد. اقتصاد ایران وابستگی زیادی به بازرگانی خارجی دارد. واردات ایران شامل مواد غذایی ضروری، دارو و کالاهای واسطه‌ای و سرمایه‌ای است که دارای تقاضای کم‌کشش است و این کالاها در کوتاه‌مدت جانشین‌پذیر نیستند. افزایش نرخ ارز به افزایش قیمت کالاهای وارداتی منجر می‌شود. کاهش واردات در کوتاه‌مدت سبب وارد آمدن خسارت‌های اقتصادی به کشور می‌گردد. افزایش قیمت کالاهای مصرفی به‌طور مستقیم بر تورم اثر گذاشته و افزایش قیمت کالاهای واسطه‌ای و سرمایه‌ای با افزایش هزینه‌های تولیدی سبب افزایش قیمت کالاها و خدمات مصرفی می‌گردد. افزایش تورم داخلی به کاهش خالص ثروت بنگاه‌ها و بانک‌ها منجر می‌شود. با کاهش خالص ثروت بنگاه‌ها و بانک‌ها توانایی اخذ وام توسط بنگاه و اعطای وام توسط بانک‌ها کاهش می‌یابد و با کاهش تسهیلات بانکی سطح سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد و این مسئله سبب کاهش ارزش بنگاه شده و قیمت سهام را کاهش می‌دهد.

12. Basabi Bhattacharya and Jaydeep Mukherjee, "Causal Relationship between Stock Market and Exchange Rate, Foreign Exchange Reserves and Value of Trade Balance: A Case Study for India", (2002).

13. Gavin

۳. پیشینه تحقیق

راد (۲۰۱۱) با استفاده از روش خودرگرسیون برداری دریافت که شاخص قیمت سهام واکنش ضعیفی نسبت به شوک متغیرهای کلان مانند شاخص قیمت مصرف‌کننده، نرخ ارز بازار آزاد و نقدینگی نشان می‌دهد. تجزیه خطای واریانس نشان داد که سهم متغیرهای اقتصادی فوق در نوسانات شاخص قیمت سهام حدود ۱۲ درصد است. حسن‌زاده و همکاران (۱۳۹۰) در بررسی اثر شوک‌های سیاست پولی بر نوسانات شاخص قیمتی سهام در ایران با روش هم‌انباشتگی و مدل تصحیح خطای برداری به این نتیجه رسیدند که سیاست پولی اثر مثبت کوچکی بر شاخص قیمت سهام دارد. نونزاد و همکاران (۱۳۹۱) با استفاده از روش خود رگرسیون برداری و توابع واکنش آنی و تجزیه واریانس با داده‌های فصلی ایران اثر مثبت سیاست پولی بر شاخص قیمت اسمی و حقیقی سهام را تأیید کردند. کمیجانی و همکاران (۱۳۹۴) در بررسی تأثیر سیاست‌های پولی در نوسان قیمت دارایی‌های مالی و حقیقی با استفاده از تکنیک معادلات همزمان حداقل مربعات سه مرحله‌ای به این نتیجه رسیدند که سیاست‌های پولی انبساطی اثر منفی بر قیمت سهام دارد. سلمانی و همکاران (۱۳۹۴) با استفاده از روش خودرگرسیون برداری ساختاری دریافتند که شوک عرضه پول در کوتاه‌مدت و بلندمدت اثر مثبت بر شاخص قیمت سهام دارد.

فراهانی‌فرد و همکاران (۱۳۹۴) با تحلیل منطقی و استدلال به بررسی تطبیقی کانال‌های اثرگذاری سیاست پولی بر بخش واقعی در چارچوب اقتصاد نئوکلاسیک و اسلامی پرداختند. بر اساس نتایج تحقیق، سازوکارهای انتقال سیاست پولی در اقتصاد اسلامی با محوریت ثبات بخشی و کنترل نوسانات پولی در اقتصاد و در تعامل با بخش واقعی اقتصاد است. بر اساس یافته‌ها، تفاوت بین اقتصاد نئوکلاسیک و اقتصاد اسلامی در کانال‌های اثرگذاری سیاست پولی از حوزه‌های سرمایه‌گذاری، مصرف و تجارت خارجی مربوط به نوع متغیرهای انتقال است. جلیلی و همکاران (۱۳۹۶) با استفاده از روش خودرگرسیون برداری ساختاری به این نتیجه رسیدند که از یک سو تغییرات سیاست پولی از کانال نقدینگی و تسهیلات اعطایی به بخش غیردولتی، بر روی شاخص کل بورس اثر مثبت دارد و از سوی دیگر، از مسیر نرخ ارز و نرخ سود حقیقی، اثر منفی بر شاخص مذکور برجای می‌گذارد. شایان زینیوند و همکاران (۱۳۹۷) برای بررسی اثر سیاست پولی و سطح

عمومی قیمت‌ها از راه کانال قیمت دارایی‌ها بر حباب قیمت سهام در ایران با روش خودرگرسیون برداری ساختاری دریافتند که در کوتاه‌مدت، یک درصد افزایش حجم نقدینگی واقعی ۵/۳ درصد حباب قیمت سهام را افزایش می‌دهد. کاویانی و همکاران (۱۳۹۷) با استفاده از رویکرد DSGE به بررسی تأثیر شوک‌های پایه پولی بر بازده قیمتی سهام شرکت‌های فعال بورسی پرداختند. بر اساس نتایج، شوک پایه پولی ابتدا بر بازده قیمتی سهام شرکت‌ها تأثیر مثبت داشته و سپس در دوره‌های بعدی با کاهش این شوک به حالت تعادلی خود برمی‌گردد.

بردین و همکاران^{۱۴} (2007) با تجزیه واریانس و مراجعه به شواهد انگلستان، ارتباط منفی قوی سیاست پولی انقباضی را بر عملکرد بازار سهام مشاهده کردند. هوربت و دومی‌ترسکو^{۱۵} (2008) با تکنیک همگرایی در رومانی نشان دادند که بین عرضه پول و قیمت سهام رابطه مثبت وجود دارد. چاتزیانتونیو و همکاران^{۱۶} (2013) با استفاده از مدل VAR ساختاری، به بررسی اثرات سیاست‌های پولی و مالی بر بازار سهام کشورهای آلمان، ایالات متحده و انگلستان پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که در آلمان، سیاست پولی اثر مستقیم بر شاخص قیمت سهام دارد. در مورد ایالات متحده، عرضه پول سبب تغییر نرخ بهره شده و از این طریق اثر منفی بر شاخص قیمت سهام دارد و برای بازار سهام انگلستان نیز شواهدی مبنی بر اثرات مستقیم سیاست پولی و سیاست مالی بر شاخص قیمت سهام به دست آوردند. یوشینو و همکاران^{۱۷} (2014) با استفاده از مدل تصحیح خطای برداری دریافتند که تغییر در عرضه پول اثر مثبت بر شاخص قیمت سهام دارد.

