



## بررسی اثرات شاخص بانک های سرمایه گذاری بر حجم معاملات بازار های اولیه و ثانویه بورس ایران

عباس پاپی زاده پالنگان<sup>۱</sup>

نعمت فلیحی<sup>۲</sup>✉

شهریار نصیبیان<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۹/۲۸

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۷/۲۶

### چکیده

بانک سرمایه گذار یک سازمان مالی است که بین شرکت انتشار دهنده اوراق بهادار و جامعه خریدار نقش واسطه ایفا می کند؛ و از آنجاکه تأمین مالی بیشتر شرکتها از طریق انتشار اوراق بهادار صورت می گیرد و این روش سهم بسزایی در توسعه نظام تأمین مالی کشور دارد، بررسی نقش بانک های سرمایه گذاری در فرآیند انتشار اوراق بهادار بسیار مهم می نماید. هدف اصلی این مقاله؛ شناسایی شاخص های بانک های سرمایه گذاری در بخش های دولتی و خصوصی بر شاخص قیمت بورس می باشد. قلمرو زمانی تحقیق در بازه ۱۳۹۰ الی ۱۴۰۰ می باشد، برای جمع آوری اطلاعات آماری از داده های بازار اولیه، بازار ثانویه و تأمین مالی (تأمین سرمایه امید، تأمین سرمایه امین، تأمین سرمایه بانک مسکن، تأمین سرمایه بانک ملت، تأمین سرمایه تمدن، تأمین سرمایه سپهر، تأمین سرمایه کردان، تأمین سرمایه لوتوس پارسیان، تأمین سرمایه نوین) به عنوان شاخص های تأثیرگذار بانک های سرمایه گذاری و میزان سرمایه گذاری کوتاه بانک های سرمایه گذاری و شاخص قیمت بورس استفاده شده است. روش تجزیه و تحلیل این پژوهش مدل اقتصادی سنجی خود رگرسیون (پنل ور) می باشد. با استفاده از آزمون فیشر و آزمون هم انباشتگی جوهانسن ایستایی و روابط بلندمدت متغیرها مورد بررسی قرار گرفت نشان داده شد همه متغیرها در سطح صفر ایستا نبودند و با یک بار تفاضل گیری ایستا شدند و بر اساس نتایج آماره اثر و حداکثر مقدار ویژه دو رابطه بلندمدت در سطح ۰.۹۵ بین متغیرها وجود دارد. در ادامه با استفاده از تحلیل شوکها و تجزیه واریانس نشان داده شد از بین شاخص های تأثیرگذار بانک های سرمایه گذاری (عرضه اولیه) در بخش بانک های دولتی و خصوصی بیشترین تأثیر بر شاخص قیمت بورس می باشد.

**واژه های کلیدی:** شاخص، سرمایه گذاری، حجم معاملات، بازارهای اولیه، ثانویه بورس، ایران.

طبقه بندی JEL: G41, G4, D9, D91

۱- گروه اقتصاد، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران-ایران abas.papizade1360@gmail.com

۲- گروه اقتصاد، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران- ایران (نویسنده مسئول) nfalihi@gmail.com

۳- گروه اقتصاد، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران- ایران nnessabian@gmail.com



## ۱- مقدمه

نظام مالی یک کشور مجموعه‌ای از بنگاه‌ها، بازارها، قوانین و مقررات و تکنیک‌هایی است که در آن اوراق قرضه، سهام و سایر اوراق بهادار معامله می‌شوند و بدین گونه در سراسر دنیا گسترش یافته‌اند. شبکه بانکی، بورس اوراق بهادار، مؤسسات بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، مؤسسات مالی - اعتباری و نهاد های مشابه، در مجموع سازمان‌هایی هستند که بخش مالی اقتصاد کشور را تشکیل می‌دهند. بخش مالی به مجموعه‌ای از نهادها و سازمان‌هایی گفته می‌شود که عمدتاً به تجهیز منابع و تخصیص اعتبار می‌پردازند. تردیدی وجود ندارد که برای رشد فعالیت‌های اقتصادی نیازمند سرمایه‌گذاری هستیم و زمانی درآمد ملی افزایش می‌یابد که در اقتصاد به‌اندازه کافی سرمایه‌گذاری شده باشد. افزایش سرمایه‌گذاری نیز به‌نوبه خود مستلزم تجهیز منابع مالی بیشتر است و این وظیفه بر عهده بخش مالی است لذا توسعه بازارهای سرمایه از پیش‌نیازهای اصلی جهت رشد اقتصادی و افزایش رفاه اجتماعی است (فدایی خوراسگانی، ۱۳۸۸)

توسعه نظام تأمین مالی برای بازار سرمایه در دو بازار اولیه و ثانویه متصور است. بازار اولیه بازاری است که در آن اوراق بهادار برای اولین بار معامله می‌شود و شرکت‌ها سرمایه‌موردنیاز خود را از آنجا به دست می‌آورند؛ اما بازار ثانویه بازاری است که در آن اوراق بهادار قدیمی و موجود مجدداً دست‌به‌دست شده و مورد معامله قرار می‌گیرد. با مروری تاریخی بر فعالیت شاخص بانک‌های سرمایه‌گذاری درمی‌یابیم که در سال‌های اولیه پیدایش، فعالیت آن‌ها عمدتاً به بازار اولیه محدود بوده، اما به‌مرور حوزه فعالیتشان به بازار ثانویه نیز کشیده شده است. شاخص بانک‌های سرمایه‌گذاری با محصولات و خدمات متنوع خود، به‌طور مستقیم و غیرمستقیم موجبات توسعه نظام تأمین مالی را برای هر اقتصادی فراهم می‌آورند، اما از آنجا که طیف وسیعی از خدمات آن‌ها را در زمینه تأمین مالی شاهد هستیم، در این بخش از نقش‌های غیرمستقیم صرف‌نظر کرده، به توضیح تفصیلی مواردی می‌پردازیم که به‌طور مستقیم در توسعه نظام تأمین مالی دخالت دارند. (خدا بخشی و شمسی، ۱۳۹۶)

بانکداری سرمایه‌گذاری به فعالیت‌های اطلاق می‌شود که با پذیره‌نویسی و انتشار اوراق بدهی و سهام جدید مرتبط هستند. اوراق بهادار جدید هم می‌تواند اوراق بهادار اولیه‌ای باشد که شرکت برای اولین بار آن را منتشر کرده است. که گاهی اوقات انتشار عمومی اولیه نامیده می‌شود) و هم می‌تواند اوراق بهادار ثانویه باشد (منظور اوراق بهادار ثانویه اوراق مربوط به حرکت‌هایی است که ورقه‌های سهام و بدهی آن‌ها قبلاً معامله شده‌اند). (ساندرز<sup>۱</sup>، ۲۰۰۳). به عبارتی؛ بانک سرمایه‌گذاری بانکی است که عمدتاً به خرید و انتشار اوراق بهادار اشتغال دارد و یا با اعطای وام بلندمدت به شرکت‌ها و مؤسسات سهام آن‌ها را در اختیار می‌گیرد به‌طوری‌که غالباً کنترل شرکت یا مؤسسه مزبور را به دست می‌آورد. (گلریز، ۱۳۸۰)

آنچه در تمام تعاریف بالا مشترک است فعالیت‌های بانک سرمایه‌گذاری است، اما در مورد برگردان واژه "Investment Bank" به فارسی، همان‌طور که مشاهده می‌شود تفاوت‌هایی وجود دارد. در این باره باید به این نکته اشاره کرد که اصطلاح «بانک سرمایه‌گذار تا حدی گمراه‌کننده است، چرا که بانک‌های سرمایه‌گذاری نه

<sup>۱</sup> Saunders

سرمایه‌گذارند و نه بانکدار، یعنی نه مانند بانک‌های تجاری و نه مانند صندوق‌های پس‌انداز، سپرده‌های دیگران را جمع‌آوری می‌کنند و نه وجوه خود را به‌طور دائمی برای سرمایه‌گذاری اختصاص می‌دهند، لذا در ایران به‌جای عبارت بانک سرمایه‌گذاری از اصطلاح «مؤسسات تأمین سرمایه» و در انگلستان از اصطلاحات بانک سوداگری» و «مراکز صادرکننده، و یا «مؤسسات پذیرهنویسی، استفاده می‌شود.

می‌توان گفت؛ بانک سرمایه‌گذاری یک واسطه مالی است که در زمینه فروش اوراق بهادار و پذیرهنویسی انتشار سهام جدید سهام خود برای جمع‌آوری وجوه سرمایه‌ای تخصص دارد. بانکداری سرمایه‌گذاری بخش ویژه‌ای از عملیات بانکی است که به افراد یا سازمان‌ها کمک می‌کند تا در بازار اولیه، جایی که اوراق بهادار جدید منتشر می‌شوند و با اقدام به نمایندگی از مشتریان خود، نقش بسزایی در بازار ثانویه دارند، جذب سرمایه کنند. آن‌ها به‌عنوان واسطه بین صادرکنندگان امنیت و سرمایه‌گذاران عمل می‌کنند و به شرکت‌های جدید کمک می‌کنند تا به سهام عمومی تبدیل شوند. بانک‌های سرمایه‌گذاری انواع مختلفی از خدمات مالی مانند تجارت اختصاصی یا تجارت اوراق بهادار را برای حساب‌های خود، مشاوره ادغام و خرید، مالی با اهرم مالی که شامل وام پول به شرکت‌ها برای خرید دارایی و تسویه حساب است، تجدید ساختار که شامل بهبود ساختار شرکت‌ها برای ایجاد کسب‌وکار کارآمدتر است و به آن کمک می‌کند حداکثر سود و مسائل جدید یا IPO را کسب کند، جایی که این بانک‌ها به شرکت‌های جدید کمک می‌کنند تا عمومی شوند (پراکش و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸).

بانک‌های سرمایه‌گذاری در اوایل قرن ۱۹ به صورت غیررسمی توسط تجار و کارشناسان مالی برای پذیرهنویسی اوراق بهادار، واسطه‌گری مالی در معاملات و تجدید ساختار مالی شرکت‌ها شکل گرفت. فعالیت اولیه آن‌ها ابتدا از جنوب اروپا به‌ویژه ایتالیا در قرون وسطی شروع شد و به‌طرف کشورهای شمال اروپا مانند انگلستان و هلند ادامه یافت. سابقه بانک‌های سرمایه‌گذاری در انگلستان به حدود ۲۰۰ سال قبل برمی‌گردد. نقش اولیه این مؤسسات ابتدا تأمین مالی دولت‌ها بود. بعدها در تأمین مالی واردات و صادرات شرکت‌های کوچک‌تر نیز فعال شدند. نحوه تأمین مالی تجار توسط این مؤسسات این‌گونه بود که نام خود را روی برات نوشته و به‌طرف فروشنده کالا می‌دادند. این برات‌ها در بازار تنزیل می‌شدند. در انگلستان تا دهه ۱۹۷۰ بانک‌های سرمایه‌گذاری به شکل‌های شرکت‌های تضامنی فعالیت می‌کردند. در دهه ۱۹۲۰ فعالیت این مؤسسات در صنعت متمرکز شد و لذا رشد صنعت در این دوره در انگلستان مدیون رشد بانک‌های سرمایه‌گذاری بود. تا سال ۱۹۲۹ بانک‌های تجاری و بانک‌های سرمایه‌گذاری از یکدیگر تفکیک نشده بودند. وقوع بحران ورشکستگی بانک‌ها را به دنبال داشت. در آمریکا تا قبل از بحران ۱۹۳۳-۱۹۲۹ بانک‌های تجاری نقش مهمی در انجام وظایف بانک‌های سرمایه‌گذاری داشتند؛ اما بعد از وقوع بحران که ابتدا در آمریکا رخ داد سوء استفاده‌های ناشی از تبانی بین بانکداری سرمایه‌گذاری و را برای مشتریانی که از موقعیت مالی نامناسبی برخوردار بودند باعث شد کنگره آمریکا در سال ۱۹۳۳ قانون بانکداری گلاس - استیگل محدود کردن فعالیت بانک‌های تجاری در انجام وظایف بانک‌های سرمایه‌گذاری تدوین و تصویب کند. با این قانون، از آنجا فعالیت‌هایی مانند پذیرهنویسی اوراق بهادار، انجام معاملات در بازار اوراق بهادار (به‌جز

