



Vol.18, No. 36, autumn & winter 2021-2022,

Biquarterly

ISSN: 1735-3300

Jostarha@rihu.ac.ir

Investigating the Effect of Banks' Speculative Behavior on the Stock Price Index during the Period (1392-1398)

Zohreh Heydar* (Department of Economics, Edalat University, Tehran, Iran, z.heydari1597@gmail.com)

Parviz Davoodi (Professor, Faculty of Economics and Political Science, Shahid Beheshti University, p_davoodi@sbu.ac.ir)

ARTICLE INFO

Article History

Received: 2021/11/9

Accepted: 2022/5/2

Key Words:

Trading,

Stock index,

Bank,

Elasticity,

Data panel

ABSTRACT

The stock price index is the overall result of capital market activity in the real sector of the economy; but its sharp decrease or increase, unrelated to production, is due to speculative performance. The purpose of this article is to investigate the impact of banks' commercialization, including commercial, specialized, privatized and private, on the stock price index. Estimates have been made using a data panel model during the period 1392 to 1398. Banks' behavior has been examined using the variables of deposit surplus, banks' debt to the central bank and non-current facilities. The results show that the speculative performance of non-governmental banks on the stock market index is much higher than state-owned banks. Regarding the effect of model variables, the elasticity of the stock price index to surplus deposits in privatized banks ranked first, in private banks ranked second, commercial banks ranked third and specialized banks ranked last. The elasticity of the stock index to the debt of banks to the central bank was significant only for the debt of private banks, and the elasticity of the index in other banking groups to the central bank was not significant. The elasticity of the stock index to non-current facilities in specialized banks was ranked first. The amount of this elasticity in private, privatized and commercial banks was almost equal.

بررسی تأثیر رفتار سوداگران بانکها بر شاخص قیمت سهام بورس در دوره زمانی (۱۳۹۲-۱۳۹۸)^۱

زهره حیدری (نویسنده مسئول، دانشجوی دکترا، گروه اقتصاد، دانشگاه عدالت، تهران، ایران؛ z.heydari1597@gmail.com)
پرویز داودی (استاد دانشکده اقتصاد و علوم سیاسی دانشگاه شهیدبهبشتی، استاد، دکترای تخصصی؛ p_davoodi@sbu.ac.ir)

اطلاعات مقاله

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۸/۱۸

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۲/۱۲

واژگان کلیدی:

سوداگری،

شاخص بورس،

بانک،

پانل دیتا

چکیده

شاخص قیمت بورس برآیند کلی فعالیت بازار سرمایه در بخش حقیقی اقتصاد است؛ اما کاهش یا افزایش‌های شدید آن بدون ارتباط با تولید ناشی از عملکرد سوداگران می‌باشد. هدف این مقاله بررسی میزان اثرگذاری سوداگری بانکها اعم از تجاری، تخصصی، خصوصی‌شده و خصوصی بر شاخص قیمت بورس است. برآوردها با استفاده از یک مدل پانل دیتا در بازه زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ انجام پذیرفته است. رفتار بانکها با استفاده از متغیرهای مازاد سپرده، بدهی بانکها به بانک مرکزی و تسهیلات غیرجاری بررسی شده است. نتایج نشان می‌دهد که عملکرد سوداگران بانکهای غیردولتی بر شاخص بورس به مراتب بیش از بانکهای دولتی است. در رابطه با تأثیرگذاری متغیرهای مدل، کشش شاخص قیمت بورس نسبت به مازاد سپرده در بانکهای خصوصی‌شده رتبه اول، در بانکهای خصوصی رتبه دوم، بانکهای تجاری رتبه سوم و بانکهای تخصصی در رتبه آخر می‌باشند. کشش شاخص بورس نسبت به بدهی بانکها به بانک مرکزی تنها در مورد بدهی بانکهای خصوصی معنادار بوده و کشش شاخص مذکور در سایر گروه‌های بانکی به بانک مرکزی معنادار نبودند. کشش شاخص بورس نسبت به تسهیلات غیرجاری در بانکهای تخصصی رتبه اول را دارا بوده، مقدار این کشش در بانکهای خصوصی، خصوصی‌شده و تجاری به میزان تقریباً برابر بوده‌اند.

طبقه‌بندی JEL: C23, E58, G32

۱. مقدمه

ثبات اقتصاد با ثبات بازار سرمایه ارتباط مستقیم دارد. ثبات این بازار با پویایی منظم قیمت دارایی مرتبط است. بیشتر قیمت دارایی‌ها نیز براساس نرخ بازده انتظاری مدل‌سازی می‌شوند. نرخ بازده انتظاری که شرکت‌کنندگان در بورس مد نظر دارند، به جهت‌دهی بازار می‌پردازد و نوسانات محدودی را درخصوص انواع مختلفی از سهام ایجاد می‌نماید؛ اما بیشتر اوقات جهش‌های شدید در این نوسانات قیمتی به دلیل رفتار سوداگرانه حاکم بر معاملات ایجاد می‌شود. رفتار سوداگرانه پویایی مجازی و کاذب در متغیرهای بازار سرمایه ایجاد می‌کند. پویایی کاذب نیز واگرایی ارزش حقیقی دارایی را در پی داشته که تمام این مراحل به رفتارهای فعالان سوداگر نسبت داده می‌شود و در این شرایط، بازار سرمایه کارکرد خود (همان واسطه‌گری مالی) را از دست می‌دهد. رشد شاخص بورس در سال‌های گذشته از یک سو و رشد منفی تولید و سرمایه‌گذاری از سوی دیگر، به خوبی گویای این است که بازار سهام پررونق و پرشتاب که با حضور نامتوازن فعالان حقوقی و حقیقی نیز همراه می‌باشد، متفاوت از شاخص‌های سرمایه‌گذاری، اشتغال و تولید حرکت کرده و چندان به تجهیز منابع برای بنگاه‌ها منتج نشده بلکه ماهیت سوداگرانه به تعیین جهت‌دهی فعالیت‌های معاملاتی پرداخته است (شاکری، ۱۳۹۵، ص ۱۹۸).

با تسلط گسترده بانک‌ها، به‌ویژه بانک‌های غیردولتی بر منابع بانکی، عملکرد سوداگرانه آنها در معاملات سهام و اثرگذاری بر شاخص‌های بورس، مسلماً یکی از گزینه‌های انتخابی این مقاله رفتار بانک‌ها در بازار بورس بوده است که با هدف افزایش سهم سود از سوداگری در این بازار فعالیت می‌کنند. این موضوع تاکنون مطالعه نشده است و از این نظر، مطالعه حاضر دارای نوآوری است.

در این مقاله با به‌کارگیری مدل پانل دیتا و متغیرهای فزونی سپرده‌گذاری به تسهیلات بانکی که با عنوان «مازاد سپرده» بیان می‌شود، بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی و تسهیلات غیرجاری در بانک‌ها با تواتر ماهانه در بازه زمانی ۹۲-۱۳۹۸ میزان اثرگذاری رفتار سوداگرانه بانک‌ها بر شاخص بورس بررسی می‌شود. در قسمت دوم به مبانی نظری موضوع و ارزیابی عملکرد بانک‌ها پرداخته خواهد شد. در قسمت سوم مقاله مروری بر مطالعات

انجام گرفته در ایران و جهان دارد. در قسمت چهارم داده‌های آماری به‌کار رفته و مدل مورد مطالعه ارائه و تصریح خواهد شد و در قسمت پنجم نتایج مقاله با استناد به میزان کشش شاخص بورس نسبت به متغیرهای بانکی ارائه می‌شود.

۲. مبانی نظری و ادبیات موضوع

۲-۱. ماهیت بازار سرمایه و سوداگری در آن

بازار سرمایه^۱ به‌عنوان یک نهاد مالی واسطه، نقش اساسی در تأمین مالی بنگاه‌های بزرگ دارد و ثبات اقتصادی مستقیماً با ثبات آن مرتبط است.^۲ در این بازارهای مالی ابزارهای میان‌مدت و بلندمدت (با سررسید اولیه یکساله و بیشتر) و سهام معامله می‌شود. اوراق بهادار بازار سرمایه مانند سهام و اوراق مشارکت و... بیشتر با واسطه‌های مالی همانند شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی نگهداری می‌شود که اطمینان دارند منابعشان از ماندگاری بیشتری برخوردار است (میشکین، ۲۰۱۰، ص ۵۸).

