



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری  
دوره ۱۱ / شماره ۲ (پیاپی ۴۲) / تابستان ۱۴۰۱  
صفحه ۴۳۵ تا ۴۵۳

## تبیین نقش گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

حمید مریدی پور

دانشجوی دکتری گروه حسابداری، واحد بروجرد، دانشگاه آزاد اسلامی، بروجرد ایران  
hamidmoridi@yahoo.com

محمود همت فر

دانشیار گروه حسابداری، واحد بروجرد، دانشگاه آزاد اسلامی، بروجرد ایران (نویسنده مسئول)  
dr.hematfar@yahoo.com

محمد حسن جنانی

استادیار گروه حسابداری، واحد بروجرد، دانشگاه آزاد اسلامی، بروجرد ایران  
Mhjanani@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۴/۰۶ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۶/۱۵

### چکیده

پژوهش‌های زیادی نشان می‌دهد که قدرت نقدشوندگی دارایی‌ها که از متغیرهای مورد توجه سرمایه‌گذاران می‌باشد تحت تاثیر عوامل مختلفی از جمله احساسات سرمایه‌گذاران قرار دارد. احساسات سرمایه‌گذاران در بازار توسط دیدگاه مالی رفتاری تبیین می‌شود این دیدگاه در نقطه مقابل تئوری‌های مالی کلاسیک است. از این رو در این پژوهش هدف اصلی را بررسی رابطه بین ویژگی‌های احساسی سرمایه‌گذاران و نقدشوندگی سهام در بازار سرمایه ایران قرار دادیم. برای این منظور داده‌های ۹۵ شرکت از میان شرکت‌های فعال بازار سرمایه در یک دوره ۷ ساله طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ با استفاده از مدل رگرسیون چند منغیره مبتنی بر تکنیک داده‌های ترکیبی مورد بررسی قرار گرفت. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که در شرکت‌های کوچک هر چه گرایش‌های احساسی پایین و بالای سرمایه‌گذاران رو به افزایش باشد نقدشوندگی سهام کاهش پیدا می‌کند و هر چه این گرایش‌های احساسی پایین تر باشد نقدشوندگی سهام افزایش می‌یابد. شاخص ویژگی‌های احساسی سرمایه‌گذار بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های بزرگ تاثیر منفی و معنی‌داری دارد ولی فرضیه مربوط به وجود رابطه‌ی معنی‌دار بین ویژگی‌های احساسی بالا و پایین سرمایه‌گذاران با نقدشوندگی سهام در شرکت‌های بزرگ تایید نشد. با توجه به سطح معنی‌داری متغیرهای تعدیل‌کننده مدل پژوهش، ویژگی‌های احساسی بالا و پایین در شرکت‌های کوچک رابطه‌ی معنی‌دار منفی با نقدشوندگی سهام دارند ولی وجود رابطه معنی‌دار برای شرکت‌های بزرگ تایید نگردید. هم‌چنین با توجه به آماره  $F$  که کمتر از ۵ و با ضریب تقریباً صفر، می‌توان معنی‌دار بودن کل مدل رگرسیونی را نتیجه گرفت. و با توجه به مقدار آماره دوربین و واتسون که کمتر از ۲ می‌باشد، خود همبستگی شدید سریالی بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد.

**واژه‌های کلیدی:** مالی رفتاری، تئوری‌های مالی کلاسیک، ویژگی‌های احساسی سرمایه‌گذاران، نقدشوندگی سهام.

## ۱- مقدمه

یکی از عوامل ریسک‌داری‌های مالی قابلیت نقدشوندگی این دارایی‌هاست و شناسایی عوامل اثرگذار بر نقدشوندگی، به پیش‌بینی وضعیت نقدشوندگی سهام و در نتیجه مدیریت ریسک سهام کمک می‌کند. سرمایه‌گذاران برای انتخاب نوع سرمایه‌گذاری به بازده و ریسک‌داری توجه می‌کنند اگر قابلیت نقدشوندگی دارایی را از عوامل ریسک‌داری بدانیم بنابراین این عامل در انتخاب پرتفوی سرمایه‌گذار نقش حیاتی دارد. برای سرمایه‌گذار بسیار اهمیت دارد که بداند اگر تصمیم به فروش دارایی خود داشته باشد، بازار مناسبی برای آن وجود دارد یا خیر؟ و یا چه مدت زمان طول می‌کشد تا این دارایی به فروش برسد؟ اطمینان سرمایه‌گذار از قابلیت نقدشوندگی سهام، ریسک عدم نقدشوندگی را برای او کاهش می‌دهد.