<sup>۱</sup> Prakash et al

اوراق قرضه‌های دولتی و شهرداری‌ها) و نیز برقراری ارتباط با مؤسسات اوراق بهادار برای بانک‌های تجاری ممنوع شد. طبق قانون این دو بانک حق مداخله در وظایف یکدیگر را نداشتند. این قانون عملاً نهاد های بازار پول و بازار سرمایه را تفکیک کرد. در نتیجه بر کارایی و سودآوری بانک‌های تجاری آمریکا اثر منفی داشت؛ اما بعداً متخصصان پولی و مالی متوجه شدند که عامل ورشکستگی بانک‌ها در بحران ۱۹۳۳-۱۹۲۹ به تداخل وظایف بانک‌های تجاری و بانک‌های سرمایه‌گذاری مربوط نبوده است. از این رو با وضع قوانین جدیدی از اواخر دهه ۱۹۵۰ به بانک‌های تجاری بزرگ اجازه داده شد تا با تأسیس مؤسسات وابسته به خود وظایف بانکداری سرمایه‌گذاری را در چارچوب محدودی انجام دهند. همچنین به بانک‌های سرمایه‌گذاری به‌طور کلی مقررات نیز اجازه فعالیت محدود در قلمرو وظایف بانک‌های تجاری داده شد (تراویس و کینگ<sup>۱</sup>، ۲۰۰۲). در سال ۱۹۹۹ با تصویب قانون گرام لیچ بیلی مالی مجاز به عقد قرارداد تعهد خرید و فروش اوراق بهادار قانون گلاس - استیگل لغو شد. طبق این قانون جدید شرکت‌های هلدینگ شدند. از تبعات اجرای این قانون، توسعه صنعت خدمات مالی به دنبال ادغام‌های بزرگ بین بانک‌ها و مؤسسات بیمه و شرکت‌های سرمایه‌گذاری بود. بدین ترتیب هلدینگ‌های مالی و بانکی به وجود آمدند. به‌طوری‌که این مجتمع‌های مالی می‌توانند در معاملات اوراق بهادار، عملیات بانکداری، بیمه‌گری و هر فعالیت مالی، پولی و بانکی درگیر شوند. (آسیابی اقدم و همکاران، ۱۴۰۱). همچنین هلدینگ‌های مالی می‌توانند در فعالیت‌هایی که جنبه مالی ندارد به شرط آنکه درآمد حاصل از فعالیت‌های غیرمالی بیش از ۵ درصد درآمدهای حاصل از فعالیت‌های مالی نشود مشارکت کنند. اگر هلدینگ مالی قبلاً فعالیت تجاری غیرمالی داشت می‌تواند تا ۱۵ سال دیگر آن فعالیت را ادامه دهد، به شرط آنکه حداقل ۸۵ درصد از درآمد تلفیقی هلدینگ مالی از طریق فعالیت‌های مالی حاصل شود. البته بازارهای اوراق بهادار موجود جهان در رتبه‌بندی‌های مختلفی جای می‌گیرند. اوراق بدهی معمولی، اوراق بدهی قابل‌تبدیل، بدهی با رتبه سرمایه‌گذاری، بدهی رهنی، اوراق وثیقه دار، عرضه عمومی اولیه (IPO) اوراق شهرداری‌ها و وام‌سندیکها از جمله انواع بازارهای اوراق بهادار هستند (خدا بخشی و شمسی، ۱۳۹۵).

مهمترین بانک‌های سرمایه‌گذاری در جهان عبارتند از بانک سرمایه‌گذاری مورگان، بانک سرمایه‌گذاری آمریکا، بانک سرمایه‌گذار گلدمن و بانک سرمایه‌گذاری بار کلی است. در ایران برای جلوگیری از اشتباه در نام وظایف این مؤسسات با بانک‌ها از عبارت بانک سرمایه‌گذاری در قانون استفاده نشده است؛ زیرا اولاً عبارت بانک سرمایه‌گذاری یک اصطلاح بی‌مسمایی است و اصلاً بانک سرمایه‌گذاری نقش یک بانک را عهده‌دار نیست؛ یعنی کار آن‌ها مانند بانک‌ها جذب انواع سپرده‌ها و پرداخت انواع وام‌ها و تسهیلات اعتباری نیست. ثانیاً کار اصلی و اولیه آن‌ها سرمایه‌گذاری مانند یک شرکت سرمایه‌گذاری نیز نیست. بانک سرمایه‌گذاری یک فعالیت مالی غیر بانکی انجام می‌دهد در ایران طبق بند «۵» ماده (۴) قانون بازار اوراق بهادار صدور، تعلیق و لغو مجوز فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه از جمله وظایف شورای عالی بورس و اوراق بهادار است. در این قانون شرکت تأمین سرمایه تعریف

<sup>1</sup> Travis and King

وظایف کلی آن بیان شده است. طبق این قانون در بدین ترتیب سابقه فعالیت بانک‌های در شهریورماه ۱۳۸۶ مجوز فعالیت برای دو شرکت تأمین سرمایه یکی به نام امین و دیگری نوین صادر شد. می‌توان نتیجه گرفت که؛ فعالیت‌های بانکداری سرمایه‌گذاری حساس است؛ زیرا سیستم بانکی جهانی هیچ تعریف قانونی و صریح از فعالیت‌های بانکداری سرمایه‌گذاری وجود ندارد. طبق گفته هارتمن باسلی و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۰) تأمین مالی خارج از محدوده فعالیت‌های بانکداری سرمایه‌گذاری است. ضرورت توسعه بانک سرمایه‌گذاری و سایر ارائه‌دهندگان خدمات مالی در بیشتر معاملات M&A متنوع است، زیرا اولاً بانک‌های سرمایه‌گذاری از متخصصانی استفاده می‌کنند که در مذاکره و همچنین در ارزیابی و ساختار معاملات پشتیبانی می‌کنند. ثانیاً، شاخص بانک‌های سرمایه‌گذاری دیدگاه مستقلی از خارج دارند که به آن‌ها امکان می‌دهد مشاوره‌ای بی‌طرفانه، به‌ویژه توصیه‌های استراتژیک و تاکتیکی بدهند. ثالثاً، شاخص بانک‌های سرمایه‌گذاری قادر به تأمین مالی معاملات M&A هستند. شرودر و همکاران<sup>۲</sup> و (۲۰۱۲). روش رایج در ایران آن است که تقریباً همه انتشار سهام و اوراق مشارکت و حق تقدم‌ها توسط شرکت‌های تأمین سرمایه تضمین فروش نمی‌شود. اگرچه عدم انعقاد قرارداد با این شرکت‌ها باعث صرفه‌جویی در هزینه‌های کارمزد می‌شود، اما اگر قیمت بازار به کمتر از قیمت پذیرهنویسی تنزل کند، عرضه اوراق بهادار با شکست مواجه می‌شود. شکست عرضه هزینه فرصت‌های ازدست‌رفته در پروژه‌های سرمایه‌گذاری با NPV مثبت، هزینه عدم بازپرداخت تعهدات مالی با هزینه تأمین مالی موقتی و اضطراری را بر شرکت ناشر تحمیل می‌کند؛ اما از آنجاکه اغلب سهام در ایران به قیمت اسمی پذیرهنویسی می‌شوند و قیمت بازار سهام معمولاً بالاتر از قیمت اسمی است، از این رو تفاوت انگیزه سرمایه‌گذاران را به خرید و پذیرهنویسی تشویق می‌کند. حضور، شرکت‌های تأمین سرمایه باعث می‌شود فروش سهام به قیمت اسمی انجام نشود. مهم‌ترین نقش این شرکت‌ها آن است که اوراق بهادار را به قیمت بازار (با ۲-۵ درصد کمتر از قیمت بازار) در مدت کوتاهی بازاریابی و به فروش رسانند. در نتیجه تعداد سهام کمتری برای تأمین سرمایه موردنظر منتشر شده و سود هر سهم EPS و سود تقسیمی هر سهم DPS<sup>۰</sup> کمتر رقیق می‌شود؛ زیرا رقیق شدن این دو باعث کاهش قیمت بازار سهام می‌شود. هدف از این مطالعه، بررسی زمینه‌های فعالیت‌ها و قوانین مربوط به شاخص بانک‌های سرمایه‌گذاری در سایر کشورها و پیاده‌سازی آن مخصوصاً در بازار شاخص قیمت بورس ایران می‌باشد. با توجه مطالب بالا، این رساله درصدد پاسخ‌گویی به این سوال می‌باشد؛ اولاً؛ شاخص بانک‌های سرمایه‌گذاری تأثیرگذار بر شاخص قیمت و حجم معاملات بورس و فرا بورس ایران کدامند؟ و ثانیاً از طریق کدام کانال‌ها بر شاخص قیمت بورس اوراق بهادار تأثیرگذار بیشتری دارد؟.

<sup>1</sup> Hermann Buslei

<sup>2</sup> Schröder al et

## ۲- ادبیات تحقیق

### ۱-۲- نقش بازار اولیه و ثانویه در گسترش بازارهای مالی

یکی از راهکارهای تنوع‌بخشیدن به ابزارهای مالی، طراحی و پیاده‌سازی ابزارهای مالی جدید و تأمین مالی طرح‌های مختلف اقتصادی به وسیله آن می‌باشد. شیوه‌های متنوع و گوناگونی برای تأمین مالی طرح‌ها در بازارهای مالی در سرتاسر جهان به کار گرفته شده است، ولی با توجه به ملاحظات شرعی، همه این ابزارها قابلیت پیاده شدن و به‌کارگیری در جوامع اسلامی را ندارند. (آسیابی اقدم و همکاران، ۱۴۰۰). از این‌رو، ضروری است علاوه بر استفاده از تجربیات کشورهای موفق در زمینه ابزارسازی و تنوع‌بخشی به آن، بازارهای مالی و ارتباط آن‌ها باهم، متناسب با ساختار و مکتب اقتصادی جامعه شکل بگیرد و قبل از صدور مجوز برای ظهور و انتشار هر ابزار خاصی، جایگاه و کارکرد آن در بازار، به‌خوبی تبیین شود. زیرا هر ابزاری در بازارهای مالی پاسخگوی نیازهای ویژه‌ای می‌باشد. اهمیت بازارهای مالی در نظام مالی اسلامی نیز از این واقعیت ناشی می‌شود که اسلام، بهره را ممنوع و تجارت را تشویق کرده است و این ممنوعیت بهره موجب وابستگی بیشتر به سهام و تأمین مالی مبتنی بر دارایی شده است (سلمان، ۱۳۸۶). بازارهای مالی دنیا عمدتاً براساس نرخ بهره کار کرده بنابراین در این بازارها نرخ بهره موقعیت دارایی‌ها و بدهی‌ها را تعدیل می‌کند (صالح‌آبادی، ۱۳۸۵).

این موضوع سبب شده است تا متفکران مسلمان به دنبال طراحی و معرفی ابزارهای مالی جدیدی باشند تا ضمن مطابقت با شریعت اسلام، نیازهای رو به رشد کشورهای اسلامی را به‌خوبی تأمین مالی نماید و از درجه مناسبی از امنیت، سودآوری و نقدینگی را برای سرمایه‌گذاران برخوردار باشند. طراحی ابزارهای نو با ایجاد طیف متنوع‌تری از بازارها و تسهیلات و با ممکن ساختن استفاده‌ی نهادهای مختلف از مزیت‌های نسبی خود، در مجموع هزینه‌های وساطت مالی را کاهش می‌دهد و همه‌ی این موارد کارآیی نظام مالی را در انجام کارکردهای اصلی اش افزایش می‌دهد. همچنین، در چنین حالتی سرمایه‌گذاری در بخش واقعی اقتصاد نیز افزایش پیدا می‌کند (میرمطهری، ۱۳۸۰).

بازار ثانویه فعال و پویا در فرآیند جذب و به‌کارگیری سرمایه نقش مؤثری دارد. فقدان یک بازار ثانویه مطمئن و کارآمد برای داراییهای مالی بازار سرمایه در کشور را دچار مشکل نموده است. از این رو کارایی بازار سرمایه به میزان زیادی در گرو داشتن بازار ثانویه و توجه به توسعه و تعمیق آن است. این بازار باعث ایجاد نقدینگی و جذابیت اوراق بهادار شده و سرمایه‌گذاران و صاحبان ثروت‌های سرگردان اندک و کلان به سوی بازارهای مالی می‌کشاند. سرمایه‌گذاری در این بازار به دارایی افراد نقدینگی بخشیده و ارزش متعارف یا توافقی آن را مشخص می‌سازد. وجود چنین ساختاری، هزینه جستجو خریداران و فروشندگان یک دارایی را کاهش داده و با تلفیق تعداد زیادی معامله علاوه بر کاهش هزینه مبادلات، با کاهش هزینه جستجو معامله سرمایه‌گذار را ان برای خرید داراییهای مالی در بازارهای ثانویه تشویق می‌کنند. بازارهای ثانویه به صادرکننده اوراق بهادار نیز کمک نموده تا در جریان قیمت و ها بازدهی تقاضا شده باشند و از طریق ایجاد نقدینگی، به سرمایه‌گذاران سود رسانند. به دلیل وجود این ویژگیها و مزیت‌ها این بازار نقش مهمی در کارآمدی، رونق و گسترده‌ی بازارهای مالی دارد.