سفته‌بازی با دارا بودن ماهیتی پویا و غیرخطی می‌تواند به رفتارهای غیرمنطقی شرکت‌کنندگان در بازار نسبت داده شود. قدرت تکانه ناشی از معاملات سوداگرانه در بورس عامل اصلی تجمع یا تخلیه سرمایه در این نهاد مالی است؛ در واقع سوداگران در کوتاه‌مدت به دنبال سود سرمایه هستند. انتظارات قیمتی آنها نسبت به اطلاعات پرسروصدا، انتظارات در درجه‌های بالاتر و حتی قیمت‌های گذشته حساس است؛ بنابراین در یک بازار پرجمعیت، قیمت سهام می‌تواند در معرض نوسانات بیش از حد و حتی حباب‌گونه قرار گیرد.^۳

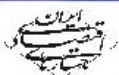
درک جریان بین‌المللی سرمایه یکی از موضوعات مطالعاتی سیاستگذاران جامعه تحقیقاتی است. این مهم متکی به در دسترس بودن داده‌های جریان سرمایه است؛ همواره اطلاعاتی در مورد خرید سهام، اوراق مشارکت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی^۴ وجود دارد، اما مقدار وجوهی که صرف سفته‌بازی در بازار سرمایه می‌شود در آمارها پنهان است؛ جهت پیگیری آن به داده‌هایی در مورد جریان ناخالص سرمایه، دارایی‌های ناخالص

1. Capital Market

2. Thimmaraya & Venkateswarlu, (2017)

3. Keynes (1936), Stiglitz (1989), Shiller (2000)

4. Foreign Direct Investment



کابارلو و سیمسک^۹ (۲۰۲۰) نشان می‌دهند که در صورت بروز شوک در اقتصاد، تردید سرمایه‌گذاری خارجی در دارایی مالی افزایش می‌یابد. پس می‌بایست جهت جلوگیری از بی‌ثباتی اقتصاد و کنترل جریان ناخالص سرمایه قواعد انضباطی و احتیاطی وضع شود. اعمال کنترل‌های مختلف سرمایه‌ای موجب می‌شود تا موارد آسیب‌رسان به بازار سرمایه محدود و توسعه سرمایه و تقسیم ریسک در این بازار به‌درستی اعمال گردد.

۲-۲. برخی عوامل اثرگذار بر سودآوری بازار سرمایه

بازار مالی را که در آن ابزار بدهی کوتاه‌مدت (دارای سررسید کمتر از یکسال) مورد معامله قرار می‌گیرد، بازار پول^{۱۰} نامیده‌اند. اوراق بهادار بازار پول از درجه نقدشوندگی بیشتری نسبت به بازار سرمایه برخوردارند و نوسانات قیمتی در آنها کمتر است، پس در شمار سرمایه‌گذاری‌های امن‌تر به شمار می‌آیند. مدل‌های چنین بازارهایی، نوعی مدل‌های جریان‌کننده‌اند که به‌عنوان تسهیل‌کننده دارایی‌های مالی عمل می‌کنند. روند پول از نرخ ارز، نرخ سود، نرخ‌های انتظاری خرید و فروش‌ها در بازار بورس و نرخ معاملات دارایی‌های واقعی تأثیر می‌پذیرد و بر چگونگی جریان سرمایه اثر می‌گذارد؛ برای مثال قوی شدن ارزش پول یک کشور، جریان پول را به سمتی هدایت می‌کند که معاملات سهام این کشور در بازار سرمایه به‌وسیله سرمایه‌گذاران خارجی افزایش یابد.^{۱۱}

اثر نرخ ارز بر جریان سرمایه ناشی از نوسانات نرخ ارز حقیقی می‌باشد که می‌تواند رشد اقتصادی را هم متأثر سازد؛ سپس سطح قیمت‌ها و قیمت دارایی‌های مالی و در پی آن گزینه‌های سیاستی مختلف را نیز تغییر دهد.^{۱۲} گاباکس (۲۰۱۵)^{۱۳} بیان می‌کند مؤلفه ریسک بر سطح نرخ ارز و نوسانات آن مؤثر است؛ وی اثر نرخ ارز را بر خالص جریان سرمایه بررسی می‌کند و آن را بر ترازنامه بانک‌ها و ریسک مؤسسات مالی مؤثر می‌داند. سفته‌بازی سیستماتیک می‌تواند سبب جریان‌های احتکاری نرخ ارز شود، نیاز

داخلی و خارجی و میزان بدهی‌ها و دارایی‌های فعالان بازار سرمایه نیازمندیم.^۱

سیاستگذاران باید این جریان رفتاری را به دقت ردیابی کنند تا به آسیب‌پذیری سیستم‌های مالی داخلی و بین‌المللی پی ببرند؛ در صورتی که سیاستگذار بتواند رفتارهای سوداگران را پیش‌بینی کند، از یک‌سو به درک جهت‌گیری تغییر قیمت دارایی و یا جابه‌جایی سرمایه کمک می‌کند^۲ و از سوی دیگر می‌تواند عملکرد نادرست بازار سرمایه را اصلاح کند و اقدامات لازم برای کاهش واگرایی ارزش اساسی بازار از ارزش انتظاری آن را انجام دهد و ثبات و امنیت بازار سرمایه را تأمین نماید.^۳ صندوق بین‌المللی پول از جمله نهادهایی است که به دنبال دسترسی به اطلاعات کامل در خصوص جریان پرتفو بین کشورها است تا به‌واسطه آن بتواند کنترل جریان خالص و ناخالص سرمایه به بازارهای سهام و اوراق را به دست آورد^۴ و از آن اطلاعات، جهت ایجاد منافع مورد نظر برای نهاد مذکور بهره‌برداری کند. بررسی بحران‌های مالی بین‌المللی نشان می‌دهد که جریان‌های سوداگرانه سرمایه وجود دارد و ناگهان با متوقف شدن ورود یا خروج آن اختلال عمده مالی ایجاد می‌شود.^۵ همه جریان‌های سرمایه برابر نیستند؛ برخی انقباضی و برخی انبساطی هستند؛ برخی می‌توانند به‌سرعت معکوس شوند درحالی‌که برخی چسبندگی سرمایه دارند.^۶ اراکر^۷ (۲۰۰۸) میزان نوسانات در بلندمدت را اندازه‌گیری کرد و دریافت که نوسانات ناشی از سفته‌بازی به‌طور متوسط نوسانات حقیقی را ۱۸ درصد منحرف کرده است؛ در بحران سال‌های ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸ افزایش شاخص قیمت مصرف‌کننده در اقلام اساسی، بحران مالی موجود را تعمیق بخشید و مطالعات نشان می‌دهد که سفته‌بازی سهام اقلام مصرفی در بازارهای آتی از سوی صندوق‌های سرمایه‌گذاری این افزایش قیمت‌ها را رقم زد و در پی آن احتکار اقلام مصرفی افزایش قیمت‌ها را شدت بخشید.^۸

1. Prasad & et al (2011)
2. Thimmaraya & Venkateshwarlu (2012)
3. Thimmaraya & Venkateshwarlu, (2017)
4. Hayward & Andros (2021)
5. Calvo (1998), Dornbusch & Werner (1995), Krugman (2000)
6. Blanchard & et al (2015)
7. Eraker
8. Imai & et al (2008), Krugman (2000)

9. Caballero & Simsek

۱۰. البته توجه داریم که در یک اقتصاد ربوی این نوع بازار می‌تواند شکل گیرد؛ اصولاً بازاری بدون قیمت و نوسانات قیمتی نمی‌تواند شکل گیرد و اگر این پدیده در مورد پول اتفاق بیفتد، ناچار بازار را مبتلا به معاملات ربوی می‌کند.