اهمیت نقدشوندگی سهام باعث شده است که پژوهشگران زیادی به مطالعه تاثیر عوامل موثر بر نقدشوندگی بپردازند. برخی از پژوهشگران در پژوهش‌های خود تاثیر عوامل خرد و کلان اقتصادی را بر نقدشوندگی سهام بررسی کردند که می‌توان نمونه آن را در پژوهش‌های لو و گلسکوک (۲۰۱۰) دید. برخی دیگر مانند چوردیا، رول و سوپراهمانیام (۲۰۰۱) تاثیر متغیرهای مالی را بر رفتار نقدشوندگی سهام بررسی نمودند. پژوهش‌های بسیاری که در این حوزه صورت گرفته است و این اهمیت موضوع نقدشوندگی سهام را برای سرمایه‌گذاران اثبات می‌کند. نقدشوندگی سهام یکی از مهم‌ترین عوامل در تصمیمات سرمایه‌گذاری و از مهم‌ترین کارکردهای بورس اوراق بهادار است و سرمایه‌گذاران همواره خواستار سهامی هستند که بتوانند با کمترین هزینه آن را معامله کنند (سعیدی و دادار، ۱۳۸۸). عدم نقدشوندگی سهام برای سرمایه‌گذار نوعی ریسک محسوب می‌شود به همین جهت سرمایه‌گذاران به ازای تقبل چنین ریسکی انتظار بازدهی متناسب را دارند (قایمی و رحیم پور، ۱۳۸۹). بنابراین بررسی مساله نقدشوندگی سهام ناشی از اهمیت و تمایل سرمایه‌گذاران به آگاهی بیشتر در این زمینه است. همان‌طور که پیش‌تر گفته شد در زمینه نقدشوندگی سهام پژوهش‌های بسیار زیادی تاکنون صورت گرفته است که تاثیر عوامل مختلف و متغیرهای مختلف را بر نقدشوندگی مورد بررسی قرار گرفته است.

نکته مورد مساله این است که اکثر پژوهش‌های صورت گرفته در این حوزه به تیوری‌های اقتصادی و مالی کلاسیک برمی‌گردد که تاثیر عوامل بنیادی را بر نقدشوندگی مورد مطالعه قرار می‌دهد و فرض بر عقلانیت و رفتار عقلایی بازار است. ولی در بسیاری از موارد خصوصاً در بازار سرمایه مشاهده شده است که عوامل بازار بصورت عقلایی عمل نمی‌کنند و رفتاری هیجانی و غیر بنیادی در پیش می‌گیرند. آمیخته شدن مباحث روانشناسی در اقتصاد و مسایل مالی دانشی به نام مالی رفتاری را بوجود آورده است که بیان می‌کند برخی از تغییرات صورت گرفته در بازار سرمایه ناشی از عوامل بنیادی نیست بلکه گرایش احساسی سرمایه‌گذاران است که نقشی مهم و حیاتی در اتخاذ تصمیمات ایفا می‌کند. می‌چن لین در پژوهشی در سال ۲۰۱۰ بیان می‌کند قضاوت‌های مبتنی بر تصورات ذهنی و غیر علمی و شرایط روانی و احساسی در بورس اوراق بهادار حاکم است و تغییرات قیمتی را در این بازار توضیح می‌دهد. ویژگی‌های احساسی سرمایه‌گذاران به طور معنی‌داری می‌تواند حجم نقدینگی و حجم معاملات و نهایتاً نقدشوندگی بازار سرمایه را تحت تاثیر قرار دهد (دباتا و همکاران، ۲۰۱۸). بارکر و ورگلر در ۲۰۰۷ عنوان می‌کنند که احساسات سرمایه‌گذاران در واقع اعتقاد آن‌ها به جریان‌های نقدی آتی و ریسک سرمایه

گذاری در شرایطی است که آن‌ها حقایق بنیادی را مدنظر قرار نمی‌دهند. بنابراین احساسات سرمایه‌گذاران به طور معنی‌دار تغییرات نقدینگی آتی شرکت‌ها را توضیح می‌دهد و توضیح این عامل یا دلیل برای تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه مفید می‌باشد احساسات سرمایه‌گذاری معمولاً در قالب بدبینی و خوش‌بینی تغییرات رو به بالا و پایین حجم معاملات سهام شرکت‌ها و به دنبال آن نقدشوندگی سهام و نهایتاً نقدینگی بازار سرمایه را تحت تاثیر خود قرار می‌دهد که پژوهش در این مورد را توجیه پذیر می‌کند.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### ۲-۱- نقد شوندگی سهام

نقدشوندگی سهام در بازارهای مالی را می‌توان قابلیت جذب روان سفارش‌های خرید و فروش تعریف کرد. توانایی معامله سریع حجم بالایی از اوراق بهادار با هزینه پایین و تاثیر قیمتی کم را نیز می‌توان به عنوان تعریف نقدشوندگی در نظر گرفت. تاثیر قیمتی کم به این معنی است که قیمت‌داری در فاصله میان سفارش تا خرید، تغییر چندانی نداشته باشد (اسلامی بیگدلی، سارنج، ۱۳۸۷). نقدشوندگی سهام می‌تواند ریسک ورشکستگی را کاهش دهد و در بقای شرکت یک عامل مهم و تعیین‌کننده محسوب می‌شود (دوان و زو، ۲۰۱۴) و (بروگارد و همکاران، ۲۰۱۷). نقدشوندگی سهام درجه بالایی از کارایی اطلاعاتی را بوجود می‌آورد، که سهامداران را جذب چنین بازارهایی می‌نماید. سهام با نقدشوندگی بالا انگیزه سرمایه‌گذاران را برای سرمایه‌گذاری بالا برده و میزان رضایت آن‌ها را افزایش می‌دهد که خود به توسعه بازار کمک می‌کند (چوردیا و همکاران، ۲۰۰۸) نتایج پژوهش‌های مالی رفتاری مدرن، نشان داده است که احساسات فردی و ساختار یافته سرمایه‌گذاران، تاثیر با اهمیتی در بازار سهام و قیمت سهام دارد (لیستون ۲۰۱۶).