گوریو و همکاران^{۱۸} (2014) بر اساس داده‌های سالانه جزیره موریتوس با استفاده از رهیافت همگرایی ARDL، ارتباط کوتاه‌مدت و بلندمدت بین عرضه پول و تولید ناخالص داخلی با قیمت سهام را تأیید کردند. پل (Paul, 2017) عکس‌العمل قیمت سهام و مسکن به تغییرات سیاست پولی در آمریکا را با استفاده از مدل خود رگرسیون برداری مورد بررسی

14. Bredin et al

15. Horobet and Dumitrescu

16. Chatziantoniou et al

17. Yoshino et al

18. Gowriah et al

قرار داد. بر اساس نتایج، قیمت سهام و مسکن زمانی که قیمت دارایی‌ها بالا است، عکس‌العمل کمتری به سیاست پولی نشان می‌دهد و این امر به علت خوش‌بینی بیش از حد سرمایه‌گذاران در چنین شرایطی است. فاوش و سیگونوس^{۱۹} (2018) در چارچوب مدل خودرگرسیون برداری به این نتیجه رسیدند که تغییرات کلی در بازدهی‌های سهام آلمان به‌طور اساسی منعکس‌کننده تغییر انتظارات در مورد سود تقسیم‌شده است و در دوره‌ای که نرخ بهره حقیقی منفی است، انقباض پولی منجر به کاهش بازدهی‌های سهام می‌شود.

با توجه به مطالعات انجام شده، ملاحظه می‌شود که در بررسی اثرگذاری سیاست پولی بر بازار سهام غالباً به مکانیسم‌های انتقال اشاره نشده است یا فقط تحلیلی از چگونگی اثرگذاری آنها بر اقتصاد حقیقی ارائه شده است. در مطالعات یوشینو و همکاران (2014)، چاتزیانتونیو و همکاران^{۲۰} (2013)، سلمانی و همکاران (۱۳۹۴) و جلیلی و همکاران^{۲۱} (۱۳۹۶) تحلیلی مقدماتی از انتقال شوک‌های پولی از طریق کانال‌های مختلف ارائه شده است. مطالعاتی نظیر جلیلی و همکاران (۱۳۹۶) در قالب الگوی خودرگرسیون برداری ساختاری تنها اثرگذاری سیاست پولی از طریق کانال‌ها را تأیید نموده‌اند، لیکن اندازه اثر و سهم هر یک از این کانال‌ها بر شاخص قیمت بورس به‌طور مجزا بررسی و اندازه‌گیری نشده است. در این مقاله علاوه بر مشخص نمودن میزان اثرگذاری و سهم کانال‌های مختلف انتقال سیاست پولی بر شاخص قیمت بازار اوراق بهادار تهران، با مقایسه آنها قوی‌ترین کانال نیز معرفی می‌گردد تا درک بهتری از نحوه این تأثیرگذاری حاصل شود.

۴. روش‌شناسی تحقیق

برای ارزیابی آثار سیاست پولی بر فعالیت‌های اقتصادی، روش‌های مختلفی استفاده شده و این روش‌ها در طول زمان توسعه و تکامل یافته‌اند. سیمز^{۲۲} (1980) مدل‌های خودهمبسته برداری را برای ارزیابی روابط متغیرها مطرح کرد و از اوایل دهه ۱۹۹۰ تاکنون، مدل‌های خودهمبسته

19. Fausch and Signius

20. Chatziantoniou et al

21. Yoshino et al

22. Sims

برداری به‌طور وسیع برای تحلیل مکانیسم انتقال پولی مورد استفاده قرار گرفته‌اند.^{۲۳} از طریق الگوهای خودهمبسته برداری می‌توان پویایی متغیرها را در طول زمان نشان داد. در این روش توابع واکنش، عکس‌العمل متغیرهای مدل را در طول دوره‌های مختلف به‌صورت پویا به نمایش می‌گذارند. لذا مدل یادشده یکی از بهترین روش‌هایی است که می‌تواند ارتباطات پیچیده فرآیند انتقال پولی را تصریح کند. در این مطالعه برای تجزیه شوک‌های سیاست پولی از آنالیز واریانس^{۲۴} (VD) استفاده می‌شود.

۵. معرفی داده‌ها و مدل

در این مطالعه، شاخص قیمتی بورس تهران با نماد TPX نشان داده شده است. M_1 معرف حجم پول بر حسب میلیارد ریال، G پرداخت‌های جاری دولت بر حسب میلیارد ریال و CPI شاخص قیمت مصرف‌کننده بر حسب قیمت‌های ثابت سال ۱۳۸۳ است. همچنین برای متغیر اعتبارات با نماد BC از مانده تسهیلات بانک‌ها و مؤسسات اعتباری به بخش غیردولتی بر حسب میلیارد ریال استفاده شده است. برای شاخص قیمت دارایی‌ها با نماد HP ، هزینه برآوردشده یک متر مربع بنا در مناطق شهری بر حسب هزار ریال به کار رفته است. برای متغیر نرخ سود بانکی با نماد R و نرخ ارز با نماد ER به ترتیب از نرخ سود بانکی سپرده‌های یک‌ساله و نرخ اسمی ارز در بازار آزاد بر حسب ریال استفاده شده است. داده‌های مورد نیاز به‌صورت فصلی مربوط به سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۹۶ از سایت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و سایت بورس اوراق بهادار تهران گردآوری شده است.

با توجه به مبانی نظری و مطالعات قبلی، مدل مورد نظر برای تخمین مجموعه اثرات ترکیبی سیاست پولی بر شاخص قیمتی بورس تهران با معرفی یک مدل خلاصه‌شده پایه^{۲۵} ارائه می‌شود:

۲۳. مورسینگ و بایومی (Morsink and Bayoumi, 2011) برای ژاپن، دیسیانات و و ونگسین سیریکل (Disyatat and Vongsinsirikul, 2003) برای تایلند، احمد و همکاران (Ahmed et al, 2005)، الیم (Aleem, 2010)، مشیری و واشقانی (۱۳۸۹)، کمبجانی و علی‌نژاد مهربانی (۱۳۹۱) برای ایران، اثرات سیاست پولی بر اقتصاد از طریق کانال‌های مختلف را با تاکید بر فرم خلاصه شده ارتباطات بین سیاست پولی و متغیرهای کلان و با در نظر گرفتن تعداد متغیرهای کم بررسی کرده‌اند.

24. Variance Decomposition

25. Base Model

$$Y_t = C + \sum_{i=1}^p \Gamma_i Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (1)$$

که در آن Y_t بردار متغیرهای دورنزا، C بردار مقادیر ثابت، Γ_i ماتریس ضرایب خودهمبستگی و Y_{t-i} بردار متغیرهای درون‌زای با وقفه و ε_t بردار فرایندهای اختلال^{۲۶} را نشان می‌دهد. به این منظور از یک الگوی چهارمتغیره حجم پول، مخارج دولت، شاخص قیمت مصرف‌کننده و شاخص قیمتی بورس استفاده می‌شود. در ایران مخارج دولتی تا حدودی وابسته به درآمدهای نفتی بوده و تغییر ناگهانی درآمد نفت، پایه پولی را بدون توجه به سطح عمومی قیمت‌ها تغییر می‌دهد که تحت این شرایط، به دلیل سلطه مالی، سیاست پولی پیرو سیاست مالی می‌گردد. بنابراین در این پژوهش فرض می‌شود که مخارج دولتی تحت تأثیر شوک‌های پولی قرار ندارد و برون‌زا است، اما سیاست پولی به شوک‌های مخارج دولتی عکس‌العمل نشان می‌دهد.^{۲۷} از طرف دیگر بانک مرکزی به تغییرات قیمت‌های بازار سهام واکنش نشان نمی‌دهد. در عین حال، شاخص قیمتی بورس می‌تواند به تمام شوک‌های پولی و مالی به‌طور همزمان واکنش نشان دهد.