11. Bathia & et al (2020)

12. Hayward & Andros (2021)

13. Gabaix (2015)

رسیده است. در مورد ارائه تسهیلات در بازه زمانی یادشده، سهم بانکهای دولتی از ۴۵ درصد به ۳۹ درصد کاهش یافته و سهم بانکهای غیردولتی که در سال ۱۳۹۲ حدود ۵۵ درصد بوده، در سال ۱۳۹۸ به ۶۱ درصد رسیده است.^۲

مقادیر مازاد سپرده که در اختیار بانکها است، برای بازه زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ در نمودار ۱ ترسیم شده است. بانکهای دولتی در سال ۱۳۹۲ با پیشی گرفتن میزان ارائه تسهیلات نسبت به سپرده (پس از کسر سپرده قانونی)، رقم منفی ۵۴ هزار میلیارد تومان^۳ برای مازاد سپرده ایجاد کرد؛ در حالی که مازاد سپرده بانکهای غیردولتی در آن سال حدود ۹۰ هزار میلیارد تومان^۴ بوده است. در سال ۱۳۹۸ بانکهای دولتی حدود ۲ درصد مازاد سپرده با رقم ۱۰ هزار میلیارد تومان^۵ و بانکهای غیردولتی ۹۸ درصد مازاد سپرده با رقم ۴۹۳ هزار میلیارد تومان^۶ را حبس کرده‌اند. چگونگی استفاده از این حجم قابل توجه از منابع، نقش مهمی در تعیین سمت و سوی حرکت اقتصاد دارد و اگر همراهی با سیاستهای مدون در اقتصاد نباشد، می‌تواند اختلال بزرگی در روند آن ایجاد کند، زیرا این رقم ۳ برابر درآمد مالیاتی،^۷ ۱۳ برابر درآمد نفتی^۸ و ۱۰ برابر عملکرد بودجه عمرانی^۹ در سال ۱۳۹۸ بوده است.

۲. در سال ۱۳۹۸ بانکهای خصوصی با وجود آنکه ۳۸ درصد سپرده (پس از کسر سپرده قانونی) را در اختیار داشته‌اند، تنها ۲۹ درصد ارائه تسهیلات در سیستم بانکی را انجام داده‌اند.

۳. بانکهای تخصصی به واسطه وظایف تکلیفی شان نقش اصلی را در ایجاد این رقم منفی داشته‌اند؛ رقم ۶ هزار میلیارد تومان متعلق به بانکهای تجاری و منفی ۶۰ هزار میلیارد تومان به بانکهای تخصصی اختصاص دارد.

۴. رقم ۲۵ هزار میلیارد تومان متعلق به بانکهای خصوصی شده و ۶۵ هزار میلیارد تومان به بانکهای خصوصی اختصاص دارد.

۵. رقم ۱۳۰ هزار میلیارد تومان متعلق به بانکهای تجاری و منفی ۱۲۰ هزار میلیارد تومان به بانکهای تخصصی اختصاص دارد.

۶. رقم ۱۲۲ هزار میلیارد تومان متعلق به بانکهای خصوصی شده و ۳۷۱ هزار میلیارد تومان به بانکهای خصوصی اختصاص دارد.

۷. دولت در سال ۱۳۹۸ حدود ۱۶۰ هزار میلیارد تومان درآمد مالیاتی داشته است.

۸. در سال ۱۳۹۸ عملکرد درآمد نفتی ۳۹ هزار میلیارد تومان بوده است.

۹. عملکرد بودجه عمرانی در سال ۱۳۹۸ حدود ۴۹ هزار میلیارد تومان بوده است.

است یک نمای دقیق از محرکهای جریانهای بانکی به‌دست آید که در کوتاه‌مدت به سمت خرید و فروش ارز رفته‌اند؛ برای مثال صندوقهای سرمایه‌گذاری یا مؤسسات بانکی با منابع در اختیارشان، با ایجاد موج افزایشی یا کاهشی در نرخ ارز، انتقالات جریان سرمایه را رقم می‌زنند که این مسئله نیازمند کنترل است.

در مطالعات مختلف ملاحظه می‌شود که شدت اثرگذاری نرخ بهره بین‌المللی و شوکهای اعتباری بر جریان سرمایه در بحران سالهای ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸ بیشتر از سایر عوامل بوده است.^۱ در برخی مطالعات بیان شده، سطح نقدینگی و مقدار تسهیلات دریافتی بر جریان سرمایه مؤثر می‌باشد؛ کشف اینکه وام بانکی دریافت شده برای پیشبرد پروژه‌های واقعی صرف شده یا سفته‌بازی در بازارهای مالی انجام داده است، مشکل می‌باشد؛ اما با توجه به سامانه‌های اطلاعاتی موجود می‌توان با پیگیری و رصد جریان این وجوه، حضور آنها در معاملات سوداگرانه در بازار سرمایه را اثبات و اندازه‌گیری کرد.

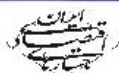
۲-۳. ارزیابی عملکرد بانکها

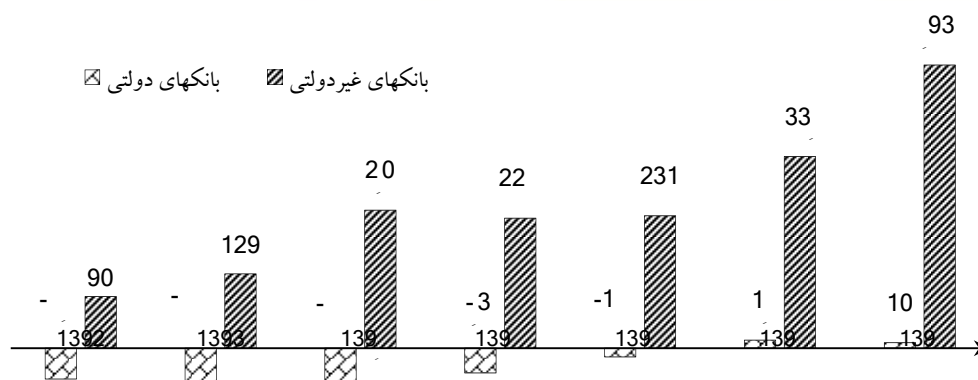
فرضیه در مطالعه پیش‌رو این است که سیستم بانکی یکی از فعالان سوداگر در بازار سرمایه فرض شده است که با انگیزه گسترش فعالیت و افزایش کارایی، رفتار سفته‌بازانه در خصوص بورس انجام می‌دهند. سیستم بانکی با دارا بودن منابع بزرگ مالی ناشی از سپرده‌های مشتریان و با کمک دریافت تسهیلات از بانک مرکزی به واسطه بانکها و یا حتی شرکت‌های زیرمجموعه آنها با سوءاستفاده از مدیریت ضعیف در بازار سرمایه، ورود و خروج هدفمند به این بازار انجام داده، جهش‌های شاخص بورس را تشدید می‌کنند منابع مورد بررسی جهت اثبات فرضیه مد نظر عبارتند از:

۲-۳-۱. مازاد سپرده نسبت به تسهیلات

سهم سپرده (پس از کسر سپرده قانونی) بانکهای دولتی در بازه زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ از ۳۳ به ۳۱ درصد کاهش داشته و سهم بانکهای غیردولتی از این متغیر از ۶۷ درصد به ۶۹ درصد

1. Keefe (2021)





نمودار ۱: مازاد سپرده به تفکیک دولتی و غیردولتی (هزار میلیارد تومان)

برگرفته از: بانک مرکزی

۲-۳-۲. بدهی بانکها به بانک مرکزی

استقراض از بانک مرکزی در شرایطی ایجاد می‌شود که بانکها با بحران مالی روبه‌رو باشند. با بررسی این متغیر ملاحظه می‌شود که در سال ۱۳۹۲ حدود ۹۵ درصد بدهی به بانک مرکزی را بانکهای دولتی به خود اختصاص داده‌اند. سهم آنها در سال ۱۳۹۸ کاهش یافته و به رقم ۴۶ درصد رسیده است. بانکهای غیردولتی که در سال ۱۳۹۲ حدود پنج درصد بدهی به بانک مرکزی را دارا بودند با روند به شدت صعودی در ایجاد بدهی در سال ۱۳۹۸ حدود ۵۴ درصد بدهی به بانک مرکزی را به خود اختصاص داده‌اند.