روزانه تعداد بسیار زیادی اخبار خوب و بد اقتصادی و سیاسی در بازار سرمایه به گوش سرمایه‌گذاران می‌رسد که موجب برانگیختگی سرمایه‌گذاران می‌شود که این خود تغییر در بازدهی و قیمت سهام را در بردارد (اسمانزلی ۲۰۱۴). درک عوامل موثر بر نقدشوندگی یک نگرانی مهم در حوزه مالی است. متغیرهای کلان اقتصادی، قوانین معاملات بورس اوراق بهادار، قوانین حمایت از سرمایه‌گذاران، محیط اطلاعات، مسائل ساختار خرد بازار و ویژگی‌های خاص شرکت منابع احتمالی تغییر در نقدینگی هستند (بروکمن و همکاران، ۲۰۰۹؛ کامینگ و همکاران، ۲۰۱۱؛ کارولی و همکاران، ۲۰۱۲؛ مشیریان و همکاران، ۲۰۱۷). بررسی‌ها نشان می‌دهد که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران مثل اعتماد به نفس بیش از حد می‌تواند نقدشوندگی در بازار را متاثر سازد. مطالعات لیو در سال ۲۰۱۵ نشان می‌دهد که احساسات مثبت و منفی در بازار نقدشوندگی بازار سهام را افزایش یا کاهش می‌دهد. رفتار در چنین بازارهایی با بازارهای توسعه یافته متفاوت است (کیم و نوفسینگر، ۲۰۰۸). بررسی در مورد رفتار احساسی سرمایه‌گذاری و نقدشوندگی بازار سهام بینش جدیدی برای توسعه ادبیات مالی در این زمینه است. مطالعات بیشتر در این زمینه می‌تواند موضوع را بیشتر روشن کند

## ۲-۲- ویژگی های احساسی سرمایه گذاران

یکی از ویژگی های اصلی ادبیات مالی رفتاری، احساسات سرمایه گذار است. پدیده ای که انتظارات از عملکرد شرکت در آینده را مغرضانه جلوه می دهد. زمانی که احساسات سرمایه گذاران زیاد است برآورد آن ها از سود آتی نسبت به واقعیت موجود خوشبینانه تر است و شرکت ها تلاش می کنند که با تغییر استراتژی خود به احساسات غالب پاسخ دهند (برگمن و سوگاتا، ۲۰۰۵). مالی رفتاری، تاثیر روانشناسی بر رفتار مشارکت کنندگان بازار های مالی را بررسی می کند. هم چنین به بررسی فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاران و واکنش آن ها در قبال شرایط مختلف می پردازد. با وجود نقطه نظری اقتصاددانان کلاسیک، که بیان می کنند بازار کارا است و سرمایه گذاران عقلایی تصمیم گیری می کنند ولی در واقعیت، رفتار سرمایه گذاران و بازار به طور چشمگیری می تواند احساسی و غیر عقلایی باشد. طبق روانشناسی سرمایه گذاران، سهام ممکن است اشتباه قیمتگذاری شود و بازارها نیز ممکن است کارایی کافی و لازم را نداشته باشند (جعفری و همکاران، ۱۳۹۶). احساسات سرمایه گذار از فضای رونق و رکود بازار ناشی می شود. اگر بازار در حالت رونق باشد سرمایه گذاران تمایل دارند که سهام را حتی به بالاتر از قیمت واقعی خریداری کنند در این حالت سرمایه گذاران گرایش به پذیرش ریسک دارند و این حاکی از اعتماد به بازار و شرایط اقتصادی است و در این شرایط انتظار آنها از بازار ادامه روند است و پیش بینی می کنند که قیمت ها باز هم افزایش می یابد (کیومرثی و همکاران، ۲۰۱۶). افراد تحت تاثیر عوامل روانشناختی و رفتاری، نسبت به اطلاعات و واکنش های متفاوتی نشان می دهند که باعث ناهنجاری هایی از جمله قیمت گذاری بیش از حد و کم تر از حد سهام می شود (کاروالیو و همکاران، ۲۰۱۶). شواهد و تحقیقات بسیار زیادی تاثیر احساسات را بر قیمت تایید می کند و از طرفی نقد شوندگی سهام عامل بسیار مهمی در تصمیم گیری است که خود عامل نقد شوندگی تغییرات قیمت سهام را توضیح می دهد (حجازی و همکاران، ۱۳۹۴) با توجه به پیوند های نظری که بین احساسات سرمایه گذار و نقد شوندگی سهام وجود دارد ولی این ارتباط فاقد شواهد تجربی است. ادبیات مربوط به نقدینگی روی تاثیر آن بر بازده سهام متمرکز است (چوردیا و همکاران، ۲۰۱۵).