این مدل، اثرگذاری سیاست پولی بر شاخص قیمتی بورس را نشان می‌دهد، چون در این اثرگذاری، به‌طور همزمان چندین کانال انتقال پولی فعال هستند؛ بنابراین تخمین و تعیین سهم اثربخشی هر کانال امکان‌پذیر نخواهد بود. با فرض اینکه فقط چهار کانال انتقال پولی شامل کانال اعتبارات، قیمت دارایی‌ها، نرخ سود بانکی و نرخ ارز وجود دارد، برای تجزیه اثر کلی سیاست پولی بر شاخص قیمتی بورس تهران به این چهار کانال به همراه تعیین سهم و میزان اهمیت هر یک، بر اساس روش مطالعاتی مورسینگ و بایومی^{۲۸} (2011)، دیسیاتات و ونگسین سیریکل^{۲۹} (2003) احمد و همکاران^{۳۰} (2005) و الیم^{۳۱} (2010) عمل می‌شود؛ بدین صورت که برای اندازه‌گیری نقش هر یک از کانال‌های انتقال پولی، از چهار مدل جداگانه استفاده می‌شود. راه حل متداول برای ارزیابی قدرت نسبی هر کانال خاص انتقال پولی این

26. White Noise

۲۷. اکبر کمیجانی و فرهاد علی‌نژاد مهربانی، «ارزیابی اثربخشی کانال‌های انتقال پولی بر تولید و تورم و تحلیل اهمیت نسبی آنها در اقتصاد ایران»، فصلنامه علمی-پژوهشی برنامه‌ریزی و بودجه ۱۷، شماره ۲ (۱۳۹۱).

28. Morsink and Bayoumi

29. Disyat and Vongsinsirikul

30. Ahmed et al

31. Aleem

است که ابتدا متغیری را که نماینده کانال مورد نظر است به الگوی پایه به صورت درون‌زا اضافه کرده تا «مدل کانال درون‌زا»^{۳۲} تشکیل شود. سپس این متغیر از فهرست متغیرهای درون‌زا حذف شده، به فهرست متغیرهای برون‌زا اضافه می‌شود تا «مدل کانال برون‌زا»^{۳۳} مشابه با مدل کانال درون‌زا با همان تعداد وقفه تشکیل گردد. در این مدل متغیرهایی که بر کانال مورد نظر اثر می‌گذارد، بلوکه می‌شوند.^{۳۴} از مقایسه نتایج حاصل از مدل‌های درون‌زا و برون‌زا، سهم هر یک از کانال‌ها در مکانیسم انتقال پولی به دست می‌آید.

۶. برازش مدل و جمع‌بندی

برای بررسی اثر شوک پولی بر بازار اوراق بهادار تهران، متغیر حجم پول به عنوان متغیر سیاست پولی در نظر گرفته شده و مدل پایه با استفاده از داده‌های فصلی از سال ۱۳۷۶:۳ تا ۱۳۹۶:۳ به صورت لگاریتمی تشکیل می‌گردد. در این مدل با توجه به حجم نمونه که کمتر از ۱۰۰ است، بر اساس ملاک شوارتز-بیزین (SC) مطابق با جدول (۱) اندازه وقفه بهینه برابر با ۲ تعیین شده است. در این مدل فرض بر این است که چهار کانال اصلی انتقال شوک پولی به بازار اوراق بهادار وجود دارد و بنابراین اثر سایر کانال‌ها (که غالباً به صورت زیرمجموعه‌ای از کانال‌های اصلی انتقال پولی نیز معرفی می‌شوند) ناچیز قلمداد می‌شود.

جدول ۱. تعیین وقفه بهینه

طول وقفه	معیار شوارتز-بیزین	معیار آکائیک	معیار حداکثر در دستمایی
۱	-۱۱/۹۷۴۹	-۱۳/۱۷۴۶	۵۶۰/۳۹۹۵
۲	-۱۱/۵۹۹۶	-۱۳/۵۶۳۶	۵۶۳/۹۸۰۷
۳	-۱۱/۶۸۶۰	-۱۴/۴۲۵۵	۶۴۵/۳۸۴۴

منبع: یافته‌های پژوهش

توابع عکس‌العمل آنی برای متغیرهایی که در سطح برآورد می‌شوند، با گذر زمان به یک مقدار ثابت میل می‌کند که تأییدکننده همگرایی مدل است. نمودار (۱) همگرایی مدل پایه را تأیید می‌کند.

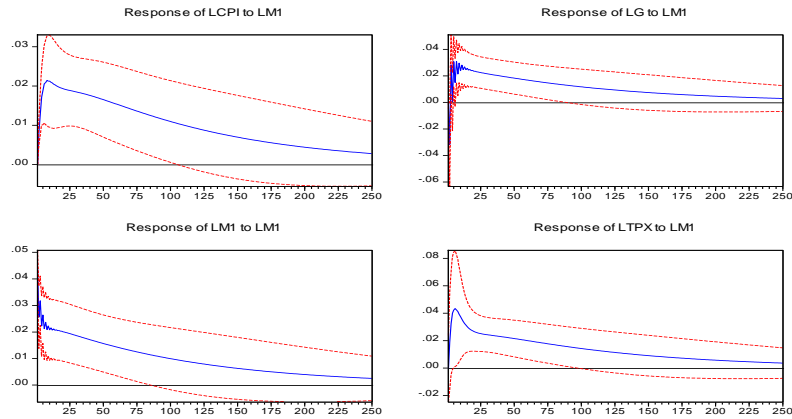
32. Endogenous Channel Model

33. Exogenous Channel Model

34. James Morsink and Tamim Bayoumi, "A Peek inside the Black Box the Monetary Transmission Mechanism in Japan", *IMF Staff Papers* 48, no. 1 (2001).

نمودار (۱): توابع واکنش آنی مدل پایه در گذر زمان

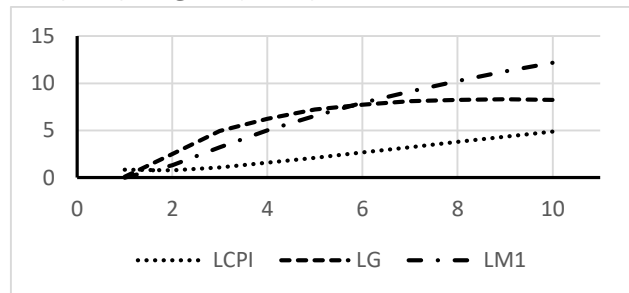
Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations \pm 2 S.E.



منبع: یافته‌های پژوهش

تجزیه واریانس شاخص قیمتی بورس تهران در نمودار (۲) اثرگذاری هر یک از متغیرهای مدل را در نوسانات شاخص کل قیمت بازار اوراق بهادار تهران نمایش می‌دهد.