۲-۳-۳. تسهیلات غیرجاری

در سال ۱۳۹۲ بانکهای دولتی حدود ۴۰ درصد و بانکهای غیردولتی ۶۰ درصد تسهیلات غیرجاری را به خود اختصاص داده‌اند. در سال ۱۳۹۸ سهم این متغیر در بانکهای دولتی به ۴۲ درصد افزایش یافت که بانکهای تجاری (دولتی) سهم کاهشی و بانکهای تخصصی (دولتی) سهم افزایشی نسبت به سال ۱۳۹۲ داشته‌اند.^۱ البته با توجه به وظایف محوله به بانکهای تخصصی که همراستا با اهداف دولت در امور مختلف می‌باشد، به نظر می‌رسد که شرایط نامساعد اقتصادی در ایجاد و تشدید این رویه

مؤثر بوده است. در سال ۱۳۹۸ بانکهای غیردولتی ۵۸ درصد سهم تسهیلات غیرجاری را داشتند که بانکهای خصوصی شده (غیردولتی) در بازه زمانی مدنظر از روند کاهشی و بانکهای خصوصی (غیردولتی) از روند افزایشی در سهم تسهیلات غیرجاری برخوردار بودند.^۲

۳. پیشینه پژوهشی

۳-۱. مروری بر مطالعات انجام شده در ایران

با توجه به اهمیت مطالبات معوق بانکی در سلامت نظام بانکی و نقش بانکها در تأمین مالی بنگاههای کشور، مطالعه و اعطای همکاران (۱۴۰۰) به ارزیابی اثر متغیرهای کلان اقتصادی بر حجم مطالبات معوق بانکی بانکهای پذیرفته‌شده در بورس پرداخته است. نتایج نشان می‌دهد متغیرهای کلان اقتصادی همچون نقدینگی، بدهی بخش دولتی و نرخ ارز بر حجم مطالبات معوق اثر قابل توجهی دارند. رابطه میان متغیرهای نقدینگی و بدهی بخش دولتی با حجم معوقات بانکی مثبت است. ارتباط میان نرخ ارز با حجم مطالبات معوق بانکی در بیشتر ضرایب منفی گزارش شده است؛ همچنین متغیرهای بانکی همچون اندازه بانک با حجم مطالبات معوق رابطه منفی دارد و رابطه مدیریت بد با حجم مطالبات معوق مثبت است.

۲. سهم تسهیلات غیرجاری بانکهای خصوصی شده از ۲۹ درصد به ۱۸ درصد کاهش یافته و سهم بانکهای خصوصی از ۳۱ به ۳۹ درصد افزایش یافته است.

۱. سهم تسهیلات غیرجاری بانکهای تجاری از ۲۱ درصد به ۱۰ درصد کاهش یافته و سهم بانکهای تخصصی از ۱۹ به ۳۲ درصد افزایش یافته است.

در سال‌های گذشته، بین سپرده‌ها و تسهیلات بانکی در ایران شکافی به وجود آمده که به طور نسبتاً مستمر افزایش یافته است؛ همچنین نسبت تسهیلات به سپرده‌ها کاهش و ضریب فزاینده نقدینگی افزایش می‌یابد. در نرخ سود تسهیلات در بازار بین بانکی نیز نوعی چسبندگی مشاهده می‌شود. هدف این مقاله تبیین چرایی بروز رفتارهای یادشده بر مبنای بررسی تأثیر غیرجاری شدن تسهیلات بر ترازنامه بانکها در شرایطی است که بانکها با استفاده از حسابداری خلاق اقدام به پنهان کردن این معضل می‌کنند. لازم به توضیح می‌باشد که استفاده بانکها از حسابداری خلاق^۲، ضمن ایجاد اختلال در محو پول بانکی، افزایش خلق پول بانکی از مجرای شناسایی درآمد روی دارایی‌های موهوم را به دنبال داشته و این عوامل موجب تشدید شکنندگی نظام بانکی می‌شود. با بررسی رفتار این متغیر در کنار مجموعه دیگری از نماگرها، بین فروردین ۱۳۸۳ و خرداد ۱۳۹۸ شواهدی از تشدید شکنندگی نظام بانکی در سال‌های گذشته ارائه شده است.

رشیدی (۱۳۹۸) در مطالعه خود بیان می‌کند تحولات بازار سهام، بخش حقیقی اقتصاد را تحت تأثیر قرار می‌دهد. بانکها یکی از فعالان بازار سهام هستند که مقدار سرمایه‌گذاری آنها تابع عوامل مختلفی است. مطالعه اثر نرخ سود بین بانکی بر شاخص قیمت سهام نشان می‌دهد که اولاً نرخ سود واقعی بین بانکی دارای اثر منفی و معنادار بر قیمت سهام است؛ به گونه‌ای که تغییرات مثبت نرخ سود واقعی بین بانکی، بانکها را ترغیب می‌کند تا منابع اضافی خود را به جای بازار سهام در بازار بین بانکی سرمایه‌گذاری کنند. ثانیاً تغییرات نرخ ارز غیررسمی دارای اثر منفی و معنادار بر شاخص سهام است؛ به نحوی که افزایش آن از راه تحریک تقاضای بازار ارز دارای اثر انقباضی بر بازار سهام می‌باشد و بازدهی سهام را کاهش خواهد داد.^۳

خان محمدی و همکاران (۱۳۹۷) هدف مطالعه خود را بررسی اثر بازدهی سایر بازارهای موازی بر بازار سهام عنوان کرده است. متغیرهای مدنظر ذیل نقدینگی، پول و شبه پول، ذیل مخارج دولتی،

طالبیان و احمدی‌زاد (۱۳۹۹) در مطالعه خود اظهار می‌دارند فروشنده و خریدار برای دوری از ناطمینانی به دنبال کسب اطمینان نسبت به فروش و خرید محصول خود در آینده با قیمت مشخص می‌باشند؛ افزون بر خریداران و فروشندگان، سفته‌بازان نیز بازیگران دیگری هستند که با استفاده از فرصت‌های آربیتراژ موجب از بین رفتن اهداف آن دو گروه خواهند شد.

کاشانی تبار و همکاران (۱۳۹۹) بیان می‌کنند ایجاد تبادل بین سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی برای سرمایه‌گذاری در بورس نیاز به ثبات‌سازی نوسانات قیمت سهام و همچنین کاهش بازدهی در سایر بازارها و کاهش تنش‌های سیاسی دارد. نتایج پژوهش وی نشان می‌دهد سرریز نوسانات از بازارهای طلا، ارز و نفت در قیمت سهام و ایجاد حباب‌های قیمتی در بورس نقش مهمی بازی می‌کند. با این حال تمام مؤلفه‌های بازارهای موازی در ایجاد نوسان در بورس ایران نقش دارند. عباسیان و روشنی (۱۳۹۹) بیان می‌کنند که بازار مالی در هر نظام اقتصادی نقش موتور محرک اقتصاد را با تأمین مالی بخش واقعی ایفا می‌کند. با توجه به سهم عمده اعتبارات از کل تأمین مالی کشور بدیهی است ناکارآمدی و مخاطرات بازار پول^۱ می‌تواند به طرز محسوسه بخش واقعی را تحت تأثیر قرار دهد. نتایج نشان می‌دهد که شوک تسهیلات غیرجاری به شبکه بانکی در مقایسه با سایر شوک‌ها اثر بیشتری در تنگنای اعتباری دارد و مدت زمان از بین رفتن این اثر، طولانی‌تر است.