پژوهش هایی که می تواند به تبیین ارتباط بین احساسات و سایر متغیرهای تاثیرگذار مانند نقد شوندگی بازار بپردازد، در تصمیم گیری مشارکت کنندگان بازار سرمایه تاثیر اساسی داشته و هم چنین به توسعه بازار کمک می کند. بیبکر و وورگلر (۲۰۰۷) بیان می کنند که احساسات سرمایه گذاران یک باور در مورد جریان های نقد آتی است و ریسک های سرمایه گذاری با واقعیت های موجود (عوامل بنیادی) توجیه پذیر نیست. هم چنین بیان می کنند که روانشناسی سرمایه گذاران تصمیمات آن ها را تعدیل می کند و احساسات سرمایه گذار می تواند به عنوان یکی از جنبه های روانشناختی وی در نظر گرفته شود. بیبکر بیان می کند که سرمایه گذاران در زمان هایی که احساسات رو پایین است سهام امن تری یعنی با نقد شوندگی بالاتر را انتخاب میکنند البته این می تواند تمایل سرمایه گذاران ریسک گریز باشد. شرکت های دارای جریان های نقدی پایدار و تقارن اطلاعاتی کم می توانند شرکت های ایمن باشند. احساسات سرمایه گذاران بدبینی یا خوش بینی ساده نسبت به جریان های نقدی آینده است.

## ۲-۳- پیشینه پژوهش

آشیش سی متا و آبها مرادیا (۲۰۲۱) در پژوهشی تحت عنوان مطالعه رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی برای سهام و طلا دریافتند که سرمایه‌گذاران عموماً پس از مدتی معامله در بازار سهام احساس می‌کنند تجربه گذشته آن‌ها را قادر می‌سازد بازار سهام را بهتر پیش بینی کنند. آن‌ها دیدگاه بیش از حد خوش بینانه‌ای نسبت به تحرکات بازار سهام دارند. آن‌ها زمانی که قیمت‌ها افزایش می‌یابد از سرمایه‌گذاری خود اطمینان بیش از حد معقول دارند که این نوع رفتار سرمایه‌گذاری نمی‌تواند در بلندمدت مفید باشد. هم‌چنین این پژوهش‌گران در راستای نتایج پژوهش خود بیان می‌کنند که سرمایه‌گذاران چون نسبت به زیان‌بیزار هستند، ترجیح می‌دهند قبل از اینکه به منطقه زیان برسند سهامشان را بفروشند.

ابودی و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی از بازده‌های کوتاه‌مدت برای توضیح احساسات خاص سرمایه‌گذاران استفاده نمودند. آن‌ها معتقدند که بازده‌های کوتاه‌مدت می‌تواند در شرایط احساسی پایدار باشد اگر سرمایه‌گذاری در آنچه که آن‌ها شرکت‌های با ارزش می‌گویند رخ دهد. آن‌ها معتقدند که پایداری بازده‌های کوتاه‌مدت می‌تواند برای اندازه‌گیری احساسات مورد استفاده قرار گیرد.

دباتا و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی ارتباط بین ویژگی‌های احساسی سرمایه‌گذاران و نقدینگی بازار سهام کشورهای نوظهور پرداختند. نتیجه پژوهش آن‌ها حاکی از ارتباط معنی‌دار بین احساسات سرمایه‌گذاران و نقدینگی سهام این کشورها داشت. یافته‌های آن‌ها نشان داد که احساسات سرمایه‌گذار می‌تواند یک منبع تاثیرگذار در تغییرات نقدینگی سهام شرکتها باشد. آن‌ها اعتقاد داشتند که این نتایج با چارچوب نظری مربوطه سازگار است.

سابررامانیان و هارپر (۲۰۱۸) ارتباط احساسات سرمایه‌گذاران و نوسان جریان‌های نقدی را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که بین احساسات سرمایه‌گذاران و شرکت‌های با نوسانات جریان‌های نقدی بالا ارتباط منفی وجود دارد. در این پژوهش اختلاف بازده شرکت‌های با نوسان جریان‌های نقدی بالا و پایین به عنوان متغیر مستقل و احساسات سرمایه‌گذار متغیر وابسته در نظر گرفته شد. آن‌ها عقیده داشتند که نتایج حاصله در اندازه‌گیری و طبقه‌بندی ریسک شرکتها موثر است.

بوژو و فنگ نی یو (۲۰۱۶) اثر احساسات سرمایه‌گذار و اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام را مورد مطالعه قرار دادند. آن‌ها بیان نمودند احساسات سرمایه‌گذار و اطلاعات حسابداری هر دو می‌تواند در توضیح قیمت سهام موثر باشد. اطلاعات حسابداری برای سهام با درآمد پایدار قابل اعتماد است در حالیکه احساسات سرمایه‌گذار اثری نامتقارن را بر قیمت سهام نشان می‌دهد.

کیم و همکاران (۲۰۱۶) به بررسی تصمیمات احساسی سرمایه‌گذاران و افشای اختیاری پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که افشای اختیاری در شرکت رابطه مثبتی بر تصمیمات احساسی سرمایه‌گذاران دارد. کوماری و ماهاکاد در سال ۲۰۱۶ در پژوهشی ارتباط بین احساسات سرمایه‌گذاران و نوسانات بازده سهام شرکت‌های بورس هندوستان را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های آن‌ها اهمیت احساسات سرمایه‌گذاران در توضیح نوسانات بازده سهام بازار هند را برجسته نمود. آن‌ها پایداری و عدم تقارن نوسان در بازار سهام هند را مشاهده

نمودند. یافته‌های آنها نشان داد که پاسخ بازار به یک شوک احساسی منفی یا نزولی بیشتر از یک شوک مثبت یا صعودی است.