نمودار (۲): نمودار تجزیه واریانس شاخص قیمتی بورس تهران



منبع: یافته‌های پژوهش

بر اساس تجزیه واریانس ملاحظه می‌شود، در طی ده دوره به طور متوسط حدود ۶/۶۸ درصد از تغییرات شاخص قیمتی بورس تهران توسط حجم پول، ۶/۱۶ درصد توسط مخارج دولتی و ۲/۵۴ درصد توسط شاخص قیمت مصرف‌کننده و بقیه توسط شوک‌های شاخص قیمتی بورس تبیین می‌شود. میزان اثرگذاری حجم پول در فصل دهم به ۱۲/۱۸ درصد می‌رسد.

پس از تشکیل مدل پایه، سهم کانال‌های انتقال پولی استخراج می‌گردد. برای تعیین اهمیت هر کانال، متغیر معرف کانال مورد نظر را به مدل پایه یکبار به صورت درون‌زا و یکبار به صورت

اهمیت نسبی کانال‌های اثرگذاری حجم پول بر شاخص قیمت بازار اوراق بهادار تهران / خواجه‌سعید و ... ۴۷

برون‌زا اضافه می‌کنیم. در مدل کانال درون‌زا واکنش از طریق متغیر کانال عبور می‌کند اما در مدل کانال برون‌زا واکنشی که از طریق متغیر کانال عبور می‌کند بلوکه می‌شود؛ با مقایسه دو مدل، اهمیت آن کانال مشخص می‌شود. میزان اثرگذاری هر یک از کانال‌ها، در جدول (۲) از اختلاف مقادیر اختلالات منتشر شده از مدل درون‌زا و مدل برون‌زا محاسبه شده است.

جدول ۲. اختلاف اختلالات منتشر شده در کانال‌های انتقال پولی

دوره	اختلالات کانال اعتبارات	اختلالات کانال قیمت دارایی‌ها	اختلالات کانال نرخ ارز	اختلالات کانال نرخ سود بانکی
۱	۰/۱۸۸۶	۰/۵۶۳۱	۰/۴۶	۱/۳۱۲۹
۲	۱/۰۶۶۱	۱/۶۰۶۸	۰/۳۵۳۶	۱/۸۸۱۵
۳	۰/۳۲۱۷	۳/۱۹۶۶	۱/۶۳۹۸	۲/۳۹۶۸
۴	۱/۹۸۳۵	۳/۸۷۴۱	۴/۷۹۸	۲/۸۰۶۹
۵	۵/۱۱۷۵	۳/۴۹۹۱	۹/۲۱۶۴	۳/۰۰۹۲
۶	۸/۴۹۷۴	۱/۸۷۹۷	۱۳/۹۴۶۲	۳/۰۷۸۲
۷	۱۱/۶۰۸۵	۰/۵۴۵۲	۱۸/۲۹۴۸	۳/۱۲۳۴
۸	۱۴/۲۹۴۵	۳/۴۵۱۴	۲۱/۸۶۱۹	۳/۱۵۸
۹	۱۶/۴۷۱۹	۶/۴۴۹۹	۲۴/۶۱۵۲	۳/۲۰۵۲
۱۰	۱۸/۱۸۰۵	۹/۳۴۳۶	۲۶/۶۲۹۷	۳/۲۴۶۵

منبع: یافته‌های پژوهش

سهم کانال‌های انتقال پولی به‌صورت درصدی از کل اختلالاتی که توسط شوک پولی بر شاخص کل قیمت بازار اوراق بهادار تهران ایجاد شده، مطابق با جدول (۳) محاسبه شده است. به بیان دقیق‌تر، ابتدا کل اختلالات ایجاد شده بر شاخص کل قیمت سهام از طریق چهار کانال مفروض محاسبه شده و با در نظر گرفتن مجموع آنها به عنوان کل اثر وارده، بر اساس مقادیر اختلالات ایجادشده از طریق هر کانال، اهمیت نسبی آن کانال به‌صورت درصدی از کل اثر محاسبه و بیان شده است.

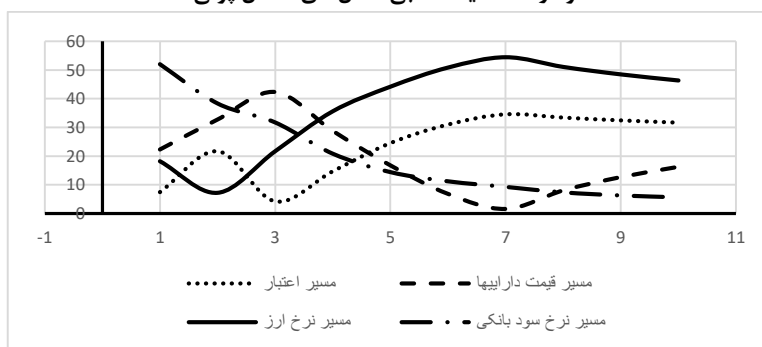
جدول ۳. سهم کانال‌های اثرگذاری سیاست پولی بر بازار سهام

دوره	سهم کانال اعتبارات	سهم کانال قیمت دارایی‌ها	سهم کانال نرخ ارز	سهم کانال نرخ سود بانکی
۱	۷/۴۷۱۵	۲۲/۳۰۴۱	۱۸/۲۲۰۳	۵۲/۰۰۴
۲	۲۱/۷۲۱۶	۳۲/۷۳۸۹	۷/۲۰۵	۳۸/۳۳۴۵
۳	۴/۲۵۸۲	۴۲/۳۱۱۷	۲۱/۷۰۴۷	۳۱/۷۲۵۴
۴	۱۴/۷۳۳۷	۲۸/۷۷۶۷	۳۵/۶۴	۲۰/۸۴۹۶
۵	۲۴/۵۵۳۶	۱۶/۷۸۸۷	۴۴/۲۱۹۸	۱۴/۴۳۸
۶	۳۱/۰۱۰۸	۶/۸۶	۵۰/۸۹۵۷	۱۱/۲۳۳۵
۷	۳۴/۵۷۸	۱/۶۲۳۹	۵۴/۴۹۴۵	۹/۳۰۳۶
۸	۳۳/۴۲۵۱	۸/۰۷۰۴	۵۱/۱۲۰۱	۷/۳۸۴۴
۹	۳۲/۴۶۱۹	۱۲/۷۱۱۱	۴۸/۵۱۰۳	۶/۳۱۶۷
۱۰	۳۱/۶۷۳۱	۱۶/۲۷۸	۴۶/۳۹۲۹	۵/۶۵۶

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به سهم هریک از کانال‌های انتقال پولی، اهمیت نسبی این کانال‌ها در نمودار (۳) به تصویر کشیده شده است.