افزایش کارایی بازارهای مالی هدف اولیه سیاستگذاران و قانونگذاران بازار است ( باروچ<sup>۱</sup>، ۱۹۹۸). معیارهایی برای اندازه‌گیری کارایی بازارها معرفی شده است. بازارهای مالی باید علاوه بر تأمین نقدینگی برای شرکتهای صادرکننده سهام، به تخصیص وجوه بین آنها نیز بپردازند (مان، ۱۹۹۳: ۲۰). تعیین قیمت در این بازار راهنمایی برای به جریان افتادن وجوه به سمت شرکت‌هایی که سوددهی و ریسک کمتری دارند، می‌باشد. اگر این اتفاق صورت پذیرد، کارایی تخصیصی در جریان وجوه اتفاق می‌افتد. این امر زمانی اتفاق می‌افتد که قیمت‌ها ارزش ذاتی هر سهم را مشخص و منعکس کند؛ به عبارتی کارایی قیمت‌گذاری یعنی برابری قیمت سهام با ارزش ذاتی آن شرط لازم برای کارایی تخصیصی به شمار می‌آید. تساوی بین قیمت سهام و ارزش ذاتی آن نیز هنگامی پدید می‌آید که کارایی اطلاعاتی وجود داشته باشد (عبیدالله، ۲۰۰۲).

انتشار اطلاعات جدید در مورد سود یا ریسک فعالیت اقتصادی یک شرکت در بازار ثانویه با تغییر ارزش ذاتی اوراق تعدیل قیمت آنها را به همراه دارد. اگر بازار از لحاظ اطلاعاتی کارا عمل کند، هیچ وقفه‌ای در انتشار و دستیابی به اطلاعات وجود نداشته و تعدیل قیمت بسیار سریع و دقیق خواهد بود؛ زیرا قیمت‌ها باید همه اطلاعات مربوط به شرکت را منعکس کنند؛ از این رو داشتن اطلاعات پنهانی از شرکت نیز باعث به دست آوردن هیچ گونه بازده اضافی نخواهد شد (ساندر و میلون<sup>۲</sup>، ۲۰۰۷). کارایی قیمت‌گذاری زمانی اتفاق می‌افتد که کارایی عملیاتی وجود داشته باشد. هزینه بالای معاملات مانع از تعدیل سریع و دقیق قیمت می‌شود؛ بنابراین، هر گونه اقدامی که هزینه معاملات را کاهش داده (کارایی عملیاتی)، سرعت انتشار و دقت اطلاعات را افزایش دهد (کارایی اطلاعاتی) یا فرایند پردازش اطلاعات به وسیله سهامداران را بهبود بخشد (کارایی قیمت‌گذاری)، گامی در جهت بهبود کارایی تخصیصی بازار به شمار می‌آید. البته بازار باید در معرض جریان دو طرفه اطلاعات باشد؛ به عبارت دیگر، بازار کارا چنان است که در هر مقطعی از زمان، عده‌ای در آن خریدار و عده‌ای فروشنده اند، فقط در این وضعیت است که حجم معاملات بالا می‌رود؛ بازار راحت‌تر به تعادل عرضه و تقاضا می‌رسد و قیمت، برآیندی از نظریه‌های گوناگون در تعیین ارزش سهام می‌شود.

جوهره اصلی شکل‌گیری یک نظام مالی کارا، وجود یک بازار ثانویه عریض و عمیق است. در واقع بدون وجود یک بازار ثانویه، هر شخصی که اقدام به خرید اوراق بهاداری نماید، چنانچه آن اوراق بهادار تاریخ سررسید داشته باشند، ناگزیر به نگهداری آن تا سررسید است و یا اگر اوراق بهادار فاقد تاریخ سررسید باشد؛ مانند سهام عادی، سهام ممتاز یا اوراق قرضه دولتی بدون سررسید - ناگزیر به نگهداری آن تا پایان عمر است. در چنین مواردی، خرید اوراق بهادار در صورتی تصمیم عاقلانه خواهد بود که خریدار نسبت به نگهداری آن برای مدت زمان طولانی اطمینان داشته باشد. حال با وجود بازارهای ثانویه، حتی به رغم کارآمدی متفاوت بازارها این احتمال وجود دارد که با کسب سود یا تحمل زیان اوراق بهادار خریداری شده را پیش از تاریخ سررسید آن واگذار نمود (نگین تاجی و همکاران، ۱۴۰۱).

<sup>1</sup> Baruch

<sup>2</sup> Sander and Milon

بنابراین هدف اصلی که تخصیص مطلوب و بهینه منابع در بازار اولیه است، عملی نیست مگر این که بازار ثانویه از کارایی لازم برخوردار باشد. در صورت عدم وجود چنین بازاری، نه تنها بیشتر سرمایه‌گذاران تمایلی به خرید اوراق بهادار از خود نشان نمیدهند بلکه انتظار بازدهی نسبتاً زیادتری را به خاطر پوشش ریسک ناشی از عدم نقدینگی دارایی‌های مالی دارند. میزان توسعه یافتگی بازار ثانویه، از عوامل تعیین‌کننده در رشد و کارایی بازار اولیه می‌باشد. (نظریور، ۱۳۹۱)؛ بنابراین با وجود بازار ثانویه، امکان فروش اوراق بهادار در بازار اولیه تسهیل شده و دارندگان این اوراق می‌توانند بدین وسیله به وجوه نقد دست یابند. هرچه نقد شدن داراییها با سهولت بیشتری صورت گیرد مشارکت در بازار نیز بیشتر شده و سبب می‌شود مازاد نقدینگی افراد به‌جای سرازیر شدن به بازار کالا، به بازارهای مالی وارد شده و یکی از مطمئن‌ترین راه‌های جمع‌آوری وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری، شکل گیرد. دولت‌ها، شهرداری‌ها و واحدهای تولیدی و تجاری به‌جای دریافت تسهیلات از بانک‌ها، می‌توانند تحت ضوابطی از طریق انتشار واگذاری اوراق بهادار، سهام عادی، سهام ممتاز، اوراق مشارکت و سایر اوراق مالی، نیازهای خود را از این طریق تأمین کنند. رقابتی شدن بازار پول و سرمایه با استفاده از این بازار موجب شفافیت متغیرهای اصلی اقتصاد چون قیمت‌ها، نرخ‌های سود و هزینه می‌گردد و در نتیجه زمینه‌ی سوء استفاده انحصاری مؤسسات پولی و بانکی را از بین می‌برد و نرخ‌های سود بانکی را به نرخهای بازده واقعی اقتصاد نزدیک می‌کند. اگر این بازار بهینه عمل نماید علاوه بر تحرک و پویایی بازار اولیه، باعث تأمین منابع مالی دراز مدت و مدیریت خطر پذیری و ریسک خرید اوراق بهادار شده و نقش بسزایی در کاهش بی‌اطمینانی در بازارهای مالی داشته، همچنین موجب افزایش حجم سرمایه‌گذاری‌ها، به‌ویژه در فعالیتهای بلندمدت اقتصادی می‌شود. برای اجرای یک عملیات بازار باز موثر و کارا بایستی شرایط مشخصی وجود داشته باشد. اولاً داشتن بازاری که در آن دارایی‌های مالی به راحتی و بصورت مکرر معامله شوند، که این شرط با کار کرد شماره یک برآورده می‌شود. ثانیاً گستردگی بازار از حیث تنوع ابزارهای مالی و عمق بازار، این شرط با کار کرد شماره دو پاسخ داده می‌شود. ثالثاً عملیات بازار باز بایستی بتواند با تاثیر بر روی بازار اولیه اقتصاد را به سمت کارا شدن راهنمایی بنماید، این شرط توسط کارکرد شماره سه برآورده می‌شود.

## ۲-۲- پیشینه تحقیق

عباسی و همکاران (۱۳۸۷) در مطالعه‌ای به بررسی ضرورت بانک‌های سرمایه‌گذاری (شرکت تأمین سرمایه) در بازار سرمایه کشور پرداختند. روش تحقیق مقاله حاضر به روش اسنادی به تحلیل می‌باشد. نشان داده شد؛ که در ایران انسجام رسمی بازار اولیه به تقویت قوانین مرتبط با این بازار بستگی دارد. از آنجاکه در زمان تصویب این قوانین شرکت‌های تأمین سرمایه در کشور وجود خارجی نداشتند بنابراین جایگاه این شرکت‌ها در قوانین مربوط به بازار پول و سرمایه باید تعریف و تعیین شود. حدود یکسال از اولین مجوز فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه در کشور می‌گذرد. از این رو لازم است برای رشد و رونق بازار سرمایه اولیه کشور و جایگاه و نقش این شرکت‌ها در قوانین مرتبط تعریف شود. شرکت‌های تأمین سرمایه فقط در قانون بازار اوراق بهادار معرفی شده و در آیین‌نامه اجرایی این قانون نیز از این شرکت‌ها صحبت نشده است.



فدایی خوراسگانی (۱۳۸۸) در مقاله به بررسی توسعه فعالیت‌های اقتصادی از طریق بانک‌های سرمایه‌گذاری پرداختند. روش تحقیق مقاله حاضر به روش اسنادی به تحلیل می‌باشد. نشان داده شد؛ توسعه بخش مالی برای رشد اقتصادی و افزایش رفاه اجتماعی در هر جامعه ای ضروری می‌باشد. بخش مالی هر اقتصاد شامل بازار پول و سرمایه است. بازار پولی متأثر از سیاست های پولی و بازار سرمایه نیز در جهان از سه گروه بازار اوراق قرضه، بازار دیون رهنی و بازار سهام تقسیم بندی می‌شود. در ایران بازار سرمایه فقط محدود به بورس اوراق بهادار و اوراق مشارکت بوده که لازم است جهت توسعه این بازار، از توسعه ابزارهای نوین قانونی همچون صندوق‌های سرمایه‌گذاری و شرکت تأمین سرمایه بانک سرمایه‌گذاری استفاده نمود. توسعه بانک‌های سرمایه‌گذاری به‌عنوان واسط بین ناشر اوراق بهادار و عامه سرمایه‌گذاران می‌تواند فعالیت‌های کارگزاری، معامله‌گری، بازارگردانی، مشاوره، سبدگردانی، پذیرهنویسی، تعهد پذیرهنویسی و فعالیت‌های مشابه را در جهت تجهیز و تخصیص منابع مالی و رشد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذار در بورس و نیز اجرای قانون اصل ۴۴ را گسترش داده که این فعالیت‌ها می‌تواند اثر گذاری مطلوبی بر رشد اقتصادی داشته باشد.

صفری (۱۳۹۴) در تحقیقی به بررسی چالش‌های موجود و راهکارهای پیش رو بانکداری سرمایه‌گذاری در توسعه نظام تأمین مالی کشور پرداختند. نشان داد تأمین مالی طرح‌های اقتصادی، روش‌های گوناگونی دارد. یکی از مهم‌ترین این روش‌ها، تبدیل پس‌انداز به سرمایه‌گذاری است، که مرسوم‌ترین شکل آن خرید و فروش اوراق بهادار در بازار سرمایه است. هر دولتی می‌کوشد با بکارگیری ساز و کارهای بروز و کارآمد، به تسهیل انتقال وجوه از طرف پس‌انداز کنندگان به‌طرف دیگر یعنی سرمایه‌گذاران کمک کند. بانکداری سرمایه‌گذاری یکی از این ساز و کارهای نوظهور است که با ارائه خدمات و محصولات متنوع باعث رونق هر چه بیشتر بازارهای مالی گشته است. چالش‌هایی که بانک‌های سرمایه‌گذاری در این مسیر با آن مواجه هستند، در سه حوزه ابهامات قانونی، متنوع نبودن ابزارهای مالی، و مشکلات مربوط به منابع انسانی مطرح شده است.