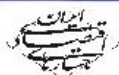
سامانی پور و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهش خود بیان می‌کنند بی‌ثباتی در اقتصاد می‌تواند به پیامدهای نامطلوب و دوره‌های ناثبات در اقتصاد کلان و شبکه بانکی کشور بینجامد. نتایج پژوهش وی نشان می‌دهد ثبات بانکی دوره قبل، تورم، اختلاف نرخ سود سپرده و تسهیلات، نرخ ارز، بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت سرمایه به تسهیلات و نرخ رشد اقتصاد جهان دارای اثر مثبت بر شاخص ثبات است؛ همچنین شاخص مالی بورس اوراق بهادار، قیمت نفت، نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی و مطالبات غیرجاری دارای اثر منفی بر ثبات بانکی هستند.

کمیحجانی و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهش خود نشان دادند که

۱. لفظ در «بخش اعتباری» جایگزین «بازار پول» شود؛ زیرا بدون آلوده شدن معاملات به ربا، بازار پول قادر به فعالیت نخواهد بود.

۲. بهتر است بگوییم «حسابداری خلاف».

۳. البته این پدیده در کوتاه‌مدت محقق می‌شود، ولی در بلندمدت شاخص قیمت سهام در راستای افزایش نرخ ارز افزایش خواهد یافت.



سوداگرانه و اقتصاد واقعی برقرار بوده، این رابطه با گسترش فضای مجازی حتی در مناطق روستایی و شهری قابل تسری است. تورنر^۵ (۲۰۱۵) اظهار داشت که در شرایط رکودی، شوک‌های نامطلوب بر ترازنامه (در اثر افزایش نکول)، افزایش ریسک را در پی دارد که به کاهش تولید و سرمایه‌گذاری می‌انجامد؛ اکنون، چنانچه جهت خروج از رکود سیاست کاهش نرخ تسهیلات اتخاذ شود، ممکن است دریافت وام افزایش یابد و این افزایش تسهیلات‌گیری در مقایسه با کاهش سرمایه‌گذاری ناشی از افزایش ریسک اندک باشد؛ زیرا افزایش دسترسی به اعتبارات در شرایط رکود عمیق، نخست افزایش خرید دارایی‌های ثابت به‌ویژه زمین را در پی دارد؛ دوم، سهولت دسترسی جهت دریافت مواضع سوداگرانه در بازارهای آتی را دارد و سوم، افزایش خروج پول از کشور برای اهداف مولد و غیرمولد را در پی خواهد داشت. مطالعه مشابهی نیز در مقاله برل و مینز^۶ (۱۹۳۲) انجام شده است.

آدام^۷ (۲۰۱۵) نقش انتظارات در سفته‌بازی را بررسی کرده است؛ سفته‌بازان در کوتاه‌مدت انتظارات تطبیقی را ملاک انتظارات قیمتی نسبت به آینده قرار دادند و انتظارات عقلایی در عوامل سوداگر به‌ندرت به‌کار برده می‌شود. یاواس^۸ (۲۰۱۲) به مطالعه مقطعی ایجاد سفته‌بازی در بازار سهام پرداخت؛ در اوایل دهه ۱۷۹۰ سفته‌بازی در آمریکا حالت سازمان‌یافته یافت. در ژانویه ۱۷۹۰ تضمین دولت برای پرداخت بدهی‌های عمومی، سفته‌بازی اوراق دولتی را رشد داد. در سال ۱۷۹۲ سفته‌بازی زمین در بین بازرگانان نیویورک، لندن و پاریس رایج بود؛ تقسیم املاک و ایجاد سهام و فروش به افراد بیشتر در گروه‌های کوچکتر با هدف کسب سود انجام می‌شد و تب سفته‌بازی را در آن زمان به همراه رشد قیمت‌ها رواج داد. در مارس ۱۷۹۲ وال استریت به‌وسیله تعدادی از فعالان ثروتمند سفته‌باز در نیویورک افتتاح شد. در سال ۱۷۹۴ سفته‌بازی اوراق قرضه بانکی به‌شدت رواج یافت. در سال ۱۸۵۰ نیز فروش سهام راه‌آهن به کشاورزان و سرمایه‌گذاران

مخارج جاری و عمرانی در نظر گرفته می‌شود. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که شوک متغیرهای قیمت ارز، قیمت نفت، مخارج دولت و شبه‌پول بر بازدهی سهام تأثیر مثبت و معنادار داشته، اما قیمت طلا و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در مسکن، مخارج جاری و حجم پول بر بازدهی سهام تأثیر منفی دارند.

۳-۲. مروری بر مطالعات خارجی

بولارد^۱ (۲۰۲۱) به بررسی نظریه توپین در مورد وضع مالیات بر سفته‌بازی پرداخته و آن را به جریان سرمایه مرتبط کرده است و او وضع مالیات را بر کاهش سفته‌بازی بازار سرمایه مؤثر می‌داند. بررسی هیروتا^۲ و همکاران (۲۰۲۰) نشان داد که نتایج سفته‌بازی در بازار سرمایه عبارتند از: انحراف قیمت از مقدار مبنایی، بی‌ثباتی قیمت‌ها، ارتباط دوسویه قیمت‌ها و میزان نقل و انتقالات سهام و افزایش معاملات سوداگرانه در پی افزایش عرضه پول؛ آنان در این مطالعه اثبات می‌کنند که چگونه سوداگری و افزایش عرضه پول بر قیمت‌ها در بازارهای مالی اثر می‌گذارند. ایشان کنترل عرضه پول را بر قیمت‌های دارایی مؤثر می‌دانند.

هونتراکول^۳ (۲۰۲۰) بیان می‌کند محور اصلی بحران مالی جهانی در شرایط فعلی، خطر درون‌زایی است که در سیستم بانکی و به‌واسطه ایجاد و تقویت اعتبارات شکل می‌گیرد. در گذشته چرخه‌های رکود و رونق سوداگری در بیرون از سیستم بانکی ایجاد می‌شد، اما رویه آن در دوره کنونی گسترده‌تر شده است؛ ترازنامه بانک‌ها با شرایط مشابهی در به‌هم‌آمیختگی تقویت اعتبارات و نوسانات بورس وضعیت مشترکی دارند و ریسک اوراق بهادار در تمام آنها وجود دارد. در صورت ایجاد بحران در مورد اوراق و وجود یک سیاست پولی بی‌اثر، نه یک دولت جدید و نه یک سیستم مالی جدید، دیگر نمی‌تواند راه‌حل روشنی برای عبور از بحران ارائه دهد. دوروکس^۴ (۲۰۲۰) در مطالعه خود شجره‌نامه بحران‌های قدیم و جدید و تأثیر آزادسازی را بررسی کرده است. وی بیان می‌کند آنچه آشکار است یک رابطه احتمالی بین اقتصاد

5. Turner

6. Berle, A. & Means

7. Adam

8. Yavas

1. Bullard

2. Hirota

3. Hoontrakul

4. Devereux

تولید کالا و خدمات ارتباط ندارد؛ از این رو تقاضای پول ارتباطی با سطح فعالیت‌های اقتصادی ندارد و به معاملاتی مربوط می‌شود که هیچ رابطه مشخصی بین آنها و تولید ناخالص داخلی نیست. در مطالعه استیگلitz (۲۰۱۶) نیز این انتقاد تشریح شده است. اچنگرین^۹ (۱۹۹۶) و دولی^{۱۰} (۱۹۹۸) با ابراز انتقاد از عقاید فریدمن^{۱۱} درباره سفته‌بازی، تورم و سطح نرخ بهره را دو عامل دیگر مؤثر بر سفته‌بازی بازار سرمایه معرفی می‌کند. آنها معتقدند سفته‌بازان نه منطق حاکم بر سفته‌بازی را رعایت می‌کنند و نه به توجیه رفتارهای بازارهای مالی دقت دارند؛ در واقع تئوری فریدمن بدون در نظر گرفتن پیامدهای سفته‌بازی، صرفاً گردش آزاد سرمایه را به دلیل «سودآور بودن» سودمند می‌دانند. در یک جمع‌بندی کلی می‌توان گفت مطالعات در دهه ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۰ بیشتر معطوف بر نقش بانکها در ایجاد بحران در بازارهای دارایی بوده است، اما از ۲۰۱۰ تا دوره فعلی، با جزئی‌نگری بیشتر در مورد تضعیف اثرگذاری سیاست پولی بانک مرکزی، به واسطه عملکرد متغیرهای بانکی مانند مازادسپرده، بدهی بانکها به بانک مرکزی و تسهیلات غیرجاری در سیستم بانکی و آثار آن بر بازارهای مالی و دارایی مطالعه انجام شده است.