لی لیانگ (۲۰۱۶) در پژوهشی تحت عنوان احساسات سرمایه‌گذاران و عملکرد سهام به این نتیجه رسید که شرکت‌هایی با سرمایه‌گذاران با احساسات بالا بازده مثبت غیر نرمال و با احساسات پایین بازده منفی غیر نرمال کسب می‌کنند. آن‌ها بیان نمودند که این احساسات می‌تواند رضایت سرمایه‌گذار را باعث شود. لی یو در سال ۲۰۱۵ در پژوهشی اثر احساسات سرمایه‌گذاران را بر روی نقدینگی بازار سهام مورد بررسی قرار داد. وی دریافت زمانی که شاخص احساسات سرمایه‌گذار افزایش می‌یابد نقدینگی نیز افزایش می‌یابد و بالعکس. یافته‌های لی یو با پیشینه نظری مطابقت داشت که احساس سرمایه‌گذار می‌تواند نقدینگی را تحت تاثیر قرار دهد. طبق پژوهش‌های لی یو، حجم معاملات بازار نیز در زمانی که شاخص احساسات صعودی است، افزایش می‌یابد.

صالحی اله کرم (۱۴۰۰) در پژوهشی تحت عنوان تاثیر قدرت حاکمیت شرکتی بر نقدشوندگی بازار سهام با تاکید بر معیارهای آمیهود، حجم معامله و شکاف قیمتی به این نتیجه دست یافت که بین قدرت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام بر اساس معیارهای سه‌گانه آمیهود، حجم معامله و شکاف قیمتی رابطه‌ی مثبت معنی‌دار وجود دارد.

اصغری، فریدونی و موسوی (۱۳۹۹) در پژوهشی تحت عنوان تاثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر نقدشوندگی بازار سرمایه به این نتیجه دست یافتند که بالا بودن سطح نقدینگی در سال قبل، تاثیر مثبتی بر نقدشوندگی بازار در سال جاری دارد. همچنین احساسات سرمایه‌گذاران تاثیر مثبت و معنی‌داری بر نقدشوندگی بازار سرمایه دارد. نرخ رشد حجم پول و نرخ رشد تولیدات صنعتی نیز بر نقدشوندگی بازار تاثیر مثبت و معنی‌داری دارد.

حسین پور و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهش خود تحت عنوان تاثیر ویژگی‌های اخلاقی و رفتاری مدیران بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران، دریافتند که به لحاظ تاثیر ویژگی‌های اخلاقی و رفتاری مدیران، ویژگی‌های رفتاری خوش‌بینانه، کوتاه‌بینانه، رفتار نمایندگی و مدیریت سود با کاهش شفافیت در محیط تصمیم‌گیری شرکت سبب تشدید گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران شده و اثر مثبت و معنی‌داری بر آن دارد.

رستمی، تاروی وردی و یعقوب‌نژاد (۱۳۹۷) در پژوهش خود تحت عنوان تاثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و عوامل صرف‌ریسک بر ارزشیابی سهام دریافتند که انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام می‌تواند با هر دو عامل گرایش احساسی سرمایه‌گذار و صرف‌ریسک تبیین شود. اثرات منفی گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران باعث ارزشیابی کمتر از حد سهام در بازار نسبت به ارزش ذاتی آن می‌شود. متغیر بحران مالی نیز تاثیر معنی‌داری بر رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی شرکت‌ها ندارد.

مهرانی و معدنچی (۱۳۹۷) در پژوهشی تحت عنوان آزمون اثر احساسات و الگوی رفتاری معاملات سرمایه‌گذاران بر بازده مازاد سهام در بورس اوراق بهادار، به این نتیجه رسیدند که اضافه کردن شاخص احساسات سرمایه‌

گذاران در مدل سه عاملی فاما و فرنچ باعث بهبود مدل و افزایش بازده مازاد سهام گردید، اما شاخص رفتار معاملاتی نه تنها نتایج را بهبود نداده است بلکه اثر آن بر بازدهی مازاد نیز معنی دار نبوده است.

محمد رضا عسگری و علی کلهر (۱۳۹۷) به بررسی ارتباط بین سهم بازار و نقدشوندگی سهام پرداختند که نتیجه پژوهش آنها حاکی از این مطلب بود که رابطه‌ی این دو متغیر خطی و مستقیم است و در شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی در مقایسه با سایر شرکت‌ها افزایش در سهم بازار محصول شرکت تأثیرات مثبت کمتری بر نقدشوندگی سهام دارد.

علی زارعی و رویا دارابی (۱۳۹۶) به بررسی تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر افشای اختیاری اطلاعات در بازار سرمایه ایران پرداختند. نتایج پژوهش آنها در ۷۲ شرکت نشان داد که بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و افشای اختیاری اطلاعات رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد در حالیکه با دسته بندی گرایش‌های احساسی به بالا و پایین رابطه معنی داری مشاهده نشد.