خدابخشی و شمسی (۱۳۹۵) در مقاله‌ای به بررسی بانک‌های سرمایه‌گذاری به‌عنوان ابزاری برای توسعه بازار سرمایه و تاثیر آن بر توسعه اقتصادی پرداختند. مقاله حاضر بصورت روش اسنادی به تحلیل و بررسی ضرورت توسعه بانک‌های سرمایه‌گذاری در کشور جهت رونق بیشتر بازار سرمایه و به تبع آن چرخه فعالیت‌های اقتصادی می‌پردازد. بخش مالی هر اقتصاد شامل بازار پول و سرمایه است. بازار پولی متأثر از سیاست‌های پولی و بازار سرمایه نیز در جهان از سه گروه بازار اوراق قرضه، بازار دیون رهنی و بازار سهام تقسیم بندی می‌شود. در ایران بازار سرمایه فقط محدود به بورس اوراق بهادار و اوراق مشارکت بوده که لازم است جهت توسعه این بازار، از توسعه ابزارهای نوین قانونی همچون صندوق‌های سرمایه‌گذاری و شرکت تأمین سرمایه (بانک سرمایه‌گذاری استفاده نمود. توسعه بانک‌های سرمایه‌گذاری به‌عنوان واسط بین ناشر اوراق بهادار و عامه سرمایه‌گذاران می‌تواند فعالیت‌های کارگزاری، معامله‌گری، بازارگردانی، مشاوره، سبدگردانی، پذیرهنویسی، تعهد پذیرهنویسی و فعالیت‌های مشابه را در جهت تجهیز و تخصیص منابع مالی و رشد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذار در بورس را گسترش داده که این فعالیت‌ها می‌تواند اثرگذاری مطلوبی بر رشد اقتصادی داشته باشد.

شرودر و همکاران (۲۰۱۲) نشان دادند فعالیت‌های بانک‌های سرمایه‌گذاری را که شامل فعالیت در باز اولیه فعالیت در بازار ثانویه و مشاوره می‌باشد، تفکیک کرده و تأثیر هر یک از این فعالیت‌ها را بر رشد شرکت‌های بزرگ صنعتی ارزیابی کردند و نشان دادند که فعالیت بانک‌های سرمایه‌گذاری بر رشد شرکت‌های تأثیر مثبت دارند و همچنین نشان دادند که بانک‌های فعال در زمینه بورس شوک کمتری را پس از بحران سال ۲۰۰۸ تجربه کردند. شرودر و همکاران در ادامه نشان دادند که شرکت‌های که از خدمات بانک سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند کمتر در مقابل شوک‌های اقتصاد کلان آسیب‌پذیر هستند.

آورا تکسیریا، آنابلا<sup>۱</sup> (۲۰۱۶)، به بررسی میان رشد اقتصادی و ساختار بازار سرمایه و سرمایه انسانی طی سال‌های (۱۹۶۰-۲۰۱۷) برای کشورهای توسعه یافته (OECD) می‌پردازد. نتایج حاکی بر آن است که سرمایه انسانی و تغییرات ساختاری در افزایش دانش صنایع تأثیر مثبت و معنی‌داری بر رشد اقتصادی می‌گذارد. مار گواکس مک دونالد<sup>۲</sup> (۲۰۱۷)، به بررسی عوامل اختلال در بازار سرمایه بین المللی طی سال‌های ۲۰۰۸-۲۰۱۴، برای اقتصاد کشورهایی با دارا بودن بازارهای نوظهور می‌پردازد. نتایج حاکی بر آن است که این عوامل اختلال، تأثیر معنی‌داری بر روی دارایی‌ها و عملکرد بازار سرمایه دارند.

ایکسون وینهو<sup>۳</sup> (۲۰۱۷)، عوامل تأثیرگذار در ساختار بازار سرمایه کشورهای در حال توسعه (نظهور) را طی سال‌های ۲۰۰۶-۲۰۱۵ را توسط آزمون GMM بررسی می‌کند. نتایج نشان می‌دهد که عوامل موثر بر ساختار بازار سرمایه در کوتاه مدت و بلندمدت برای کشورهای مورد نظر متفاوت می‌باشد.

پراکش و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۸) در مقاله‌ای به بررسی مورد نقش بانک‌های سرمایه‌گذاری در توسعه اقتصادی هند پرداختند. مقاله تحقیق قصد دارد نقش بانک‌های سرمایه‌گذاری را در سناریوی حاضر نشان دهد. مطالعه حاضر ماهیتی توصیفی دارد و از داده‌های ثانویه استفاده می‌کند. این مطالعه رشد، توسعه، عملکردها و نقش بانک سرمایه‌گذاری در اقتصاد هند را نشان می‌دهد. نتایج نشان می‌دهد بانک سرمایه‌گذاری یک واسطه مالی است که در زمینه فروش اوراق بهادار و تعهد در صدور سهام جدید برای جمع‌آوری وجوه سرمایه تخصص دارد. بانکداری سرمایه‌گذاری بخش ویژه‌ای از عملیات بانکی است که به افراد یا سازمان‌ها کمک می‌کند سرمایه خود را در بازار اصلی، جایی که اوراق بهادار جدید منتشر می‌شود و با اقدام به نمایندگی از مشتریان خود، در بازار ثانویه نقش بسزایی دارد. بانک‌های سرمایه‌گذاری تعهدات جدید بدهی و سهام خود را برای انواع شرکت‌ها انجام می‌دهند و در فروش اوراق بهادار کمک می‌کنند و ادغام و ادغام موسسات و سرمایه‌گذاران خصوصی را تسهیل می‌کنند. سازمان بانکی سرمایه‌گذاری نقش میانی را بین سرمایه‌گذار و بازار سرمایه ایفا می‌کند. بانکداری سرمایه‌گذاری بر اساس عوامل زیادی که شامل آگاهی از بانکداری سرمایه‌گذاری در بین سرمایه‌گذاران و سایر کارکردهای مختلف انجام شده توسط بانک‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه هند قابل توجه شده است.

<sup>1</sup> Aurora .Teixeira,Anabelas

<sup>2</sup> Margaux MacDonald

<sup>3</sup> Xuan vinhvo

<sup>4</sup> Prakash

## ۳- روش تحقیق

این مطالعه از حیث هدف کاربردی و از نظر جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات توصیفی از نوع علی می‌باشد. روش شناسی از نوع پس‌رویدادی است. در این تحقیق تلاش شد؛ تا با تبیین تئوریک و طراحی یک مدل و با استفاده از روش‌های اقتصادسنجی به شناسایی شاخص‌های تأثیرگذار بانک‌های سرمایه‌گذاری در بخش بانک‌های دولتی و خصوصی شاخص قیمت بورس پرداخته شود به گونه‌ای که تأثیر تجربی این ارتباط مورد تجزیه و تحلیل قرار گیرد جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه بانک‌های سرمایه‌گذار (شرکت‌های تأمین سرمایه) در دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۰ است که شامل شرکت‌های تأمین سرمایه در ایران فعالیت می‌کنند ۹ مورد می‌باشد. عبارتند تأمین سرمایه امید، تأمین سرمایه امین، تأمین سرمایه بانک مسکن، تأمین سرمایه بانک ملت، تأمین سرمایه تمدن، تأمین سرمایه سپهر، تأمین سرمایه کاردان، تأمین سرمایه لوتوس پارسیان، تأمین سرمایه نوین است. در این مطالعه از مقاله آندریان‌شاه و مسینیس (۲۰۱۶) برای مدل تحقیق استفاده شده است به شرح زیر می‌باشد.

$$PIM_t = \alpha_0 + \alpha_1 PM_{it} + \alpha_2 SM_{it} + \alpha_3 F_{IT} + \alpha_4 IP_{it} + \varepsilon_{ti}$$

$$IBIndex_{it} = f(PM_{it}, SM_{it}, F_{IT})$$

$$PIM_t = f(IP_{it}, IBIndex_{it})$$

$IBIndex_{it}$ : شاخص بانک سرمایه‌گذاری؛  $F_{IT}$ : جریان تأمین مالی (شرکت‌های تأمین سرمایه)؛  $PM_{it}$ : بازار اولیه؛ میزان سهام عرضه شده توسط مالکان اولیه شرکت در عرضه اولیه؛  $PIM_t$ : شاخص قیمت در بورس؛  $SM_{it}$ : بازار ثانویه؛  $IP_{it}$ : سرمایه‌گذاری بانک‌های سرمایه‌گذاری در کوتاه مدت

بانکداری سرمایه‌گذاری: بانکداری سرمایه‌گذاری با استفاده از ابزارهایی مانند پذیره‌نویسی اوراق، سرمایه لازم را برای اجرای طرح‌ها و پروژه‌ها فراهم می‌کند. به همین دلیل است که در ایران به بانک‌های سرمایه‌گذاری (Investment Banks) یا شرکت تأمین سرمایه گفته می‌شود.

بازار اولیه<sup>۱</sup>: وجه مشخصه بازار اولیه این است که در آن شرکت‌کنندگان در بازار (پس‌انداز کنندگان و سرمایه‌گذاران) دارایی‌های مالی را مستقیماً از منابع اولیه آن خریداری می‌کنند. بازارهای اولیه، واحدهای اقتصادی را قادر می‌سازند که نیازهای مالی خود را از طریق مراجعه به عموم و انتشار سهم تأمین نمایند. با انتشار سهام قابل مبادله در بازار، شرکت (سهامی عام) علاوه بر تأمین منابع مالی موردنیاز خود، بازاری نیز برای معاملات سهام فراهم می‌سازد.

بازار ثانویه<sup>۲</sup>: بازار ثانویه بازاری است که در آن معامله بر روی اوراق بهادار موجود که قبلاً انتشار یافته‌اند، صورت می‌گیرد. در این بازار قیمت‌ها بر اساس مکانیزم عرضه و تقاضا تعیین می‌شود و شرایط لازم جهت تبدیل دارایی‌های مالی به وجه نقد فراهم می‌شود.

<sup>1</sup> PrimaryMarket

<sup>2</sup> Secondary Market or Aftermarket

## بازار ثانویه عبارتند از

- حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت سهام:

این مطالعه برای محاسبه حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت سهام از رویکرد اسکر و همکاران (۲۰۱۵) که حساسیت را طی یک دوره زمانی تخمین می‌زند، پیروی می‌کند. در این مطالعه دوره زمانی بر اساس دوره تغییر تجمعی در یک شاخص عملکرد عملیاتی انتخاب می‌شود. حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت سهام (SENS) ضریب رگرسیون مربوط به معادله ۱ یا همان  $\gamma_1$  است:

$$\frac{I_{i,t}}{K_{i,t-1}} = \gamma_0 + \gamma_1 Q_{it} + \varepsilon_{i,t}$$

در معادله بالا،  $I_{i,t}$  تغییر در کل دارایی ثابت (اموال، ماشین آلات و تجهیزات) شرکت  $i$  در زمان  $t$ ،  $K_{i,t-1}$  سرمایه شرکت  $i$  در زمان  $(t-1)$  و  $Q_{it}$  کیو تو بین شرکت  $i$  در زمان  $t$  است که به صورت نسبت مجموع ارزش بازار سهام و ارزش دفتری بدهی به ارزش دفتری کل دارایی محاسبه می‌شود. مسئله اصلی با این سنجه این است که حداقل دو سال داده برای یک رگرسیون با یک متغیر مستقل و یک متغیر وابسته نیاز است. برای تخمین  $\gamma_1$  مربوط به ۳ سال از داده‌های سال‌های صفر تا ۳، برای سال ۴ از داده‌های سال‌های صفر تا ۴ و برای سال ۵ از داده‌های سال‌های صفر تا ۵ استفاده می‌شود.