۴. تصریح مدل

مدل اصلی مورد بررسی در این مطالعه به شکل رابطه زیر است:

$$TSE = C + \beta_1 DEB_{it} + \beta_2 NOF_{it} + \beta_3 EXD_{it} \quad (1-4)$$

در رابطه (۱-۴) TSE نشان‌دهنده شاخص بورس ماهانه است؛ در حالی که EXD مازادسپرده، DEB بدهی بانکها به بانک مرکزی و NOF تسهیلات غیرجاری در چهار گروه بانکی (شامل سی بانک) است. در مدل حاضر از مقدار لگاریتمی متغیرها به کار می‌رود، زیرا به هنگام استفاده از مقدار مطلق داده‌ها به دلیل وجود نوسان در طول دوره زمانی، دامنه نوسانها تا حد زیادی تعدیل می‌شود. داده‌های مورد استفاده از بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری و تخمین مدل با استفاده از نرم‌افزار $EViews11$

خرد در آمریکا به ایجاد راه‌آهن انجامید که به عنوان نخستین مقیاس بزرگ سرمایه‌گذاری بازارهای مالی به شمار می‌رود. اگرتسون^۱ (۲۰۰۳) به تبیین سیاست‌های غیراستاندارد اتخاذشده بانک مرکزی پرداخت؛ وی ورود سوداگرانه بانک مرکزی به یک دارایی خاص را سیاست غیراستاندارد نامید و در ادامه عنوان کرد که این سیاست در یک اقتصاد صنعتی نمی‌تواند موفق باشد؛ سامرز^۲ و همکاران (۲۰۱۸)، برنانکه^۳ و همکاران (۲۰۰۴) نیز مطالعات مشابهی در این باره داشته‌اند. در مقالات استیگلitz^۴ (۲۰۱۰) و یلمارت^۵ (۲۰۰۹) و برونر میر^۶ و همکاران (۲۰۰۹) نحوه تعامل بانکهای بزرگ در اقتصاد تشریح شده است. و یلمارت بیان کرد که بانکهای بزرگ در دهه ۱۹۹۰ در نتیجه سه عامل پدید آمدند: نوآوری، مقررات‌زدایی و جهانی شدن مالی که به ایجاد موجی از ادغام و تملک انجامید و صنعت خدمات مالی را به سطوح بالاتر گسترش داد. بانکهای بزرگ به جای ثبات، برنامه‌ریزی‌های کوتاه‌مدت و سوداگری‌های تهاجمی را با هدف سوددهی بیشتر به مدیران و سهامداران خود انجام دادند و موجی از نقدینگی بیش از حد را که از اواخر دهه ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۷ ایجاد شده بود، مانند یک بمب ساعتی برای تخریب سیستم مالی جهانی فعال کردند.

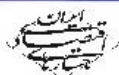
گرینوالد و استیگلitz^۷ (۱۹۹۳، ۲۰۰۳) با انتقاد از مدل پولی استاندارد^۸ این‌طور عنوان کردند که در این مدل نرخ بهره از تقاطع عرضه و تقاضای پول به دست می‌آید. اگر عرضه پول از سوی دولت به صورت ثابت انجام شود، تقاضای پول تابعی از درآمد و نرخ بهره خواهد بود؛ اما در یک اقتصاد مدرن برای انجام معاملات داشتن پول لازم نیست، بلکه حضور اعتبار کافی است و هزینه نگهداری پول نیز به سیاست‌های پولی و سطح فعالیت‌های اقتصادی ارتباطی ندارد و حتی اگر برای انجام معاملات پول هم باشد، بیشتر دادوستدها مربوط به دارایی‌هایی است که مستقیماً به

1. Eggertsson
2. Summers
3. Bernanke
4. Stiglitz
5. Wilmarth
6. Brunnermeier
7. Greenwald & Stiglitz
8. MV=PQ

9. Eichengreen

10. Dooley

۱۱. فریدمن (۱۳۹۵) سفته‌بازی را عامل ایجاد ثبات در اقتصاد می‌داند.



جدول ۴: نتایج حاصل از مدل پنل برای بانک‌های تخصصی

مقدار احتمال	آماره t	ضریب	متغیر توضیحی
۰/۰۰	۳/۳۵	۶۱/۲۸	عرض از مبدأ
۰/۷۶	-۰/۳	-۵/۳۷	بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی
۰/۰۰	۲/۹۴	۰/۰۰۰۱	مازاد سپرده
۰/۰۰	۱۱/۸۳	۰/۰۰۱	تسهیلات غیرجاری

جدول ۵: نتایج حاصل از مدل پنل برای بانک‌های خصوصی شده

مقدار احتمال	آماره t	ضریب	متغیر توضیحی
۰/۰۰	-۴/۲۶	-۶۴/۶۲	عرض از مبدأ
۰/۰۱	-۲/۵۲	-۰/۰۰۰۳	بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی
۰/۰۰	۱۳/۴۸	۰/۰۰۰۶	مازاد سپرده
۰/۰۰	۵/۳	۰/۰۰۱۳	تسهیلات غیرجاری

جدول ۶: نتایج حاصل از مدل پنل برای بانک‌های خصوصی

مقدار احتمال	آماره t	ضریب	متغیر توضیحی
۰/۰۰	۹/۱۰	۳۲/۵۹	عرض از مبدأ
۰/۰۰	۵/۲۴	۰/۰۰۰۵	بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی
۰/۰۰	۱۴/۱۲	۰/۰۰۰۴	مازاد سپرده
۰/۰۰	۹/۸۴	۰/۰۰۱۴	تسهیلات غیرجاری

به دلیل اینکه مدل مورد نظر به صورت لگاریتمی تصریح شده است، ضرایب حاصل از تخمین مدل بیانگر مقادیر کشش نسبت به هر یک از عوامل تأثیرگذار می‌باشد. در ادامه به تحلیل نتایج مدل می‌پردازیم.

۴-۴. تحلیل نتایج برآورد مدل پانل دیتا

همان‌گونه که بیان شد، مدل به صورت مقطع دربرگیرنده سه متغیر در چهار گروه بانک‌های تجاری (دولتی)، تخصصی (دولتی)، خصوصی شده (غیردولتی) و خصوصی (غیردولتی) است و شاخص بورس با تواتر ماهانه به صورت سری زمانی لحاظ می‌شود.

محاسبات نشان می‌دهد کشش شاخص بورس نسبت به مازاد سپرده در چهار گروه بانکی معنادار است.

انجام شده است. داده‌های مورد استفاده نیز مربوط به بازه زمانی ۹۲-۱۳۹۸ می‌باشند. به‌عنوان گام اول در برآورد مدل برای هر گروه بانکی، از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. فرضیه صفر این آزمون مبتنی بر برابر بودن تمام عرض از مبدأهاست و فرضیه مقابل بیانگر آن است که دست‌کم یکی از عرض از مبدأها متفاوت است.