#### ۲-۴- برخی روش‌ها و مدل‌های به کارگرفته شده در پژوهش‌های خارجی

الف: دباتا و همکاران در سال ۲۰۱۸ در پژوهشی تحت عنوان ویژگی‌های احساسی سرمایه‌گذاران و نقدشوندگی بازار به ارتباط بین این دو متغیر پرداختند. آن‌ها از سه معیار نقدینگی، فراوانی (تعداد) معاملات، ویژگی‌های تأثیر قیمت و جنبه‌های هزینه معاملات استفاده نمودند. آن‌ها در ابتدا از ارزش معامله شده یا ارزش تجاری (TV) به عنوان حاصل تعداد سهام معامله شده در قیمت سهام مربوطه استفاده نمودند (با در نظر گرفتن تحقیق داتار و همکاران ۱۹۹۸ و فرناندز آمادور ۲۰۱۳). سپس از شاخص نقدینگی آمیهدو ۲۰۰۲ استفاده نمودند. در نهایت بر اساس معیار نقدینگی کورویین و شولتز ۲۰۱۲ نسبت HLS را به عنوان سومین نماینده نقدینگی در نظر گرفتند. برای برآورد نسبت HLS از تغییرات قیمت روزانه استفاده می‌کنیم. آن‌ها برای محاسبه شاخص احساسات از داده‌های اعتماد به نفس سرمایه‌گذار استفاده نمودند و متغیرهایی چون تورم (INF)، نرخ رشد تولید صنعتی (IIP) و نرخ رشد پول (BM) را به عنوان متغیرهای کنترلی استفاده نمودند. آنها بر اساس تحقیق اشلینگ ۲۰۰۹ از آزمایش پانل Granger-Causality و مدل اثر ثابت برای بررسی تأثیر احساسات بر نقدینگی استفاده نمودند. آن‌ها بیان می‌کنند استفاده از رگرسیون پانل به افزایش اعتبار آزمون‌های من کمک می‌کند و بررسی می‌کند که آیا رابطه‌ی بین حساسیت و نقدینگی در سراسر کشور وجود دارد یا خیر.

مدل‌های آماری مورد استفاده در پژوهش ایشان به شرح زیر است:

$$TV_{jt} = c_j + \alpha_1 TV_{jt-1} + \alpha_2 SENT_{CCIjt-1} + \alpha_3 INF_{jt-1} + \alpha_4 IIP_{jt-1} + \alpha_5 BM_{jt-1} + \alpha_6 TS_{jt-1} + e_{jt}$$

$$ILLIQ_{jt} = c_j + \alpha_1 ILLIQ_{jt-1} + \alpha_2 SENT_{CCIjt-1} + \alpha_3 INF_{jt-1} + \alpha_4 IIP_{jt-1} + \alpha_5 BM_{jt-1} + \alpha_6 TS_{jt-1} + e_{jt}$$

$$HLS_{jt} = c_j + \alpha_1 HLS_{jt-1} + \alpha_2 SENT_{CCIjt-1} + \alpha_3 INF_{jt-1} + \alpha_4 IIP_{jt-1} + \alpha_5 BM_{jt-1} + \alpha_6 TS_{jt-1} + e_{jt}$$

ب: ژانگ یانو و ایکو کونینگ در سال ۲۰۱۷ در پژوهشی تحت عنوان احساسات سرمایه گذار، افشای اطلاعات و رفتار سرمایه گذاری شرکت به بررسی ارتباط بین متغیرهای پژوهش پرداختند. فرضیه ها و مدل های مورد استفاده ایشان در این پژوهش به شرح زیر است. مدل های مورد استفاده از مدل تحقیقات پولک و ساینزا و بیکر و استین (۲۰۰۴) است.

**فرضیه اول:** در بورس چین احساسات سرمایه گذاران دارای تاثیر مثبت روی رفتار سرمایه گذاری شرکت است

$$Inv_{i,t} = \beta_1 Sent_{i,t} + \sum control + \varepsilon_{i,t}$$

**فرضیه دوم:** اگر احساس سرمایه گذار روی رفتار سرمایه گذاری شرکت تاثیر بگذارد، کیفیت بهتر افشای اطلاعات با تاثیر بر احساسات سرمایه گذار روی رفتار سرمایه گذاری شرکت تاثیر دارد

$$Inv_{i,t} = \beta_1 Sent_{i,t} + \beta_2 Sent_{i,t} + ID_{i,t} + \sum control + \varepsilon_{i,t}$$

در پژوهش آن ها احساسات را با شاخص حرکت که نوعی نرخ تجمعی بازده سه تا ۱۲ ماهه می باشد و هم چنین کیفیت افشا را به وسیله تعداد افشای اطلاعات شرکت ها که توسط سازمان بورس ارایه می شود که عددی بین ۱ تا ۴ است (یک نمره بهترین افشا و ۴ نمره بدترین افشا) اندازه گیری می کنند. آنها سطح سرمایه گذاری شرکت را بر اساس مقاله بیکر و وورگلر (۲۰۰۷) که سطح سرمایه گذاری تجاری و خرید دارایی های ثابت، دارایی های نامشهود، سرمایه گذاری های بلندمدت و وجه نقد خالص پرداخت شده تقسیم بر مجموع دارایی ها اندازه گیری می شود.