- محتوای اطلاعاتی قیمت سهام

محتوای اطلاعاتی قیمت سهام شرکت طی دوره زمانی ابد از عرضه اولیه (INFO) به صورت  $R^2 - 1$  محاسبه می‌شود؛ به طوری که  $R^2$  ضریب تعیین رگرسیون زیر است:

$$r_{ijt} = \beta_{i,0} + \beta_{im} r_{mt} + \beta_{ij} r_{jt} + \varepsilon_{ijt}$$

در معادله ۲،  $r_{jt}$  بازده روزانه شرکت  $i$  در صنعت  $j$  در زمان  $t$ ،  $r_{mt}$  بازده روزانه بازار در زمان  $t$  و  $r_{ijt}$  بازده روزانه شاخص صنعت  $j$  در زمان  $t$  است. محتوای اطلاعاتی قیمت سهام طی دوره ۱۳ و ۵ ساله بعد از عرضه اولیه محاسبه می‌شود تفسیر معمول بالا بودن اطلاعات محرمانه قیمت سهام ( $R^2$  پایین تر یا  $R^2 - 1$  بالاتر) این است که میزان اطلاعات نامتقارن بالاتر است و بنابراین روند تغییرات قیمتی سهام شباهت چندانی با روند تغییرات بازار و صنعت مربوطه ندارد، ولی در عین حال محیط اطلاعاتی با کیفیت تر است که به سرمایه‌گذاری کارا تر منجر می‌شود. اگرچه دو نوع تفسیر برای بالا بودن عبارت وجود دارد: نخست، داسگوپتا و همکاران (۲۰۱۰) نشان دادند که بالا بودن  $R^2 - 1$  ممکن است به دلیل بالا بودن اطلاعات خاص شرکت باشد و بنابراین بالا بودن محتوای اطلاعاتی قیمت سهام را نشان می‌دهد؛ اگرچه عدم شباهت روند تغییرات در بازده سهام با بازده بازار و صنعت ممکن است نشان از شفافیت کم محیط اطلاعاتی باشد. آن‌ها معتقدند شفافیت پایین تر در عملیات شرکت اطلاعات کافی را برای سرمایه‌گذارانی که به نوبه خود توانایی ادغام اطلاعات در قیمت سهام را ندارند، ارائه نمی‌کند که در آن صورت سرمایه‌گذاران، معامله‌گران بی اطلاع قلمداد می‌شوند. یک اعلانیه شرکتی باید شامل اعلانیه‌های اضافی با اهمیتی

باشد که به‌نوبه خود باعث تعدیل قابل ملاحظه قیمت میشوند. دوم، گاهی یک آشفتگی که مرتبط با اطلاعات واقعی نیست و فعالیتهای معاملاتی انجام شده توسط معامله‌گرانی که بدون تحلیل دادوستد می‌کنند، می‌تواند باعث جهش قیمت‌ها شود. این مطالعه توضیح می‌دهد که بالا بودن  $R^2 - 1$  ممکن است بدلیل معاملات با حجم کم باشد. مادامی که سهام شرکت با حجم کم مبادله شود، قیمت سهام تغییر زیادی نخواهد کرد که به‌نوبه خود به  $R^2$  بزرگتر منجر می‌شود تعداد معدودی از سرمایه‌گذاران به مبادله سهام شرکت‌های کمتر شناخته شده تمایل دارند که این حجم کم مبادله باعث تغییر قابل ملاحظه در قیمت نمی‌شود. قیمت سهام تنها در پاسخ به اطلاعات منتشر شده عمومی توسط شرکت‌ها ممکن است تغییر کند. هرچند این تغییر در قیمت سهام اطلاعات اضافی جدیدی برای یادگیری مدیران به همراه ندارد؛ همچنین در حالتی که تعداد تحلیل‌گران اندک باشد نیز به معامله با حجم کم منجر می‌شود.

- شاخص کل در بورس

شاخص کل که با نام شاخص کل قیمت (Tehran Exchange Price Index) نیز نامیده می‌شود؛ در سال ۱۳۶۹ فعالیت خود را آغاز کرده و به صورت یک سبد فرضی از کل شرکت‌های موجود در بازار سرمایه که بازدهی بورس را نشان می‌دهد و بیان‌کننده عددی است که بازدهی و تغییرات مثبت یا منفی کل بازار را نشان می‌دهد. در نظر داشته باشید که شاخص کل، میزان سود نقدی پرداختی به سهامداران را بیان نمی‌کند. برای شاخص یک واحد اندازه‌گیری خاص تعریف نشده و معمولاً یک سال مشخص را به‌عنوان سال پایه تعریف و تمام ارقام شرکت‌ها در آن به‌عنوان ارقام مبنا در سال پایه تعریف می‌شود.

$$\text{ارزش جاری بازار سهام در زمان محاسبه} \\ \text{ارزش جاری بازار سهام در تاریخ مبدا} \times 100 = \text{مقدار شاخص کل}$$

- سرمایه‌گذاری

در علم اقتصاد، سرمایه‌گذاری به معنای تخصیص منابع مالی به یک یا چند دارایی مختلف، به امید به دست آوردن منابع با ارزش‌تر در آینده است. در این تحقیق میزان سرمایه‌گذاری افراد در بازار مالی میزان خرید سهام شرکت‌ها توسط حقوقی و حقیقی مد نظر می‌باشد.

روش تجزیه و تحلیل مقاله الگوی رگرسیون خود توضیح برداری مدل پنل P VAR می‌باشد؛ علت استفاده از مدل الگوی رگرسیون خود توضیح برداری مدل پنل به این دلیل است که الگوی PVAR شبیه IRIMA و برخلاف معادلات همزمان که دارای معادلات ساختاری بر اساس نظریه‌های اقتصادی است، فاقد مبنای نظری اقتصادی است چون از اطلاعات تئوریک اندکی در مورد روابط بین متغیرها برای راهنمایی در خصوص تصریح مدل استفاده می‌کند. به‌عبارت‌دیگر عدم وجود محدودیت‌های متغیر که سبب اطمینان از تشخیص معادلات از یک سیستم ساختاری همزمان می‌شود، در ساختار مدل ارائه خواهد شد.

#### ۴- تجزیه و تحلیل

در این مطالعه برای جمع‌آوری آمار و اطلاعات کمی موردنیاز نیز، از صورت‌های مالی بانک‌های سرمایه‌گذار عبارتند از تأمین سرمایه امید، تأمین سرمایه امین، تأمین سرمایه بانک مسکن، تأمین سرمایه بانک ملت، تأمین سرمایه تمدن، تأمین سرمایه سپهر، تأمین سرمایه کاردان، تأمین سرمایه لوتوس پارسیان، تأمین سرمایه نوین در بازه زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۴۰۰ استفاده شده است؛ و برای تجزیه و تحلیل آمار توصیفی از طریق نرم‌افزار Eviews ۱۲ انجام گرفت.

جدول (۱) شاخص‌های مرکزی و پراکندگی جریان تأمین مالی ( $F_{IT}$ ) بانک‌های سرمایه‌گذار<sup>۱</sup> در بازه زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۴۰۰ نشان می‌دهد. میانگین جریان تأمین مالی ( $F_{IT}$ )  $65.6e+09$  و میانه  $20.3601$  میلیون ریال می‌باشد. و بی؛ وین و کمترین مقدار جریان تأمین مالی ( $F_{IT}$ ) به ترتیب برابر  $4.11e+11$  و  $5700$  میلیون ریال است. بیشترین و کمترین مقدار جریان تأمین مالی ( $F_{IT}$ ) بانک‌های سرمایه‌گذار مورد مطالعه مربوط به تأمین مالی لوتوس پارسیان و نوین می‌باشد.

میانگین جریان بازار اولیه ( $PM_{it}$ )  $30.4770.1$  و میانه  $115918$  میلیون ریال می‌باشد. و؛ وترین و کمترین مقدار بازار اولیه ( $PM_{it}$ ) به ترتیب برابر  $3977892$  و  $367$  میلیون ریال است. بیشترین و کمترین مقدار جریان بازار اولیه ( $PM_{it}$ ) بانک‌های سرمایه‌گذار مورد مطالعه مربوط به تأمین مالی سپهر و نوین می‌باشد.

میانگین جریان بازار ثانویه ( $SM_{it}$ )  $9.51e+09$  و میانه  $1.60e+09$  میلیون ریال می‌باشد. و؛ وترین و کمترین مقدار بازار ثانویه ( $SM_{it}$ ) به ترتیب برابر  $5.97e+10$  و  $14505667$  میلیون ریال است. بیشترین و کمترین مقدار جریان بازار ثانویه ( $SM_{it}$ ) بانک‌های سرمایه‌گذار مورد مطالعه مربوط به تأمین مالی تمدن و لوتوس پارسیان می‌باشد. میانگین شاخص قیمت در بورس ( $PIM_I$ )  $347795.2$  و میانه  $80219$  واحد می‌باشد. و؛ وترین و کمترین شاخص قیمت در بورس ( $PIM_I$ ) به ترتیب برابر  $13677248$  و  $2590560$  واحد است. بیشترین و کمترین مقدار شاخص قیمت در بورس ( $PIM_I$ ) مربوط به سال ۱۳۹۹ و ۱۳۹۰ می‌باشد.

میانگین میزان سرمایه‌گذاری بانک‌های سرمایه‌گذاری ( $I_{it}$ )  $2.04e+10$  و میانه  $1.84e+09$  ریال می‌باشد. و؛ وترین و کمترین میزان سرمایه‌گذاری بانک‌های سرمایه‌گذاری ( $I_{it}$ ) به ترتیب برابر  $5.14e+11$  و  $467825$  ریال است. بیشترین و کمترین میزان سرمایه‌گذاری بانک‌های سرمایه‌گذاری ( $I_{it}$ ) مورد مطالعه مربوط به تأمین مالی لوتوس پارسیان و نوین می‌باشد.

<sup>۱</sup> تأمین سرمایه امید، تأمین سرمایه امین، تأمین سرمایه بانک مسکن، تأمین سرمایه بانک ملت، تأمین سرمایه تمدن، تأمین سرمایه سپهر، تأمین سرمایه کاردان، تأمین سرمایه لوتوس پارسیان، تأمین سرمایه نوین

جدول ۱- آماره‌های توصیفی متغیرهای تحقیق

نام متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار	آزمون جاک برا	سطح معنی‌داری
جریان تأمین مالی ( $F_{IT}$ )	۹۹	۶/۹۵ e+۰۹	۲۰۰۳۶۱	۴.۱۱ e+۱۱	۵۷۰۰	۹.۰۲۲۶	۳۰۰۳۹.۸۹	۰.۰۰۰
بازار اولیه ( $PM_{it}$ )	۹۹	۳۰۴۷۷۰.۱	۱۱۵۹۱۸	۳۹۷۷۸۹۲	۳۶۷	۵۸۹۷۶۶.۵	۱۶۶۰.۳۵۱	۰.۰۰۰
بازار ثانویه ( $SM_{it}$ )	۹۹	۹.۵۱ e+۰۹	۱.۶۰ e+۰۹	۵.۹۷ e+۱۰	۱۴۰۵۶۶۷	۱.۸۱ e+۱۰	۱۱۸.۳۵۹	۰.۰۰۰
شاخص قیمت در بورس ( $PIM_I$ )	۱۰	۳۴۷۷۹۵.۲	۸۰۲۱۹	۱۳۶۷۲۴۸	۲۵۹۰۵.۶	۴۸۶۵۵۷.۶	۳۳.۹۹۳۴	۰.۰۰۰
سرمایه‌گذاری بانک‌های سرمایه‌گذاری ( $I_{it}$ )	۹۹	۲.۰۴e+۱۰	۱.۸۴e+۰۹	۵.۱۴ e+۱۱	۴۶۷۸۲۵	۸.۵۶ e+۱۰	۲۶۹۵.۲۸۹	۰.۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

در این پژوهش ایستایی متغیرها با استفاده از آزمون فیشر مورد بررسی قرار گرفت که به شرح جدول (۲) می‌باشد.