جدول ۱: نتایج آزمون F لیمر برای هر گروه بانکی

بانک‌های تجاری		بانک‌های تخصصی		بانک‌های خصوصی شده	
آماره F	سطح احتمال	آماره F	سطح احتمال	آماره F	سطح احتمال
۷۸/۳۶	۰/۰۰	۲۶/۱۸	۰/۰۰	۱۵/۸۶	۰/۰۰

همان‌طور که نتایج آزمون F لیمر نشان می‌دهد، فرضیه صفر رد شده است؛ بنابراین مدل مورد بررسی تجمیعی نیست. گام بعدی تعیین نوع اثر متغیرهای توضیحی است؛ بدین منظور با استفاده از آزمون هاسمن به بررسی روش برآورد (اثرهای ثابت، اثرهای تصادفی) خواهیم پرداخت. فرضیه صفر این آزمون، وجود اثرهای تصادفی و فرضیه مقابل وجود اثرهای ثابت است.

جدول ۲: نتایج مربوط به آزمون هاسمن

بانک‌های تجاری		بانک‌های تخصصی		بانک‌های خصوصی شده	
آماره F	سطح احتمال	آماره F	سطح احتمال	آماره F	سطح احتمال
۷۸/۵۴	۰/۰۰	۷۷/۴	۰/۰۰	۱۳۹/۹۱	۰/۰۰

براساس نتایج آزمون هاسمن، فرضیه صفر مبتنی بر انتخاب روش تصادفی رد می‌شود.

نتایج حاصل از برآورد این مدل‌های پویا برای هر چهار گروه بانکی در جدول‌های زیر آورده شده است.

جدول ۳: نتایج حاصل از مدل پنل برای بانک‌های تجاری

مقدار احتمال	آماره t	ضریب	متغیر توضیحی
۰/۴۳	-۰/۷۹	-۱۷/۶۱	عرض از مبدأ
۰/۲۸	۱/۰۶	۰/۰۰۰۲	بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی
۰/۰۰	۱۴/۲۴	۰/۰۰۰۳	مازاد سپرده
۰/۰۰	۴/۱۲۸	۰/۰۰۱۳	تسهیلات غیرجاری



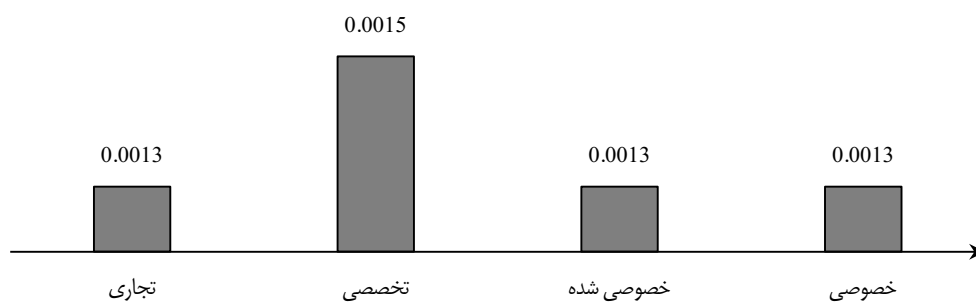
نمودار ۲: کشتش شاخص بورس نسبت به مازاد سپرده در گروه‌های بانکی (درصد)

برگرفته از: محاسبات مؤلف

محاسبات نشان می‌دهد کشتش شاخص بورس نسبت به تسهیلات غیرجاری در چهار گروه بانکی معنادار می‌باشد؛ نتایج در نمودار ۳ ترسیم شده است. با توجه به نتایج، مقادیر کشتش شاخص بورس نسبت به تسهیلات غیرجاری در بانک‌های تخصصی (دولتی) رتبه اول را داراست؛ وظایف محوله به این گروه بانکی در ایجاد این نتیجه اثر مستقیم دارد. مقادیر کشتش شاخص بورس نسبت به تسهیلات غیرجاری در بانک‌های تجاری (دولتی) و بانک‌های خصوصی شده (غیردولتی) و بانک‌های خصوصی (غیردولتی) در رتبه بعدی قرار داشته، تقریباً برابر می‌باشند.

همان‌طور که در نمودار ۲ ملاحظه می‌شود، مقادیر کشتش شاخص بورس نسبت به مازاد سپرده در بانک‌های خصوصی شده (غیردولتی) رتبه اول را دارا بوده است. مقادیر کشتش شاخص بورس نسبت به مازاد سپرده در بانک‌های خصوصی (غیردولتی) رتبه دوم و بانک‌های تجاری (دولتی) رتبه سوم را دارا بوده و مقادیر کشتش شاخص بورس نسبت به مازاد سپرده در بانک‌های تخصصی (دولتی) رتبه چهارم را داراست.

کشتش شاخص بورس نسبت به بدهی به بانک مرکزی در گروه بانک‌های تجاری (دولتی)، تخصصی (دولتی) و خصوصی شده (غیردولتی) معنادار نیست و تنها مقدار کشتش شاخص بورس نسبت به بدهی بانک‌های خصوصی (غیردولتی) به بانک مرکزی معنادار است.



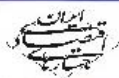
نمودار ۳: کشتش شاخص بورس نسبت به تسهیلات غیرجاری در چهار گروه بانکی (درصد)

برگرفته از: محاسبات مؤلف

۵۰۳ هزار میلیارد تومان مازاد سپرده در سیستم بانکی وجود داشته که ۱۲۰ هزار میلیارد تومان آن را بانک‌های خصوصی شده و بیش از ۳۷۰ هزار میلیارد تومان آن را بانک‌های خصوصی در

۶. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

فعالیت سوداگرانه بانک‌های غیردولتی در بورس اوراق بهادار به مراتب بیشتر از بانک‌های دولتی است. در سال ۱۳۹۸ حدود



سال ۱۳۹۸ در بانک‌های تجاری ۱۰ درصد و در بانک‌های تخصصی ۳۲/۵ درصد می‌باشد. این سهم در بانک‌های خصوصی شده ۱۸ و در بانک‌های خصوصی ۳۹/۵ درصد است. مسدود شدن منابع و بی‌توجهی در استرداد آن توسط بانک‌های غیردولتی با اهداف تعیین شده برای آنها همخوانی ندارد؛ به‌طور کلی معنادار بودن کشش شاخص بورس نسبت به این متغیر در بانک‌های دولتی و غیردولتی مؤید عملکرد سوداگرانه بانک‌ها در بازار بورس است. از این رو پیشنهاد می‌شود نظارت سیاستگذار پولی بر بانک‌ها و مؤسسات اعتباری با جدیت پیگیری شود و متغیرهای مؤثر بر رفتار سفته‌بازی بانک‌ها که در این مطالعه مورد بررسی قرار گرفت، به‌دقت رصد شود و مقررات انضباطی سخت و قاطعی جهت جلوگیری از این‌گونه رفتارها اعمال گردد.

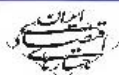
کنترل داشته‌اند. کشش شاخص بورس نسبت به مازاد سپرده بانک‌های خصوصی شده رتبه اول و نسبت به بانک‌های خصوصی رتبه دوم را دارا می‌باشد؛ به ترتیب بانک‌های تجاری و تخصصی در رتبه‌های بعدی قرار دارند.

کشش شاخص بورس نسبت به بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی تنها در بانک‌های خصوصی معنادار است. در سال ۱۳۹۸ حدود ۴۲ درصد بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی متعلق با بانک‌های خصوصی می‌باشد و بالا بودن این سهم در این گروه بانکی با وجود حجم بالای منابع در اختیار جای تأمل است.