نمودار ۳. اهمیت نسبی کانال‌های انتقال پولی



منبع: یافته‌های پژوهش

بر اساس نمودار ملاحظه می‌شود که سهم کانال‌های انتقال پولی در طی زمان دچار تغییر می‌گردد. به طوری که در ابتدا کانال نرخ سود بانکی و کانال اعتبارات به ترتیب بیشترین و کمترین اهمیت را در انتقال شوک پولی دارند؛ اما به تدریج از اهمیت کانال نرخ سود بانکی کاسته می‌شود. اهمیت کانال اعتبارات از فصل سوم شروع به افزایش نموده، در فصل هفتم به اوج خود رسیده و پس از آن تقریباً ثابت می‌ماند. اهمیت کانال قیمت دارایی‌ها در فصل سوم به اوج خود می‌رسد و پس از آن تا فصل هفتم از اهمیت آن کاسته می‌شود و سپس اندکی افزایش می‌یابد. اهمیت کانال نرخ ارز نیز تا فصل دوم کاهش یافته و سپس تا فصل هفتم افزایش یافته و از این دوره به بعد تا حدی کاهش می‌یابد.

در دوره زمانی مورد بررسی به طور متوسط کانال نرخ ارز با $37/84$ درصد قوی‌ترین کانال در انتقال شوک پولی به بازار سهام بوده و پس از آن به ترتیب کانال اعتبارات با $23/58$ درصد، کانال نرخ سود بانکی با $19/72$ درصد و کانال قیمت دارایی‌ها با $18/84$ درصد قرار دارند. در افق زمانی ده دوره، کانال نرخ ارز با $46/39$ درصد قوی‌ترین کانال بوده و پس از آن به ترتیب کانال اعتبارات با $31/67$ درصد، کانال قیمت دارایی‌ها با $16/27$ درصد و کانال نرخ سود بانکی با $5/65$ درصد در انتقال اثر شوک پولی فعال بوده‌اند. بر اساس نتایج به دست آمده، می‌توان نتیجه گرفت

که تغییر در حجم پول از طریق چهار کانال فوق بر شاخص قیمتی بورس تهران اثر می‌گذارد.

۷. نتیجه‌گیری

در حالت کلی به دلیل ناکامل بودن بازار سرمایه و سهم ناچیز بازار مالی در مقایسه با بازار پولی در ایران، سهم متغیر حجم پول در نوسانات شاخص کل قیمت بازار اوراق بهادار تهران بسیار کم است. این یافته مطابق با نتایج راد (۲۰۱۱) مبنی بر سهم اندک متغیرهای اقتصادی در نوسانات شاخص کل قیمت بورس است. ابراهیمی و شکری (۱۳۹۰) نیز به این نتیجه رسیدند که اثر سیاست پولی بر بازار سهام کم است. در جدول (۴) اهمیت نسبی کانال‌های انتقال پولی نشان داده شده است.

جدول ۴: سهم کانال‌های انتقال پولی

متوسط ده دوره	در افق ده دوره	کانال‌های انتقال پولی
۳۷/۸۴	۴۶/۳۹	کانال نرخ ارز
۲۳/۵۸	۳۱/۶۷	کانال اعتبارات
۱۸/۸۴	۱۶/۲۷	کانال قیمت دارایی‌ها
۱۹/۷۲	۵/۶۵	کانال نرخ سود بانکی

منبع: یافته‌های پژوهش

برای یک اقتصاد کوچک باز، کانال نرخ ارز به‌عنوان یک کانال مهم بالقوه‌ای محسوب می‌شود که اثرات سیاست پولی بر اقتصاد را از طریق تأثیر بر نرخ ارز ظاهر سازد.^{۳۵} سهم کانال نرخ ارز در انتقال پولی به بازار سهام به‌طور متوسط ۳۷/۸۴ درصد است که تا انتهای دوره به تدریج افزایش می‌یابد. دلیل این امر را می‌توان در وابستگی شرکت‌ها به صادرات و واردات جستجو نمود. با توجه به اینکه عقد قراردادهای و ثبت سفارشات جدید صادراتی و وارداتی عموماً با وقفه همراه است و واکنش ارزش صادرات و واردات از شرایط منحنی J تبعیت می‌کند؛ از این رو کانال نرخ ارز تقریباً پس از شش ماه تا یک سال آثار خود را آشکار می‌سازد. جلالی نائینی و قالیباف اصل (۱۳۸۲) نیز وجود وقفه در تأثیرگذاری نرخ ارز بر بازار سهام را تأیید کرده‌اند.

اهمیت نسبی کانال اعتبارات به‌طور متوسط ۲۳/۵۸ درصد است که مطابق با نتایج جلیلی و همکاران (۱۳۹۶) است؛ سهم این کانال با نوساناتی پس از فصل سوم شروع به افزایش می‌کند. کانال اعتبارات دارای اهمیت نسبی بالا و نسبتاً ثابتی در بین سایر کانال‌ها است. بخش بزرگی

35. Piti Disyatat and Pinnarat Vongsinsirikul, "Monetary Policy and the Transmission Mechanism in Thailand", *Journal of Asian Economics* 14, no. 3 (2003).

از خانوارها و بنگاه‌ها به دلیل عدم دسترسی به دیگر منابع تأمین مالی، وابسته به منابع بانکی هستند و به هنگام انبساط پولی، امکان افزایش تسهیلات بانکی فراهم می‌شود. کانال قیمت دارایی‌ها به‌طور متوسط دارای اهمیت نسبی ۱۸/۸۴ درصدی بوده است. در نتیجه انبساط پولی، سهم پول در سبد دارایی‌های خانوارها افزایش می‌یابد و بخش قابل ملاحظه‌ای از آن صرف خرید کالاهای بادوام و فلزات گران‌بها مانند طلا و نقره و یا دارایی‌هایی مانند ساختمان و مسکن می‌شود. نتایج نشان می‌دهد زمانی که قیمت مسکن به‌صورت درون‌زا در مدل لحاظ می‌شود، اثرات بزرگتری نسبت به زمانی که به‌صورت برون‌زا در مدل لحاظ شود دارد که مطابق با یافته‌های کمیجانی و حائری (۱۳۹۲) است؛ بدین معنا که اثرات مثبت قیمت مسکن بر مصرف به‌صورت اثرات ترانزنامه‌ای، اثر ثروت و اثر اعتماد و انتظارات بیشتر از اثرات منفی یعنی اثر پس‌انداز و اجاره است؛ از این‌رو افزایش ارزش دارایی‌ها بیشتر سبب افزایش تقاضا و خرید مسکن می‌شود و به سمت بازار سهام حرکت نمی‌کند.^{۳۶} پل^{۳۷} (۲۰۱۷) معتقد است زمانی که قیمت دارایی‌ها بالا است، قیمت سهام عکس‌العمل کمتری به سیاست پولی نشان می‌دهد و این امر به خاطر خوش‌بینی بیش از حد سرمایه‌گذاران در چنین شرایطی است.

افزایش نقدینگی و تورم، انتظارات تورمی در زمینه افزایش تقاضای دارایی‌های جانشین را تشدید کرده و موجبات افزایش‌های بعدی را در بازار دارایی‌ها فراهم می‌کند. این جریان با افزایش جذابیت و سودآوری بخش‌های غیرتولیدی سبب می‌شود که منابع از بخش‌های تولیدی اقتصاد از جمله بازار سهام خارج شده و به سمت بخش‌های غیرتولیدی جریان یابد. بر اساس کمیجانی و همکاران (۱۳۹۴) سیاست‌های پولی از جمله عوامل عمده مؤثر بر نوسانات بازار دارایی‌های فیزیکی در اقتصاد ایران بوده است؛ به‌طوری‌که سیاست‌های پولی انبساطی سبب افزایش قیمت مسکن شده است. دلیل این مسئله را می‌توان به ناکامل بودن بازار سرمایه و عدم رواج فرهنگ سهامداری در ایران مربوط دانست.