جدول (۲): بررسی مانایی (ایستایی) متغیرهای تحقیق

نام متغیر	نوع آزمون	آماره t	سطح معنی‌داری	نتایج
جریان تأمین مالی ( $F_{IT}$ )	فیشر	۲۹.۶۵۷۹	*۰.۰۱۸۲	مانا در سطح صفر
بازار اولیه ( $PM_{it}$ )	فیشر	۳۸.۷۹۹۷	**۰.۰۰۱۲	مانا در سطح صفر
بازار ثانویه ( $SM_{it}$ )	فیشر	۸.۲۴۵۶۱	۰.۹۴۱۲	نامانا در سطح صفر
	فیشر	۴۷.۶۸۸۶	***۰.۰۰۰۱	مانا در سطح یک
شاخص قیمت در بورس ( $PIM_I$ )	فیشر	۰.۹۱۶۹۱	۱.۰۰۰	نامانا در سطح صفر
	فیشر	۴۵.۵۸۵۵	***۰.۰۰۰۳	مانا در سطح یک
سرمایه‌گذاری بانک‌های سرمایه‌گذاری ( $I_{it}$ )	فیشر	۳۴.۴۲۹۶	**۰.۰۱۱۲	مانا در سطح صفر

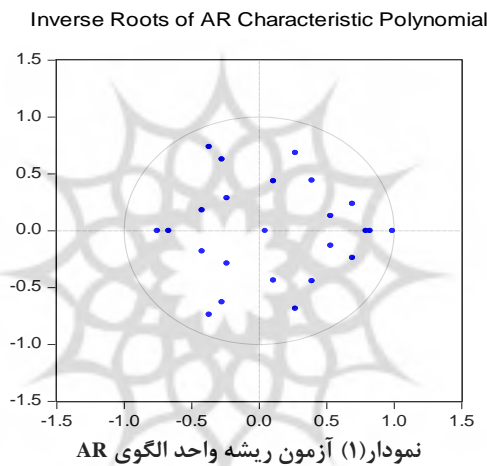
منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول (۲) نشان می‌دهد، با استفاده از آزمون فیشر ایستایی یا مانایی متغیرهای تحقیق بررسی شد. با توجه به نتایج جدول (۲-۴) آماره آزمون (t) محاسبه شده برای متغیرهای پژوهش (جریان تأمین مالی ( $F_{IT}$ ), بازار اولیه ( $PM_{it}$ ) و سرمایه‌گذاری بانک‌های سرمایه‌گذاری ( $I_{it}$ )) سطح خطا کمتر از ۰.۰۵ می‌باشد، بنابراین جریان تأمین مالی ( $F_{IT}$ ), بازار اولیه ( $PM_{it}$ ) و سرمایه‌گذاری بانک‌های سرمایه‌گذاری ( $I_{it}$ ) فرض صفر  $H_1$  این آزمون مبنی بر وجود نایستایی رد می‌شود و پس فرض  $H_0$  آزمون ایستا بودن متغیرها در سطح صفر مورد قبول واقع می‌شود. پس نتیجه گرفته می‌شود متغیرهای جریان تأمین مالی ( $F_{IT}$ ), بازار اولیه ( $PM_{it}$ ) و سرمایه‌گذاری بانک‌های

سرمایه‌گذاری ( $I_{it}$ ) در سطح  $I_0$  ایستا می‌باشند. همچنین آماره آزمون (t) محاسبه شده برای متغیرهای پژوهش (بازار ثانویه ( $SM_{it}$ ))، شاخص قیمت در بورس ( $PIM_t$ ) و مقدار حجم در بورس ( $QMS_1$ ) سطح خطا کمتر از ۰.۰۵ نمی‌باشد، بنابراین بازار ثانویه ( $SM_{it}$ )، شاخص قیمت در بورس ( $PIM_t$ ) و مقدار حجم در بورس ( $QMS_1$ ) پس از یکبار تفاضل‌گیری در  $I_1$  ایستا شدند.

### آزمون ریشه واحد الگوی VAR

آزمون ریشه واحد الگوی VAR مطابق نمودار (۱) انجام گرفت. نشان می‌دهد که تمامی ریشه‌ها کوچکتر از یک می‌باشند بنابراین مدل از ثبات برخوردار می‌باشد.



منبع: یافته‌های پژوهشگر

معیار شوارتز بیزین (SBC) بر اساس نتایج جدول (۳) وقفه بهینه سه را نشان می‌دهد، پس نتیجه گرفته می‌شود بر اساس معیار شوارتز بیزین (SBC) بهترین وقفه سه می‌باشد.

جدول (۳): تعیین وقفه مدل PVAR

HQC	AIC	SBC	LR	تعداد وقفه بهینه
۲۱۴.۹۲۸۲	۲۱۴.۸۶۰۴	۲۱۵.۰۳۳	-----	۰
۲۱۴.۱۹۶۶	۲۱۳.۷۸۹۸	۲۱۴.۸۲۷۹	۱۰۳.۹۶۴۷	۱
۲۱۳.۰۳۷۶	۲۱۲.۲۹۱۷	۲۱۴.۱۹۵۰	۱۱۵.۸۸۴۲	۲
*۲۱۲.۳۵۲۹	*۲۱۱.۲۶۷۹	*۲۱۴.۰۳۶۳	*۸۲.۹۵۷۸	۳

منبع: یافته‌های پژوهشگر



با توجه تعیین وقفه بهینه سه نتایج آزمون جوهانسن در جدول (۴) بر اساس آماره اثر و آماره حداکثر مقدار ویژه نشان می‌دهد؛ دو رابطه بلندمدت در سطح ۰.۹۵ بین متغیرهای تحقیق وجود دارد.

جدول (۴): نتایج آزمون تعیین مرتبه همگرایی در مدل

فرض $H_0$	فرض $H_1$	مقدار ویژه	آماره اثر trace	مقدار بحرانی سطح ۰.۰۵	Prob
$*R = 0$	$R > 0$	۰.۹۹۹	۱۱۰۲.۹۷۲	۶۹.۸۱۸۸۹	۰.۰۰۰
$*R = 1$	$R > 1$	۰.۹۹۸۸	۳۸۳.۰۰۱۶	۴۷.۸۵۶۱۳	۰.۰۰۰
$*R = 2$	$R > 2$	۰.۴۱۱۶	۳۲.۸۸۸۴۲	۲۹.۷۹۷۰۷	۰.۰۲۱۳
$R = 3$	$R > 3$	۰.۰۹۱۲۸۱	۵.۳۰۲۱۵	۱۵.۴۹۴۷۱	۰.۷۷۵۹
$R = 4$	$R > 4$	۰.۰۰۶۲۲	۰.۳۲۴۷۳۰	۳.۸۴۱۴۶۵	۰.۵۶۸۸
فرض $H_0$	فرض $H_1$	مقدار ویژه	آماره حداکثر مقدار ویژه Max-Eigen	مقدار بحرانی سطح ۰.۰۵	Prob
$*R = 0$	$R > 0$	۰.۹۹۹	۷۱۹.۹۷۰۳	۳۳.۸۷۶۸	۰.۰۰۰
$*R = 1$	$R > 1$	۰.۹۹۸۸	۳۵۰.۱۱۳۲	۲۷.۵۸۴۳	۰.۰۰۰
$*R = 2$	$R > 2$	۰.۴۱۱۶	۲۷.۵۸۶۲	۲۱.۱۳۱۶	۰.۰۰۵۴
$R = 3$	$R > 3$	۰.۰۹۱۲۸۱	۴.۹۷۷۴۱۹	۱۴.۲۶۴۶۰	۰.۷۴۴۷
$R = 4$	$R > 4$	۰.۰۰۶۲۲	۰.۳۲۴۷۳۰	۳.۸۴۱۴۶۵	۰.۵۶۸۸

منبع: یافته‌های پژوهشگر

برآورد رابطه بلندمدت اثر شاخص بانک‌های سرمایه‌گذاری از طریق بازار اولیه بازار ثانویه و تأمین مالی در بخش‌های دولتی و خصوصی بر شاخص قیمت بورس رابطه بلندمدت اثر شاخص بانک‌های سرمایه‌گذاری از طریق بازار اولیه بازار ثانویه و تأمین مالی در بخش‌های دولتی و خصوصی بر شاخص قیمت بورس بوسیله روش همجعی جوهانسون مورد بررسی قرار گرفت به شرح جدول (۵) می‌باشد:

جدول (۵): برآورد رابطه بلندمدت اثر شاخص بانک‌های سرمایه‌گذاری از طریق بازار اولیه بازار ثانویه و تأمین

مالی در بخش‌های دولتی و خصوصی بر شاخص قیمت بورس بر اساس مدل جوهانسون

نام متغیر	ضرایب متغیرها	انحراف معیار	آمار احتمال t
جریان تأمین مالی ( $F_{it}$ )	۷.۳۲	۳.۳	۲.۲۱۸
بازار اولیه ( $PM_{it}$ )	۸.۵۰	۰.۰۰۱۴	۶۰۷۱.۴۲۸۵۷
بازار ثانویه ( $SM_{it}$ )	-۳.۹۶	۲.۰۰۸	۱.۹۷۲۱
سرمایه‌گذاری بانک‌های سرمایه‌گذاری ( $I_{it}$ )	۲.۵۵	۰.۶۱۲۴۳	۴.۱۶۳۹

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول (۵) نشان می‌دهد:

- (۱) جریان تأمین مالی ( $F_{IT}$ ) بخش‌های دولتی و خصوصی بر شاخص قیمت بورس تأثیر مثبت دارد و از لحاظ آماری مورد تأیید است.
- (۲) بازار اولیه ( $PM_{it}$ ) بخش‌های دولتی و خصوصی بر شاخص قیمت بورس تأثیر مثبت دارد و از لحاظ آماری مورد تأیید است.
- (۳) بازار ثانویه ( $SM_{it}$ ) بخش‌های دولتی و خصوصی بر شاخص قیمت بورس تأثیر منفی دارد و از لحاظ آماری مورد تأیید است.
- (۴) سرمایه‌گذاری بانک‌های سرمایه‌گذاری ( $I_{it}$ ) بر شاخص قیمت بورس تأثیر مثبت دارد و از لحاظ آماری مورد تأیید است.
- (۵) برآورد مدل تحقیق بر اساس روش خود رگرسیون برداری پنل

مدل را با روش خودرگرسیونی برداری با وقفه بهینه سه مورد برازش قرار می‌دهیم، نتایج و معادله‌های در تخمین دستگاه معادلات ضرایب و درصد توضیح دهنده پارامترهای الگو، اهمیت روش‌های تک معادله را ندارند و انتظار نمی‌رود که کلیه ضرایب برآورده شده مربوط به وقفه متغیرها از نظر آماری معنادار باشند؛ اما ممکن است که ضرایب در مجموع براساس آماره F معنادار بوده باشند. به عبارتی در حالت کلی آماره F آزمون معنی‌دار بودن ضرایب را در مجموع تأیید می‌کنند نتایج معادله به دست آمده بر اساس آزمون خود رگرسیونی (VAR) به شرح جدول (۶) می‌باشد:

جدول (۶): نتایج برآورد الگوی رگرسیون خود برداری پنل PVAR

نام متغیر	ضرایب متغیرها	انحراف معیار	آمار احتمال t
شاخص قیمت (PIM) در سه دوره گذشته	-۶.۸۹۵۲	۱.۰۳۸۶۳	-۶.۶۳۸۷
جریان تأمین مالی ( $F_{IT}$ ) در سه دوره گذشته	۲.۵۸	۵.۲۰۷	۰.۴۹۸۸
بازار اولیه ( $PM_{it}$ ) در سه دوره گذشته	۰.۲۷۶۹	۰.۳۵۷۸	۰.۷۷۴۰
بازار ثانویه ( $SM_{it}$ ) در سه دوره گذشته	۲.۳۸۰۷	۳.۷۰۵	۰.۰۰۶۴۹
سرمایه‌گذاری بانک‌های سرمایه‌گذاری ( $I_{it}$ ) در سه دوره گذشته	۲.۱۷۰۸	۲.۴۱۰۸	۰.۹۰۲۳۰
شاخص‌های آزمون			
$F=۱۲.۹۰۴۳۶$		$R^2=۰.۸۱۱$	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتایج جدول (۶) نشان می‌دهد آماره F بیان‌گر معناداری کل رگرسیون به دست آمده است. به عبارتی این فرضیه

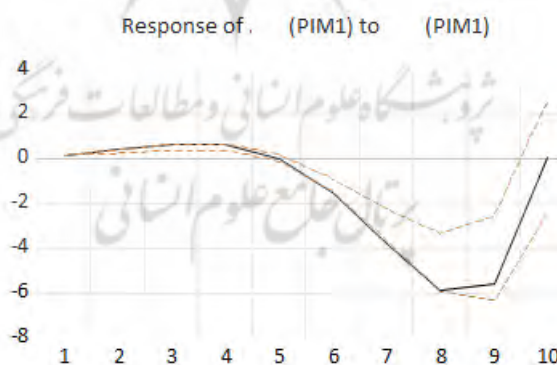
که ضرایب متغیرهای مستقل مدل می‌توانند صفر باشند رد می‌شود ولی کل رگرسیون معنی‌دار است. آماره  $R^2$  که بیانگر قدرت توضیح دهنده مدل‌ها را بیان می‌کند که ضریب تعدیل شده برابر با ۰.۸۱۱ صد است. به عبارتی ۸۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته (شاخص قیمت (PIM)) به وسیله متغیرهای مستقل (شاخص قیمت (PIM)) در سه دوره گذشته، جریان تأمین مالی ( $F_{IT}$ ) در سه دوره گذشته، بازار اولیه ( $PM_{it}$ ) در سه دوره گذشته، بازار ثانویه ( $SM_{it}$ ) در سه دوره گذشته و سرمایه‌گذاری بانک‌های سرمایه‌گذاری ( $I_{it}$ ) در سه دوره گذشته توضیح داده شده است.

### -تحلیل شوک داده‌ها و مدت استهلاک آن‌ها

نتایج نمودارها نشان می‌دهد که هرگاه تکانه یا شوکی به اندازه یک انحراف معیار بر متغیر شاخص قیمت (PIM) مورد مطالعه اعمال گردد چه تأثیری بر روی متغیرهای دیگر مستقل (شاخص قیمت (PIM))، جریان تأمین مالی ( $F_{IT}$ )، بازار اولیه ( $PM_{it}$ )، بازار ثانویه ( $SM_{it}$ ) و سرمایه‌گذاری بانک‌های سرمایه‌گذاری ( $I_{it}$ ) تحقیق دارد.