پ: بو ژو و فنگ نی در سال ۲۰۱۶ در پژوهشی تحت عنوان احساسات سرمایه گذار، اطلاعات حسابداری و قیمت سهام به بررسی رابطه ی بین این متغیرها پرداختند. آنها از شاخص احساسات به روش پیشنهادی بیکر و وورگلر (۲۰۰۶) استفاده نمودند پژوهش آن ها حاکی از این بود که احساسا سرمایه گذار میتواند بر قیمت سهام تاثیر بگذارد و رشد درآمدهای پیش بینی شده و بازده مورد انتظار احساسات سرمایه گذار را افزایش می دهد. آنها از مدل های پانل زیر در پژوهش خود استفاده نمودند.

$$PRC_{i,t} = \Gamma_0 SENT_{t-1} + \Gamma_2 SENT_{t-1} \times High_{t-1} + \Gamma_3 BV_{i,t} + \Gamma_4 BV_{i,t} \times SENT_{t-1} + \Gamma_5 EPS_{i,t} \times \Gamma_6 EPS_{i,t} \times SENT_{t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

$$EEG_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 VOL_{i,t} + \gamma_2 SENT_{t-1} + \gamma_3 SENT_{t-1} \times High_{t-1} + \gamma_4 SENT_{t-1} \times VOL_{i,t} + \eta CV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$RRR_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 VOL_{i,t} + \lambda_2 SENT_{t-1} + \lambda_3 SENT_{t-1} \times High_{t-1} + \lambda_4 SENT_{t-1} \times VOL_{i,t} + \xi CV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$EEG_{i,t}$  = رشد سود مورد انتظار (پیش بینی شده)

$RRR_{i,t}$  = نرخ بازده مورد انتظار



$$PRC_{i,t} = \text{قیمت سهام}$$

متغیرهای کنترلی مورد استفاده در مدل عبارتند از اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، اهرم، نسبت پرداخت سود سهام و نرخ بدون ریسک.

ت: نی تای برگمن و سوگاتاروی چو در سال ۲۰۰۸ در پژوهشی تحت عنوان احساسات سرمایه‌گذار و افشای شرکتی به بررسی ارتباط بین این دو پرداختند. آن‌ها برای اندازه‌گیری افشای شرکتی از پیش‌بینی درآمد توسط مدیریت استفاده نمودند. از آن جایی که این پیش‌بینی‌ها داوطلبانه بوده و صدور آن‌ها مشمول مقررات نیست به مدیریت انعطاف‌پذیری می‌دهد تا افشای استراتژیک را در پاسخ به احساسات تغییر دهند. این پیش‌بینی‌ها دارای محتوای اطلاعاتی هستند زیرا قیمت‌های بازار نسبت به آن‌ها واکنش نشان می‌دهد.

آن‌ها برای شاخص احساسات از شاخص اعتماد مصرف‌کننده میشیگان استفاده نمودند. مطابق با فرضیه آن‌ها موسساتی که از افشای شرکتی به عنوان ابزاری برای تاثیرگذاری بر احساسات استفاده می‌کنند در دوره‌های با احساسات بالا مدیران پیش‌بینی افق‌های بلندمدت را به تاخیر می‌اندازند (کاهش می‌دهند).

مدل رگرسیونی زیر مدل مورد استفاده در پژوهش آن‌ها بود

$$FREQ_{it} = \alpha + \beta * SENT_{t-1} + \gamma * X_{t-1} + \delta * Z_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

آن‌ها در مدل خود از متغیر کنترل تغییر در تولید ناخالص داخلی و بازده ناخالص بازار و متغیرهای اندازه شرکت بازده‌داری‌ها و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار نیز استفاده نمودند.

### ۳- نوآوری و ضرورت انجام پژوهش

سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه مستلزم پذیرش ریسک آن توسط سرمایه‌گذار است. به طوری که سرمایه‌گذار هر واحد بیشتری از بازده را انتظار داشته باشد باید ریسک بیشتری را نیز بپذیرد و این موضوع در بازار سرمایه امری بدیهی است و سرمایه‌گذار با علم به این موضوع وارد بازار سرمایه می‌شود و بر اساس کارایی بازار در توزیع اطلاعات تصمیمات خرید و فروش خود را اتخاذ می‌کند. حال در برخی مواقع بازار سرمایه شرایطی را تجربه می‌کند که بازار را با ناهنجاری‌هایی مواجه می‌سازد. یکی از این شرایط هیجانات سرمایه‌گذاران در مواجهه با شرایط بازار است که کارایی بازار را بی‌اثر نموده و تصمیمات سرمایه‌گذاری را متاثر می‌کند. در چنین شرایطی نقدشوندگی سهام یکی از معیارهای مهم در سرمایه‌گذاری خواهد بود زیرا سرمایه‌گذاران در چنین شرایطی تمایل به سرمایه‌گذاری در سهامی خواهند داشت که ریسک عدم نقدشوندگی کمتری داشته باشد. پژوهش حاضر شرایطی که در آن گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران در نقدشوندگی سهام تاثیرگذار است را بررسی می‌کند. هم‌چنین در این پژوهش از شاخص حرکت تجمعی بازده‌های نقدی طبق پژوهش ژانگ یانو و ایکو کوینگ (۲۰۱۷) برای اندازه‌گیری متغیر ویژگی‌های احساسی استفاده شده است که متفاوت از معیارهایی است که تاکنون در پژوهش‌های این حوزه صورت گرفته است.