نقشی که کانال قیمت دارایی‌ها از نظر تئوریک می‌تواند در مکانیسم انتقال پولی ایفا کند، به‌خوبی شناخته شده، اما تفکیک تجربی آن تا حدی مشکل است. سیاست پولی سبب نوساناتی در قیمت دارایی‌ها می‌گردد. انبساط پولی می‌تواند قیمت دارایی‌ها را از دو طریق افزایش دهد: از طریق

۳۶. شریفی رنایی، کمیجانی، و شهرستانی، «بررسی ساز و کار انتقال».

جذاب‌تر کردن دارایی‌ها نسبت به اوراق قرضه و نیز از طریق بهبود چشم‌انداز بازدهی شرکت که از افزایش مخارج خانوار حاصل می‌شود، قیمت بالاتر دارایی‌ها با افزایش ارزش شرکت‌ها نسبت به هزینه جایگزینی سرمایه، محرک سرمایه بوده که به تئوری Q توبین اشاره دارد و افزایش در قیمت سهام با افزایش ثروت مالی خانوارها، سبب افزایش مخارج مصرفی می‌گردد. نظر به اینکه زمین و مسکن از مهم‌ترین اجزای ثروت مالی خانوارها محسوب می‌شوند، افزایش قیمت آنها می‌تواند دسترسی خانوارها به منابع بانکی را از طریق وثیقه قراردادن این دارایی‌ها افزایش دهد؛ بنابراین اثرات مشاهده‌شده در این کانال، تا حدی اثرات کانال اعتباری را نیز در بر خواهد داشت.

در اقتصاد ایران با انبساط پولی، بازده انتظاری صاحبان وجوه کاهش یافته و با افزایش بازده انتظاری سرمایه‌گذاران، میل به سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد.^{۳۸} سهم کانال نرخ سود بانکی در انتقال شوک‌های پولی به بازار اوراق بهادار تهران به‌طور متوسط ۱۹/۷۲ درصد بوده است. نتایج حاصل از مدل مطابق با یافته‌های جلیلی و همکاران (۱۳۹۶) حاکی از تأثیر سیاست پولی از طریق کانال نرخ سود بانکی بر شاخص کل قیمت بازار اوراق بهادار است.

۸. پیشنهادها

با توجه به نتایج حاصل از پژوهش، در سیاست‌گذاری‌های کلان باید توجه ویژه‌ای در اعطای تسهیلات و شرایط وام‌دهی معطوف گردد تا از این طریق آثار سیاست پولی بر بازار سهام نمود یابد. اهمیت وام‌دهی بانکی در سیستم مالی، فقدان منابع جایگزین برای تأمین مالی بخش خصوصی را نشان می‌دهد. بنابراین بانک مرکزی می‌تواند با افزایش تسهیلات بانک‌ها حداقل در کوتاه‌مدت سبب اثرگذاری بر بازار سهام گردد. چون بانک‌ها به‌عنوان تنها منبع تأمین اعتبار برای برخی از قرض‌گیرندگان، نقش بسزایی در نظام مالی دارند و باید مشکل اطلاعات نامتقاران را در بازار اعتبارات برطرف نمایند؛ از این رو کانال وام‌دهی بانکی در نظام‌هایی که سپرده‌های بانکی و دیگر منابع تأمین مالی به‌طور کامل جانشین‌پذیر نباشند، فعال خواهد بود.^{۳۹} تجدیدنظر در قوانین و مقررات مربوط به قراردادهای پرداخت تسهیلات و بروز رسانی آنها متناسب با نیازهای جاری می‌تواند بسیاری از مشکلات را در زمینه دسترسی خانوارها و بنگاه‌های کوچک و متوسط برطرف سازد.

۳۸. فراهانی فرد، نظریور، و شهیازی غیائی، «بررسی تطبیقی کانال‌های اثرگذاری».

39. Bernanke and Gertler, "Agency Costs, Net Worth".

در شرایط کنونی اقتصاد ایران، وجود بخش تولید و عرضه ناتوان و ضعیف همراه با سایر مشکلات اقتصادی به‌طور منطقی سبب افزایش نرخ ارز می‌گردد و انتظارات تورمی و اخبار و حوادث جاری نیز به این امر دامن می‌زند. با توجه به پایداری نسبتاً بالای تورم در اقتصاد ایران در سه دهه اخیر که نظریه تیلور^{۴۰} (2000) مبنی بر افزایش اثرپذیری قیمت واردات از نرخ ارز در سطوح تورم بالا را تقویت می‌کند، به نظر می‌رسد تورم عامل مهمی در انتقال سیاست پولی از طریق نرخ ارز بر قیمت واردات و نهایتاً بر قیمت سهام باشد. آگاهی از چنین کانال تأثیرپذیری، می‌تواند مسئولان اقتصادی و مقامات بانک مرکزی را در برنامه‌ریزی اقتصادی یاری کند. از آنجا که واردات چنان رقیبی برای تولیدات داخلی محسوب می‌شود، لازم است تا سیاست‌های ارزی و وارداتی مناسب اتخاذ گردد؛ چرا که سیاست پولی از طریق انتقال آثار تغییرات نرخ ارز بر قیمت واردات می‌تواند منجر به اثرگذاری بر ارزش بنگاه‌ها شده و قیمت سهام را تحت تأثیر قرار دهد؛ از این‌رو حمایت از بخش تولیدات صادراتی و رشد و تقویت آنها در کنار سایر سیاست‌گذاری‌ها و راهکارها می‌تواند برخورداری از مزایای کاهش ارزش پول ملی را در بر داشته باشد.

نوسان قیمت دارایی‌ها در نتیجه اقدامات پولی منجر به خروج سرمایه از بخش‌های تولیدی به بخش‌های غیرمولد می‌گردد. کنترل تورم از طریق انضباط مالی و کنترل نقدینگی لازمه تثبیت در بازار دارایی‌های فیزیکی است. توسعه و تکامل بازار سهام و تقویت نقش این بازار در جذب سرمایه‌ها و تلاش برای افزایش کارایی بازار سهام منجر به افزایش جذابیت سرمایه‌گذاری در این بازار و نهایتاً افزایش نرخ رشد اقتصادی خواهد شد.

در حال حاضر در اقتصاد ایران بخش بانکی که غالباً دولتی و شبه‌دولتی است و برنامه‌های کلی آنها توسط دولت تعیین می‌شود، بر بازار مالی ایران سایه افکنده و بازار مالی کارایی لازم را برای تأمین مالی سرمایه ندارد. بنابراین برقراری قوانین گسترده و پیچیده و دخالت دولت در نظام مالی همراه با نوسانات اقتصادی، عدم امکان پیش‌بینی مناسب در بازار سرمایه، عدم اعتماد سرمایه‌گذاران به گزارش‌های سیستم مالی و عدم پاسخگویی مدیران شرکت‌ها به سهامداران سبب شده است که ریسک سرمایه‌گذاری افزایش یافته و تمایل ورود سرمایه به بازار سرمایه کاهش یابد. مجموعه این عوامل در کل سبب ناکارآمدی سیستم مالی کشور گشته است. چنین

40. Taylor

اهمیت نسبی کانال‌های اثرگذاری حجم پول بر شاخص قیمت بازار اوراق بهادار تهران / خواجه‌سعید و ... ۵۲

سیستمی نیازمند اصلاحات ساختاری است تا با کاهش نقش دولت در بازار مالی، شفافیت بیشتری بر بازار حاکم شده و با اعتماد بیشتر سرمایه‌گذاران، کارایی در سیستم ایجاد گردد.