۱. اثر شوک شاخص قیمت (PIM) بر روی شاخص قیمت (PIM)

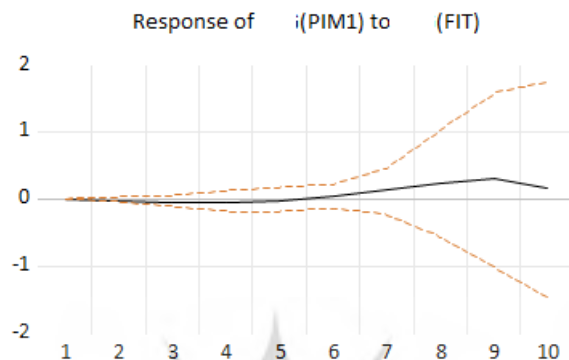
نمودار (۲) اثر شوک شاخص قیمت سهام (PIM) بر روی خود متغیر شاخص قیمت سهام (PIM) نشان می‌دهد؛ از سال اول الی سال سوم اثر شوک بصورت یکنواخت می‌باشد، از سال سوم الی چهارم اثر شوک مثبت بصورت صعودی در حال افزایش می‌باشد، از سال چهارم الی پنجم اثر شوک مثبت و به صورت نزولی است، از سال پنجم الی سال هشتم اثر شوک منفی بصورت نزولی می‌باشد از سال هشتم الی سال دهم اثر شوک منفی ولی کاهنده بوده رفته‌رفته اثر شوک کاهش یافته و ناپدید می‌شود. نمودار (۲): اثر شوک شاخص قیمت (PIM) بر روی خود متغیر شاخص قیمت



۲- اثر شوک شاخص قیمت (PIM) بر روی تأمین مالی ( $F_{IT}$ )

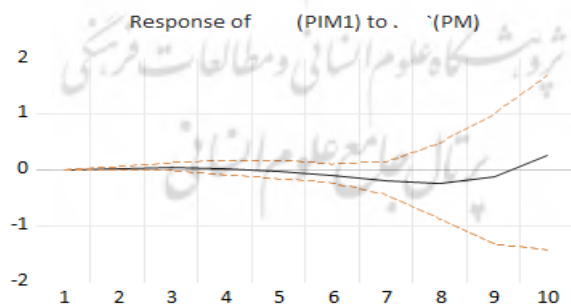
منبع: یافته‌های پژوهشگر

نمودار (۳) اثر شوک شاخص قیمت سهام (PIM) بر روی تأمین مالی ( $FIT$ ) نشان می‌دهد؛ از سال اول الی سال پنجم اثر شوک بصورت یکنواخت می‌باشد، از سال پنجم الی نهم اثر شوک مثبت بصورت صعودی در حال افزایش می‌باشد، از سال نهم الی دهم اثر شوک مثبت و به صورت نزولی است و رفته‌رفته اثر شوک کاهش یافته و ناپدید می‌شود



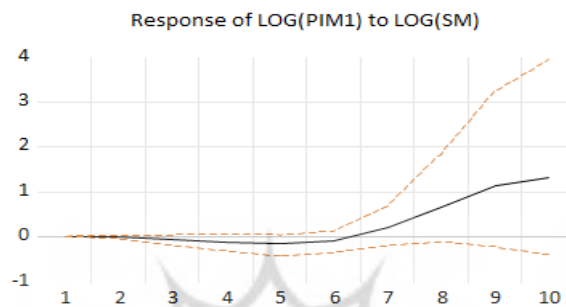
نمودار (۳): اثر شوک شاخص قیمت (PIM) بر روی تأمین مالی ( $FIT$ )  
منبع: یافته‌های پژوهشگر

۳- اثر شوک شاخص قیمت (PIM) بر روی عرضه اولیه (PM)  
نمودار (۴) اثر شوک شاخص قیمت سهام (PIM) بر روی عرضه اولیه (PM) نشان می‌دهد؛ از سال اول الی سال پنجم اثر شوک بصورت یکنواخت می‌باشد، از سال پنجم الی هشتم اثر شوک منفی بصورت نزولی می‌باشد، از سال هشتم الی دهم اثر شوک منفی و به صورت صعودی است.



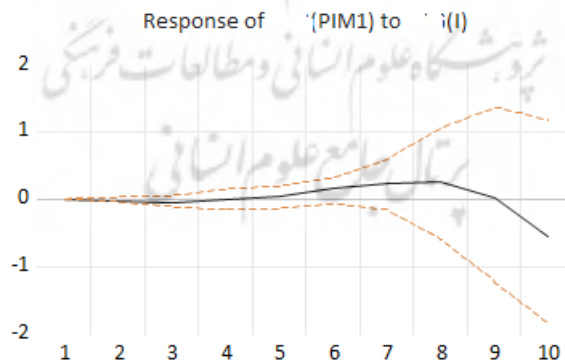
نمودار (۴): اثر شوک شاخص قیمت سهام (PIM) بر روی عرضه اولیه (PM)  
منبع: یافته‌های پژوهشگر

۴- اثر شوک شاخص قیمت (PIM) بر روی عرضه ثانویه (SM) نمودار (۵) اثر شوک شاخص قیمت سهام (PIM) بر روی عرضه ثانویه (PM) نشان می‌دهد؛ از سال اول الی سال سوم اثر شوک بصورت یکنواخت می‌باشد، از سال سوم الی پنجم اثر شوک منفی بصورت نزولی می‌باشد، از سال پنجم الی ششم اثر شوک منفی و به صورت صعودی و از سال ششم دهم اثر شوک مثبت و صعودی است.



نمودار (۵): اثر شوک شاخص قیمت (PIM) بر روی عرضه ثانوی (SM)  
منبع: یافته‌های پژوهشگر

۵- اثر شوک شاخص قیمت (PIM) بر روی سرمایه‌گذاری بانک‌های سرمایه‌گذاری ( $I_{it}$ ) نمودار (۶) اثر شوک شاخص قیمت سهام (PIM) بر روی سرمایه‌گذاری بانک‌های سرمایه‌گذاری ( $I_{it}$ ) نشان می‌دهد؛ از سال اول الی سال پنجم اثر شوک بصورت یکنواخت می‌باشد، از سال پنجم الی هشتم اثر شوک مثبت بصورت صعودی می‌باشد، از سال هشتم الی نهم اثر شوک مثبت و به صورت نزولی و از سال نهم الی دهم اثر شوک منفی و بصورت نزولی است.



نمودار (۶): اثر شوک شاخص قیمت سهام (PIM) بر روی سرمایه‌گذاری بانک‌های سرمایه‌گذاری ( $I_{it}$ )  
منبع: یافته‌های پژوهشگر

- تجزیه واریانس مدل

تجزیه واریانس به‌عنوان معیاری بر عملکرد پویایی، قادر است به تعیین بی‌ثباتی هر متغیر در مقابل شوک وارده بر هریک از متغیرهای دیگر بپردازد، بنابراین برای تعیین سهم بی‌ثباتی ایجاد شده در هریک از معادلات توسط متغیرها می‌باید از تجزیه واریانس استفاده کرد که در جدول‌های زیر آمده است. در ستون اول جدول SE که خطای پیش‌بینی متغیرهای مربوطه را دوره‌های مختلف (۱۰) ساله نشان می‌دهد به دلیل اینکه خطای پیش‌بینی هر سال، روی خطای پیش‌بینی سال بعد تأثیر می‌گذارد، طی دوره زمانی با گذشت زمان، خطای پیش‌بینی در حال افزایش است.

#### اثر تجزیه واریانس شاخص قیمت سهام (PIM)

جدول (۴) اثر تجزیه شاخص قیمت سهام (PIM) نشان می‌دهد در سال اول ۱۰۰ درصد تغییرات توسط خود متغیر توضیح داده می‌شود. در سال دوم ۹۰.۱۰ درصد، در سال سوم ۶۸.۴۶۸، در سال چهارم ۷۳.۷۱، در سال پنجم ۹۷.۵۴، در سال ششم ۸۸.۹۵، در سال هفتم ۴۹.۱۷۳، در سال هشتم ۹۰.۷۹، در سال نهم ۹۶.۳۶۶ و در سال دهم ۸۲.۵۰۴ درصد تغییرات از سوی خود متغیر شاخص قیمت سهام (PIM) توضیح داده می‌شود.

۲- اثر شاخص‌های بانک‌های سرمایه‌گذاری جریان تأمین مالی ( $FIT$ ) بر روی شاخص قیمت سهام (PIM)

جدول (۶) اثر شاخص‌های بانک‌های سرمایه‌گذاری جریان تأمین مالی ( $FIT$ ) بر روی شاخص قیمت سهام (PIM) نشان می‌دهد سال اول ۱۰۰ درصد تغییرات توسط شاخص قیمت سهام (PIM) توضیح داده شده است. در سال دوم ۰.۰۷۶، در سال سوم ۰.۱۶۲، در سال چهارم ۰.۱۵۶، در سال پنجم ۰.۰۵۳، در سال ششم ۰.۱۱۰، در سال هفتم ۰.۱۳۷۶، در سال هشتم ۰.۱۳۷۶، در سال نهم ۰.۲۳۶۱ و در سال دهم ۰.۰۰۷۲۴ درصد تغییرات شاخص قیمت سهام (PIM) توسط شاخص‌های بانک‌های سرمایه‌گذاری جریان تأمین مالی ( $FIT$ ) توضیح داده می‌شود.

۳- اثر شاخص‌های بانک‌های سرمایه‌گذاری بازار اولیه ( $PM$ ) بر روی شاخص قیمت سهام (PIM)

جدول (۶) اثر شاخص‌های بانک‌های سرمایه‌گذاری بازار اولیه ( $PM$ ) بر روی شاخص قیمت سهام (PIM) نشان می‌دهد سال اول ۱۰۰ درصد تغییرات توسط شاخص قیمت سهام (PIM) توضیح داده شده است. در سال دوم ۹.۸۰۹، در سال سوم ۲۸.۵۴۹۴، در سال چهارم ۲۰.۳۳۸، در سال پنجم ۱.۵۸۶۶، در سال ششم ۱۰.۸۵۴۰۳، در سال هفتم ۴۵.۹۲۸، در سال هشتم ۵.۵۷۷، در سال نهم ۳.۴۶۹۰ و در سال دهم ۱۶.۹۷۳۳ درصد تغییرات شاخص قیمت سهام (PIM) توسط شاخص‌های بانک‌های سرمایه‌گذاری بازار اولیه ( $PM$ ) توضیح داده می‌شود.

۴- اثر شاخص‌های بانک‌های سرمایه‌گذاری بازار ثانویه ( $SM$ ) بر روی شاخص قیمت سهام (PIM)

جدول (۶) اثر شاخص‌های بانک‌های سرمایه‌گذاری بازار ثانویه ( $SM$ ) بر روی شاخص قیمت سهام (PIM) نشان می‌دهد سال اول ۱۰۰ درصد تغییرات توسط شاخص قیمت سهام (PIM) توضیح داده شده است. در سال دوم ۰.۰۰۱۳۱، در سال سوم ۲.۳۶۹۵، در سال چهارم ۵.۴۸۶۳، در سال پنجم ۰.۷۸۷۸، در سال ششم ۰.۱۵۶۶، در

سال هفتم ۴۰۴۴۶، در سال هشتم ۳۰۳۲۳۷۵، در سال نهم ۰۰۳۳۲۳ و در سال دهم ۰۰۴۵۶۹ درصد تغییرات شاخص قیمت سهام (PIM) توسط شاخص‌های بانک‌های سرمایه‌گذاری در بازار ثانویه (SM) توضیح داده می‌شود.

۵- اثر سرمایه‌گذاری بانک‌های سرمایه‌گذار (I) بر روی شاخص قیمت سهام (PIM) جدول (۶) اثر سرمایه‌گذاری بانک‌های سرمایه‌گذار (I) بر روی شاخص قیمت سهام (PIM) نشان می‌دهد سال اول ۱۰۰ درصد تغییرات توسط شاخص قیمت سهام (PIM) توضیح داده شده است. در سال دوم ۰۰۰۵۲۹۲، در سال سوم ۰۰۴۵۰۰۷۱، در سال چهارم ۰۰۳۰۲۸۱، در سال پنجم ۰۰۲۹۹۲۵، در سال ششم ۰۰۲۸۶۹۳، در سال هفتم ۰۰۳۴۱۰، در سال هشتم ۰۰۱۶۸۸۵، در سال نهم ۰۰۰۸۱۷ و در سال دهم ۰۰۸۳۱۲ درصد تغییرات شاخص قیمت سهام (PIM) توسط سرمایه‌گذاری بانک‌های سرمایه‌گذار (I) توضیح داده می‌شود.