کشش شاخص بورس نسبت به تسهیلات جاری در بانک‌های تخصصی رتبه اول را دارا می‌باشد و سایر گروه‌های بانکی با میزان کشش یکسان در رتبه دوم قرار دارند. سهم تسهیلات غیرجاری در

منابع

۱۰. واعظ برزانی، محمد؛ سعید صمدی و محمدجواد ابوالحسنی (۱۴۰۰)، «تعیین اثرات کوتاه‌مدت و بلندمدت متغیرهای کلان اقتصادی و بانکی بر حجم مطالبات معوق بانک‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۸۶-۱۳۹۶)»، فصلنامه مطالعات اقتصادی کاربردی ایران، پیاپی ۳۷، ص ۲۰۱-۲۳۳.
11. Adams-Kane Jonathon, Yueqing Jia, and Jamus Jerome Lim, (2015), "Global transmission channels for international bank lending in the 2007-2009 financial crisis", *Journal of International Money and Finance* 56: 97-113.
12. Berle, A. A. & Means, G.C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*. New York, NY: Harcourt, Brace and World, 2nd ed. 1967.
13. Bernanke Ben S, Vincent R. Reinhart, and Brian P. Sack, (2004), "Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment", *Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs in Federal Reserve Board, Washington, D.C.*
14. Blanchard Oliver, Atish Ghosh, and Marcos Chamon, (2015), "Are Capital Inflows Expansionary or Contractionary? Theory, Policy Implications, Some Evidence", *IMF Working Paper 15*. Available online: <https://www.nber.org/papers> (accessed on 22 April 2021).
15. Brunnermeier, M, Crocket, A, Goodhart, C, Persaud, AD, and Hyun Shin, (2009), "The Fundamental Principles of Financial Regulation", *Geneva Reports on the World Economy*.
16. Caballero Ricardo J., and Alp Simsek, (2020), "A model of fickle capital flows and retrenchment", *Journal of Political Economy* 128: 2288-328.
17. Dornbusch Rudiger, and Werner Alejandro, (1995), "Currenc crises and collapses", *Brookings Papers in Economic Activity*, pp.93-219.
۱. خان محمدی، محمدحامد؛ اصغر اسدی و نرگس محسنی دهکلانی (۱۳۹۷)، «پویایی شوک بازارهای موازی با بازار سهام بر بازدهی سهام»، فصلنامه چشم‌انداز مدیریت مالی، پیاپی ۲۳، ص ۶۱-۸۵.
۲. رشیدی، علی (۱۳۹۸)، «نقش بانک‌ها در فعالیت بازار سهام»، نشریه اقتصاد مالی، پیاپی ۵۲، ص ۱-۲۶.
۳. سامانی‌پور، حسن؛ تیمور محمدی، عباس شاکری و مهدی تقوی (۱۳۹۹)، «الزامات نظارت احتیاطی کلان و تأثیر آن بر ثبات نظام بانکی ایران»، نشریه اقتصاد مالی، پیاپی ۵۲، ص ۱-۲۶.
۴. شاکری، عباس (۱۳۹۵)، مقدمه‌ای بر اقتصاد ایران، تهران: نشر رافع.
۵. طالبیان، مسعود و سعید احمدی‌زاد (۱۳۹۹)، «شیوه‌های بهبود قراردادهای آتی در بورس کالای ایران»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، پیاپی ۵۰، ص ۱۷۱-۱۹۸.
۶. عباسیان، عزت‌الله و کلثوم روشنی (۱۳۹۹)، «مدل‌سازی علل تنگنای اعتباری در ایران: رهیافت DSGE»، فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، پیاپی ۹۵، ص ۲۴۳-۲۷۰.
۷. کاشانی‌تبار، شهرزاد؛ فریدون رهنمای رودپشتی، میرفیض فلاح و غلامرضا زمردیان (۱۳۹۹)، «بررسی تأثیر سرریز نوسانات در بازارهای مالی و ویژگی‌های بازاری در پیش‌بینی ترکیب حساب قیمت در بورس با رویکرد تلاطم‌های شرطی»، فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، پیاپی ۴۴، ص ۳۲۸-۳۴۹.
۸. کمیجانی، اکبر؛ امیر عزیزی و تیمور رحمانی (۱۳۹۸)، «بررسی تأثیر تسهیلات غیرجاری بر خلق درون‌زای پول بانکی و شکنندگی نظام بانکی در ایران»، فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، پیاپی ۹۱، ص ۴۳-۷۲.
۹. میشکین فردریک اس (۲۰۱۰)، اقتصاد پول، بانکداری و بازارهای مالی، ترجمه حسین قضاوی، ج ۱ و ۲، تهران: مؤسسه عالی آموزش بانکداری ایران.



28. Hirota Shinichi, Juergen Huber, Thomas Stöckl, and Shyam Sunder (2020), "Speculation and price indeterminacy in financial markets: an experimental study", crows foundation discussion paper No. 2134R.
29. Hoontrakul Pongsak (2020), "Global Financial Crisis & Implications to Thailand", An ex-Banker's View.
30. Keynes, J. M. (1936), "The General Theory of Employment, Interest and Money". London: Mac-millan and Co. limited.
31. Krugman Paul, ed (2000), "Currency Crises", Chicago: University of Chicago Press.
32. Prasad Eswar, Jose de Gregorio, Donald Kohn, Hyun Song Shin, and Charles H. Dallara, (2011), "Banks and Cross-Border Capital Flows: Policy Challenges and Regulatory Responses". Technical Report. Washington, DC: The Committee for International Economic Policy and Reform.
33. Stiglitz, J. E. (1989), "Using Tax Policy to Curb Speculative Short-term Trading", Journal of Financial Services Research, 3, 101-115.
34. Shiller, R. J. (2000), "Irrational Exuberance", Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
35. Stiglitz, Joseph E. (2010). *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*. W. W. Norton & Company.
36. Stiglitz Joseph E. (2016), "The Theory of Credit and Macro-Economic Stability", National Bureau of Economic Research 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138.
37. Summers Lawrence H, Gauti B. Eggertsson, Ragnar E. Juelsrudz, Ella Getz (2018), "Negative nominal interest rates and the bank lending channel" "Working papers fra Norges Bank, FacilityServices@norges-bank.no.
38. Thimmaraya Ramesh, M. Venkateshwarlu (2012), "A Novel Quantitative Behavioral Framework for Financial Markets Prediction", Proceedings of 61st Annual Meeting of The Mid West Finance Association, New Orleans, USA, 22-25th .
18. Dooley M, (1996), "The Tobin Tax: Good Theory, Weak Evidence, Questionable Policy". In Haq Ul M., Kaul I., Grunberg I. Eds: *The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility*. Oxford University Press, New York, Oxford.
19. Calvo, Guillermo A, (1998), "Capital flows and capital-market crises: The simple economics of sudden stops", *Journal of Applied Economics* pp34-54.
20. Eggertsson, Gauti, and Michael Woodford. 2003a. "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 139-233.
21. Eichengreen B., Wyplosz C, (1996), "Taxing International Financial Transactions to Enhance the Operation of the International Monetary System", In Haq Ul M., Kaul I., Grunberg I. Eds: *The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility*, Oxford University Press, New York, Oxford.
22. Eraker .B, (2008), "The Volatility Premium", *Proceedings of The Triangle Econometrics Conference*, Research Triangle Park.
23. Friedman M, (1953), "The Case of Flexible Exchange Rates. In *Essays in Positive Economics*", University of Chicago Press.
24. Gabaix, Xavier, and Matteo Maggiori, (2015), "International liquidity and exchange rate dynamics", *Quarterly Journal of Economics* 130:1369-420.
25. Greenwald, Bruce, & Stiglitz, Joseph E. (1993b), *Monetary policy and the theory of the risk-averse bank*. Working Papers in Applied Economic Theory 93-04, Federal Reserve Bank of San Francisco.
26. Greenwald, Bruce, & Stiglitz, Joseph E. (2003), *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*. Cambridge University Press.
27. Hayward Rob, Geogoriou Andros (2021), "International Capital Flows and Speculation", *Journal of Risk and Financial Management*, MDPI.



- Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis”, Connecticut Law Review 963.
42. Yavas Abdullah,(2012), “A RECOUNT OF THE EARLY JOINT STOCK COMPANIES AND SECURITIES TRADING IN THE UNITED STATES (1620s-1850s)”. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2030273>.
39. Thimmaraya Ramesh, Masuna Venkateshwarlu (2017), “Implied Volatility and Stock Market Speculation”, Electronic copy available at: <https://ssrn.com/abstract=3040470>.
40. Turner, Adair (2015), Between Debt and the Devil: Money, Credit, and Fixing Global Finance, Princeton University Press, Princeton, NJ.
41. Wilmarth, AE, (2009), “The Dark Side of Universal