کتاب‌نامه

الف- کتب و مقالات

۱. فارسی

ابراهیمی، محسن، و نوشین شکری. «بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر قیمت سهام با تأکید بر نقش سیاست پولی»، *فصلنامه مدل‌سازی اقتصادی* ۵، شماره ۱ (۱۳۹۰): ۲۳-۴۵.

اصغری‌پور، حسین، بهزاد سلمانی، و کامران نیکی اسکویی. «تحلیل تجربی سلطه مالی در اقتصاد ایران: رویکرد خودتوضیح برداری ساختاری»، *مجله علمی-پژوهشی سیاست گذاری اقتصادی* ۷، شماره ۱۳ (۱۳۹۴): ۱۳۳-۱۶۲.

جلالی نائینی، سید احمدرضا، و حسن قالیباف اصل. «بررسی تأثیر نرخ ارز بر بازار سهام در ایران»، *مجله تحقیقات مالی* ۵، شماره ۱۵ (۱۳۸۲): ۳-۲۲.

جلیلی، ظریفه، عباس عصارى آرانی، کاظم یآوری، و حسن حیدری. «ارزیابی سازوکار انتقال اثرات سیاست پولی بر بازار سهام در ایران با استفاده از روش خودرگرسیون برداری ساختاری (SVAR)»، *فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی (رشد و توسعه پایدار)* ۱۷، شماره چهارم (۱۳۹۶): ۱۷۳-۱۹۵.

حسن‌زاده، علی، رافیک نظریان، و مهران کیانوند. «اثر شوک‌های سیاست پولی بر توسانات شاخص قیمتی سهام در ایران»، *پژوهش‌های پولی و بانکی* ۴، شماره ۹، (۱۳۹۰): ۱-۴۴.

سجادی، سیدحسین، حسن فرازمنده، و هاشم علی‌صوفی. «بررسی رابطه بین متغیرهای کلان اقتصادی و شاخص بازده نقدی سهام در بورس اوراق بهادار تهران»، *پژوهشنامه اقتصاد کلان (پژوهشنامه علوم اقتصادی)* ۱۰، شماره ۲ (۱۳۸۹): ۱۲۳-۱۵۰.

سلمانی بی‌شک، محمد رضا، محمد مهدی برقی اسکویی، و سودا لک. «تأثیر شوک‌های سیاست پولی و مالی بر بازار سهام ایران»، *فصلنامه تحقیقات مدل‌سازی اقتصادی* ۶، شماره ۲۲، (۱۳۹۴): ۹۳-۱۳۱.

شایان زینیوند، عبدالله، غفران محمدی، عبدالخالق غیبشاهی، و فرشته عبدالهی. «بررسی اثر سیاست پولی و سطح عمومی قیمت‌ها از راه کانال قیمت دارایی‌ها بر حباب قیمت سهام در ایران (۱۳۷۰-۹۳)»، *فصلنامه اقتصاد مقداری* ۱۵، شماره ۱ (۱۳۹۷): ۱-۲۶.

شریفی رنایی، حسین، اکبر کمیجانی، و حمید شهرستانی. «بررسی ساز و کار انتقال پولی در ایران: رویکرد خودرگرسیون برداری ساختاری»، *فصلنامه پول و اقتصاد* ۱، شماره ۲ (۱۳۸۸): ۱۴۵-۱۷۶.

فراهانی فرد، سعید، محمد نقی نظری‌پور، و موسی شهبازی غیائی. «بررسی تطبیقی کانال‌های اثرگذاری سیاست پولی بر بخش واقعی در چارچوب اقتصاد تئو کلاسیک و اسلامی»، *فصلنامه علمی-پژوهشی اقتصاد اسلامی*

۱۶، شماره ۶۱ (۱۳۹۴): ۷۹-۱۰۸.

کاوایانی، میثم، پرویز سعیدی، حسین دیده‌خانی، و سید فخرالدین فخر حسینی. «تأثیر شوک‌های پایه پولی بر بازده قیمتی سهام شرکت‌های فعال بورسی (رویکرد DSGE)»، فصلنامه اقتصاد مالی ۱۲، شماره ۴۲، (۱۳۹۷): ۱۴۸-۱۲۱.

کمیحانی، اکبر و فرهاد علی‌نژاد مهربانی. «ارزیابی اثربخشی کانال‌های انتقال پولی بر تولید و تورم و تحلیل اهمیت نسبی آنها در اقتصاد ایران»، فصلنامه علمی-پژوهشی برنامه‌ریزی و بودجه ۱۷، شماره ۲ (۱۳۹۱): ۶۴-۳۹.

کمیحانی، اکبر، ناصر الهی، و طاهره بیژنی میرزا. «تأثیر سیاست‌های پولی در نوسان قیمت دارایی‌های مالی و حقیقی»، فصلنامه مطالعات و سیاست‌های اقتصادی ۱۱، شماره ۱ (۱۳۹۴): ۲۴-۳.

کمیحانی، اکبر، و مجتبی حائری. «نقش قیمت مسکن در مکانیسم انتقال پولی»، فصلنامه راهبرد اقتصادی ۲، شماره ۵ (۱۳۹۲): ۴۱-۶۸.

مشیری، سعید، و محسن واشقانی. «بررسی مکانیزم انتقال پولی و زمان‌بندی آن در اقتصاد ایران»، فصلنامه مدل‌سازی اقتصادی ۴، شماره ۱۱ (۱۳۸۹): ۳۲-۱.

نونزاد، مسعود، بهزاد زمانی کردشولی، و سید مجتبی حسین‌زاده یوسف‌آباد. «اثر سیاست‌های پولی بر شاخص قیمت سهام در ایران»، فصلنامه اقتصاد مالی ۶، شماره ۲۰ (۱۳۹۱): ۳۸-۹.

۲. لاتین

Agha, A.Idrees, Noor Ahmed, Y.Ali Mubarik, and Hastam Shah. "Transmission Mechanism of Monetary Policy in Pakistan", *SBP Research Bulletin* 1, no. 1(2005): 1-23.

Aleem, Abdul. "Transmission Mechanism of Monetary Policy in India", *Journal of Asian Economics* 21, no. 2 (2010): 186-197.

Bernanke, Ben, and Mark Gertler. "Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations", *American Economic Review* 79, no. 1 (1989): 14-31.

Bhattacharya, Basabi, and Jaydeep Mukherjee. "Causal Relationship between Stock Market and Exchange Rate, Foreign Exchange Reserves and Value of Trade Balance: A Case Study for India", (2002): http://www.igidr.ac.in/conf/oldmoney/mfc_5/basabi.pdf.