نتیجه‌گیری: اثر شاخص‌های بانک‌های سرمایه‌گذاری بازار اولیه (PM) بر روی شاخص قیمت سهام (PIM) بیشترین تأثیر را دارد.

جدول (۶): اثر تجزیه واریانس شوک شاخص قیمت (PIM)

دوره	S.E	PMI	FIT	PM	SM	I
۱	۱۳۸۳۷۸.۰	۱۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰
۲	۵۱۵۶۷۹.۲	۹۰.۱۰۹۰۸	۰.۰۷۶۴۱۱	۹.۸۰۹۰	۰.۰۰۰۱۳۱	۰.۰۰۵۲۹۲
۳	۹۸۵۴۴۶.۸	۶۸.۴۶۸۰۹	۰.۱۶۲۸۵۸	۲۸.۵۴۹۴	۲.۳۶۹۵	۰.۴۵۰۰۷۱
۴	۲۲۹۸۹۳۸	۷۳.۷۱۵۹۳	۰.۱۵۶۱۷۱	۲۰.۳۳۸۶	۵.۴۸۶۳۸	۰.۳۰۲۸۱
۵	۱۳۷۱۰۳۷۲	۹۷.۵۴۲۶۱	۰.۰۵۳۰۰۰	۱.۵۸۶۶	۰.۷۸۷۸۳	۰.۰۲۹۹۲۵
۶	۴۲۰۵۱۸۱۹	۸۸.۹۵۴۹۳	۰.۰۰۵۶۴۸	۱۰.۸۵۴۰۳	۰.۱۵۶۶۹	۰.۰۲۸۶۹۳
۷	۶۶۷۴۱۵۲۲	۴۹.۱۷۳۷۵	۰.۱۱۰۹۱۹	۴۵.۹۲۸۰۱	۴.۴۴۶۲۸	۰.۳۴۱۰۴۰
۸	۲.۶E+۰۹	۹۰.۷۹۲۱۰	۰.۱۳۷۶۴۳	۵.۵۷۷۶	۳.۳۲۳۷۵	۰.۱۶۸۸۵۱
۹	۱.۳۰E+۰۹	۹۶.۳۶۶۷۸	۰.۰۲۳۶۱	۳.۲۶۹۰	۰.۳۳۲۳۷	۰.۰۰۸۱۷۹
۱۰	۳.۲۸E+۰۹	۸۲.۵۰۴۱۷	۰.۰۰۷۲۴۳	۱۶.۹۷۳۳	۰.۴۵۶۹۱	۰.۰۵۸۳۱۲

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### نتایج و پیشنهادات تحقیق

بر خلاف پژوهش‌های پیشین، در این مطالعه نقش اثر شاخص‌های بانک‌های سرمایه‌گذاری (بازار اولیه و ثانویه و تأمین مالی) بر شاخص قیمت بورس در یک چارچوب یکپارچه بررسی شده و نشان داده شد؛ از بین شاخص‌های بانک‌های سرمایه‌گذاری (بازار اولیه و ثانویه و تأمین مالی) بازار اولیه بانک‌های سرمایه‌گذاری بیشترین تأثیر بر شاخص قیمت دارد. داو گورتن (۱۹۹۷)، معتقدند قیمت سهام نتیجه مجموع اطلاعات در اختیار تعداد زیادی شرکت کننده در بازار است که ممکن است برخی از آن‌ها اطلاعاتی فراتر از اطلاعات عمومی منتشر شده توسط شرکتها داشته باشند. قیمت بالاتر (پایین تر سهام در بازار ناقل اطلاعات مثبت (منفی) اضافی در مورد فرصتهای

سرمایه‌گذاری و تصمیم‌های گذشته مدیران برای مدیرانی است که پاداش آن‌ها بر اساس مشوق‌های مدیریتی است. این ارزش‌گذاری بازار، بازخوردی از بازار مالی است و در مورد تصمیم‌های سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد که یک پروژه اجرا یا لغو شود و یا به تأخیر بیفتد و یا به سرمایه‌گذاری که با بیش از حد منجر شود. بر اساس پژوهش ساب راهمانیام و تیتیمان (۱۹۹۹) هدف اصلی مدیران به دست آوردن این اطلاعات ارزشمند از قیمت سهام پیش از عرضه عمومی است. فوکالت و فرسارت (۲۰۱۲)، فرض کرده‌اند که این فرآیند موجب بهبود کارایی تخصیص سرمایه شرکت می‌شود به علاوه آن‌ها ادعا می‌کنند که بالابودن حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت منجر به عملکرد عملیاتی بهتر شرکت می‌شود (مطالعات موجود در مورد حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت همواره نتایج نامعلومی نشان می‌دهند. برای مثال، مورک و همکاران (۱۹۹۰)، ادعا کردند که اطلاعات موجود در قیمت سهام اهمیتی برای مدیران ندارد؛ زیرا ارزش‌گذاری بازار اطلاعات اضافی دیگری جز ارزش‌گذاری داخلی ندارد (مورک و همکاران، ۱۹۹۰). بلانیچارت و همکاران (۱۹۹۳)، معتقدند مادامی که قیمت سهام موارد بنیادی را به‌طور کامل منعکس نکند، ارزش‌گذاری بازار در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تأثیر محدودی دارد. آن‌ها نشان دادند که پاسخ مدیران به عدم قیمت‌گذاری درست بازار به صورت انتشار سهام جدید، تنها یک انتقال مالکیت از سهامداران قدیم به سهامداران جدید است. بیکر ورگلر (۲۰۰۲) و بیکر و همکاران (۲۰۰۳)، به این نتیجه رسیدند انتشار سهام یا کانال تأمین مالی به این اشاره دارد که مدیران زمانی که بازار سهام شرکت را بیش از واقع قیمت‌گذاری کرده است، تمایل به انتشار سهام دارند و زمانی که سهام کمتر از واقع قیمت‌گذاری شده باشد، تمایل به بازخرید سهام از بازار را دارند از طرف دیگر، پولک و ساینزا (۲۰۰۸)، نشان دادند که مدیران لزوماً به عدم قیمت‌گذاری درست در قالب انتشار سهام جدید پاسخ نمی‌دهند؛ بلکه پاسخ آن‌ها از طریق تغییر در استراتژی‌های سرمایه‌گذاری است.

#### فهرست منابع

- ۱) آسیایی اقدم، ل. رحیم‌زاده، ا. و رجایی، ی. (۱۴۰۱). اثر متغیرهای اقتصادی بر رفتار قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. فصلنامه اقتصاد مالی، دوره ۱۶، شماره ۵۹: ۱۲۶-۱۰۵.
- ۲) آسیایی اقدم، ل. رحیم‌زاده، ا. فلیحی، ن. و رجایی، ی. (۱۴۰۰). انتخاب سبب داری سهام مبتنی بر روش اقتصاد رفتاری (مورد مطالعه بازار بورس تهران). فصلنامه اقتصاد مالی، دوره ۱۵، شماره ۵۵: ۱۹۰-۱۵۵.
- ۳) جهانخانی، ع. و پارسائیان، ع. (۱۳۷۵). فرهنگ اصطلاحات مالی، تهران؛ موسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی، چاپ اول.
- ۴) خدا بخشی، ا. و شمسی، ز. (۱۳۹۵). بررسی بانک‌های سرمایه‌گذاری به‌عنوان ابزاری برای توسعه بازار سرمایه و تاثیر آن بر توسعه اقتصادی، دبیرخانه همایش بین‌المللی انسجام مدیریت و اقتصاد در توسعه شهری. تهران؛ ۱-۱۵.
- ۵) صفری، م. (۱۳۹۴). چالش‌های موجود و راهکارهای پیش رو بانکداری سرمایه‌گذاری در توسعه نظام تأمین مالی، مجموعه مقالات کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران، ۴۱۴-۳۱۹.



- ۶) عباسی، ا. همکاران (۱۳۷۸). ضرورت بانک‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه کشور، دفتر مطالعات اقتصادی دانشگاه تربیت مدرس تهران، ۱۷-۴.
- ۷) گلریز، (۱۳۸۰). فرهنگ توصیفی اصطلاحات پول، بانکداری و مالیه بین‌المللی. تهران؛ فرهنگ معاصر، چاپ اول.
- ۸) فدایی خوراسگانی، م (۱۳۸۸). توسعه فعالیت‌های اقتصادی از طریق بانک‌های سرمایه‌گذاری در اقتصاد ایران، اولین همایش ملی اقتصاد دانشگاه آزاد اسلامی واحد خمینی شهر؛ ۲۰-۱.
- ۹) نگین تاجی، ز. گلمرادی آدینه‌وند، ح. صادقی‌نژاد، م. (۱۴۰۱). بررسی رابطه میان رشد اقتصادی، توسعه بخش بانکی و بازار سرمایه در ایران، فصلنامه اقتصاد مالی، دوره ۱۶، شماره ۶۰: ۱۹۵-۲۱۲.
- 10) Aurora.A.C.Teixeira,Anabelas.s.Queiros(2016),Economic growth,human capital and structural charge:A dynamic panel data analysis, Reaserch policy,volume45,Issue8,october 2016,pages 1636-1648.
- 11) Hartmann-Wendels, T., Pfingsten, A. and Weber, M. (2010). Bankbetriebslehre, 5th ed., Springer: Berlin Heidelberg.
- 12) Margaux MacDonald(2017), International capital market fictions and spillovers from quantitative easing,Journal of International Money and finance,volume70, pages 135-156.
- 13) Prasanna Prakash, , Marathalli, Bangalore, Karnataka(2018). A Study on the Role of Investment Banks in the Economic Development of India, INTERNATIONAL JOURNAL OF SCIENTIFIC PROGRESS AND RESEARCH (IJSPR) 3rd National Conference on Economic and Technological Reforms in India (ETRI-2018) ISSN: 2349-4689
- 14) Saunders, Anthony & Cornett, Marcia Millon (2003). Financial Institutions Management: A risk Management Approach. New York: Mc Grow-Hill, Forth Edition.
- 15) Schröder, Michael et al. (2012) : The role of investment banking for the German economy: Final report for Deutsche Bank AG, Frankfurt/Main, ZEW-Dokumentation, No. 12-01, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), Mannheim
- 16) Travis K. King;(2002); The Role of an Investment Bank In Building Business; San Diego Business Journal,Vol23,No 39.
- 17) Xuan vinhvo (2017), Determinants of capital structure in emerging makers: Evidence from vietnam, Research in International Business and finance.Volume40,pages 105-113.

Investigating the effects of investment banks index on Iran  
Stock Exchange price index

Abbas Papizadeh Palangan<sup>1</sup>  
Nemat Falihi<sup>2</sup>  
Shahriar Nesabian<sup>3</sup>

Received: 18 / October / 2022 Accepted: 19 / December / 2022

**Abstract**

An investor bank is a financial organization that acts as an intermediary between the securities issuing company and the purchasing community. And since most companies are financed through the issuance of securities and this method has a significant contribution to the development of the country's financing system, the role of investment banks in the securities issuance process is very important. The main purpose of this article; Identifying the indicators of investment banks in the public and private sectors is based on the stock price index. The scope of the research is between 1390 and 1400, to collect statistical information from primary market, secondary market and financing data (Omid Capital, Amin Capital, Maskan Bank Capital, Mellat Bank Capital, Tamadon Capital, Sepehr Capital, Kardan Capital Financing, Lotus Parsian Capital Financing, Novin Capital Financing) have been used as effective indicators of investment banks and the short-term investment rate of investment banks and the stock price index. The method of analysis of this research is self-regression econometric model (panel). Using Fisher's exact test and Johansen co-integration test, static and long-run relationships of variables were examined. There is a level of 0.95 between the variables; Then, using shock analysis and analysis of variance, it was shown that among the effective indicators of investment banks (initial public offering) in public and private banks, the most impact is on the stock price index.

**Keyword:** Index, Investment, Trading volume, Primary, secondary markets, Iran.

**Classification JEL:** G41, G4, D9, D91

<sup>1</sup> Department of Economics, Central Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran-Iran  
abas.papizade1360@gmail.com

<sup>2</sup> Department of Economics, Central Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran-Iran(corresponding author) .  
nfalihi@gmail.com

<sup>3</sup> Department of Economics, Central Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran-Iran. nessabian@gmail.com