Boivin, Jean, and Mark Giannoni. "Assessing Changes in the Monetary Transmission Mechanism: A VAR Approach", *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 8, no. 1, (2002): 97-111.

Bredin, Don, Stuart Hyde, Drik Nitzsche, and Gerard O'reilly. "UK stock returns and the impact of domestic monetary policy shocks", *Journal of Business Finance and Accounting* 34, no. 5-6, (2007): 872-888.

Chatziantoniou, Ioannis, David Duffy, and George Filis. "Stock market response to monetary and fiscal policy shocks: Multi-country evidence", *Economic Modelling*

30, (2013): 754–769.

Disyatat, Piti, and Pinnarat Vongsinsirikul. "Monetary Policy and the Transmission Mechanism in Thailand", *Journal of Asian Economics* 14, no. 3 (2003): 389-418.

Fausch, Jürg, and Markus Sigonius. "The Impact of ECB Monetary Policy Surprises on the German Stock Market", *Journal of Macroeconomics* 55, (2018): 46–63.

Gertler, Mark, and Simon Gilchrist. "Monetary Policy, Business Cycles and the Behavior of Small Manufacturing Firms", *The Quarterly Journal of Economics* 109, no. 2 (1994): 309-340.

Gowriah, A., Seetana Boopen, John Lamport Maltliew, and Seetah Keshav. "The effect of monetary and fiscal policies on the stock exchange: evidence from an island economy", *The Business & Management Review* 4, no. 4 (2014): 321-332.

Horobet, Alexandra, and Sorin Dumitrescu. "On the Causal Relationship between Stock Prices and Exchange Rates: Evidence from Romania", *Economic Computation & Economic Cybernetics Studies & Research* 43, no. 3 (2008): 1-17.

Junz, Helen.B., And Rudolf. R. Rhomberg. "Price Competitiveness in Export Trade among Industrial Countries", *American Economic Review Papers and Proceedings* 63, no. 2 (1973): 412-418.

Kakes, Jan. *Monetary Transmission in Europe: The Role of Financial Markets and Credit*. Cheltenham: 2000.

Kapopoulos, Panayotis, and Fotios Siokis. "Stock and Real Estate Prices in Greece: Wealth versus 'Credit-Price' Effect", *Applied Economics Letters* 12, no. 2 (2005): 125-128.

Laopodis, Nikiforos. T. "Fiscal Policy and Stock Market Efficiency: Evidence for the United States", *Quarterly Review of Economics and Finance* 49, no. 2 (2009): 633–650.

Mishkin, Federic.S. "The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy", *National Bureau of Economic Research Working Paper* 5464, no. 27 (1996): 33-44.

Morsink, James, and Tamim Bayoumi. "A Peek inside the Black Box the Monetary Transmission Mechanism in Japan", *IMF Staff Papers* 48, no. 1 (2001): 22-57.

Paul, Pascal. "The Time-Varying Effect of Monetary Policy on Asset Prices", *Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper*, (2017): Retrieved from <http://www.frb.org/economic-research/publications/working-papers/wp2017-09.pdf>.

Rad, Abbas.A. "Macroeconomic Variables and Stock Market: Evidence from Iran", *International Journal of Economics and International Studies* 3, no. 1 (2011): 1-10.

Sim, Sung-Hoon, and Byoung-Ky Chang. "Stock and Real Estate Markets in Korea: Wealth or Credit Price Effect", *Journal of Economic Research* 11 (2006): 99–122.

Sims, Christopher.A. "Macroeconomics and reality", *Econometrica* 48, no. 1 (1980): 1–48.

Taylor, John. "Low Inflation, Pass-Through and the Pricing Power of Firms", *European*

Economic Review 44, no. 7 (2000): 1389-1408.

Yoshino, Naoyuki, Farhad Taghizade-Hesary, Ali Hassan zadeh, and Prasetyo Ahmad Danu "Response of Stock Markets to Monetary Policy: An Asian Stock Market Perspective", *Working Papers Series of Asian Development Bank Institute*, September, no. 497 (2014): Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=2492046> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2492046>.

پیوست:

اختلالات منتشر شده در کانال‌های انتقال پولی

کانال نرخ سود بانکی		کانال نرخ ارز		کانال قیمت دارایی‌ها		کانال اعتبار		تجزیه واریانس
مدل برون‌زا	مدل درون‌زا	مدل برون‌زا	مدل درون‌زا	مدل برون‌زا	مدل درون‌زا	مدل برون‌زا	مدل درون‌زا	دوره
۹۸/۵۷۲۲	۹۷/۲۵۹۳	۹۹/۷۱۹۶	۹۹/۲۵۹۶	۹۹/۰۳۶۳	۹۸/۴۷۳۲	۹۸/۱۵۲۶	۹۷/۹۶۴	۱
۹۴/۲۸۴۲	۹۲/۴۰۲۸	۹۶/۹۶۵۲	۹۶/۶۱۱۶	۹۷/۲۰۷۱	۹۵/۶۰۰۲	۹۳/۵۴۳۸	۹۴/۶۰۹۹	۲
۸۸/۲۱	۸۵/۸۱۳۲	۹۴/۰۰۰۱	۹۲/۳۶۰۳	۹۲/۶۳۸۶	۸۹/۴۴۲	۸۷/۱۵۵۳	۸۷/۴۷۷	۳
۸۳/۳۹۰۸	۸۰/۵۸۳۹	۹۲/۳۲۵۵	۸۷/۵۲۷۵	۸۶/۷۱۸۶	۸۲/۸۴۴۵	۸۱/۷۹۹۶	۷۹/۸۱۶۱	۴
۷۹/۵۴۱۱	۷۶/۵۳۱۹	۹۱/۱۵۳۲	۸۱/۹۳۶۸	۷۹/۷۳۶۱	۷۶/۲۳۶۹	۷۷/۴۳۵۵	۷۲/۳۱۸	۵
۷۶/۴۴۱۸	۷۳/۳۶۳۶	۹۰/۲۶۱۷	۷۶/۳۱۵۵	۷۱/۸۱۱۵	۶۹/۹۳۱۸	۷۳/۷۹۵۹	۶۵/۲۹۸۵	۶
۷۳/۹۰۴۵	۷۰/۷۸۱۱	۸۹/۴۵۳۴	۷۱/۱۵۸۶	۶۳/۶۸۲۷	۶۴/۲۲۷۹	۷۰/۷۸۶۵	۵۹/۱۷۸	۷
۷۱/۷۹۹۷	۶۸/۶۴۱۷	۸۸/۶۲۲۷	۶۶/۷۶۰۷	۵۵/۷۸۰۸	۵۹/۲۳۲۱	۶۸/۲۸۳۸	۵۳/۹۸۹۳	۸
۷۰/۰۴۲۴	۶۶/۸۳۷۲	۸۷/۷۶۳	۶۳/۱۴۷۸	۴۸/۵۸۶۲	۵۵/۰۳۶۱	۶۶/۲۰۹۸	۴۹/۷۳۷۹	۹
۶۸/۵۵۳۶	۶۵/۳۰۷۱	۸۶/۸۶۷۱	۶۰/۲۳۷۴	۴۲/۲۳۲۵	۵۱/۵۷۶۱	۶۴/۴۸۹۱	۴۶/۳۰۸۷	۱۰