#### ۴- فرضیه های پژوهش

طبق پژوهش انجام گرفته توسط دباتا و همکاران (۲۰۱۸)، بین گرایش های احساسی سرمایه گذاران و نقدشوندگی بازار سهام رابطه ی معنی داری وجود دارد. هم چنین کوپر و همکاران (۲۰۱۵)، گرایش های احساسی را به گرایش های بالا و پایین تفکیک نموده و بررسی نمودند. فرضیه این پژوهش طبق پژوهش های پیشین و با توجه به مبانی نظری موجود تبیین گردیده است

##### ۴-۱- فرضیه اصلی

بین ویژگی های احساسی سرمایه گذاران و نقدشوندگی سهام رابطه ی معنی داری وجود دارد

##### ۴-۲- فرضیه های فرعی

- ۱) بین گرایش احساسی پایین سرمایه گذاران شرکتهای با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین و نقد شوندگی سهام رابطه ی معنی داری وجود دارد.
- ۲) بین گرایش احساسی بالای سرمایه گذاران شرکتهای با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین و نقد شوندگی سهام رابطه ی معنی داری وجود دارد.
- ۳) بین گرایش احساسی پایین سرمایه گذاران شرکتهای با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا و نقد شوندگی سهام رابطه ی معنی داری وجود دارد.
- ۴) بین گرایش احساسی بالای سرمایه گذاران شرکتهای با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا و نقد شوندگی سهام رابطه ی معنی داری وجود دارد.

#### ۵- روش شناسی پژوهش

این پژوهش از نوع پژوهش های کاربردی با رویکرد قیاسی-استقرایی است. و از نظر چگونگی برخورد با مساله و گردآوری اطلاعات از نوع پژوهش های توصیفی مشاهده ای است که از راه تحلیل همبستگی ارتباط بین متغیرها را مورد بررسی قرار می دهد. این پژوهش از منظر داده ها یک تحقیق کمی است که می تواند در فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاران نقش بسزایی را ایفا کند در نتیجه این پژوهش یک پژوهش بنیادی و کاربردی نیز محسوب می گردد. جامعه آماری پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می باشد و نمونه انتخابی که با استفاده از روش حذف سیستماتیک و با در نظر گرفتن محدودیت های داده ها، شامل ۹۸ شرکت در یک بازه ۷ ساله طی سال های ۱۹۹۲ تا ۱۳۹۸ می باشد. در انتخاب نمونه شرکت هایی در نظر گرفته شده است که دارای ویژگی هایی نظیر، تاریخ پذیرش در بورس قبل از سال ۹۲ بوده و تا سال ۹۸ کماکان در فهرست شرکت های بورسی بوده باشد. هم چنین پایان سال مالی آن ها پایان اسفند باشد و جزو شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری مالی نیز نباشد.

## ۶- مدل پژوهش و متغیرهای پژوهش

مدل مورد استفاده در این پژوهش که به شرح زیر معرفی می‌گردد

$$LIQ_{jt} = c_j + \alpha_1 SENT + \alpha_2 DUMMY1 + \alpha_3 DUMMY2 * SENT + \alpha_4 LOSS + \alpha_5 ROA + \alpha_6 CASH + \alpha_7 V + e_{jt}$$

که در آن:

$LIQ_{jt}$  = متغیر وابسته

شاخص نقدینگی است که با استفاده از معیار با تواتر بالای دامنه نسبی اندازه می‌گیرد. معیارهای با تواتر بالا به ازای هر یک از معاملاتی که انجام می‌شود، مقدار عدم نقدشوندگی را اندازه‌گیری می‌کنند و سپس با میانگین‌گیری از اعداد بدست آمده در طی روز، مقدار عدم نقدشوندگی روزانه به دست می‌آید. بنابراین به دلیل برداشتن حجم بالای داده‌ها، در معیارهای با تواتر بالا، این معیار نسبت به معیارهای دیگر دقیق‌تر است. برای محاسبه این معیار طبق رابطه زیر باید اختلاف بین قیمت پیشنهادی خرید با قیمت پیشنهادی فروش بر میانگین این دو قیمت تقسیم شود. به پیروی از پژوهش‌های آمسترانگ (۲۰۱۱) جاستین (۲۰۰۷) حامد، گانگ و ویسوواناتان (۲۰۱۰)

$$\text{Proportional quoted spread} = \frac{p_t^A - p_t^B}{p_t^m}$$

$SENT$  = شاخص گرایش احساسی سرمایه‌گذار (متغیر مستقل) می‌باشد که طبق پژوهش ژانگ یانو و ایکو کوینگ (۲۰۱۷) از شاخص حرکت که بازده تجمعی سه تا ۱۲ ماهه شرکت می‌باشد استفاده شده است

$$SENT_{i,t} = \sum_{i=12}^{12} Rit - 1$$

نشان دهنده ماه می‌باشد.  $t$  نشان دهنده سال و  $R$  نشان دهنده بازده نقدی می‌باشد.  $DUMMY1$  = متغیر تعدیل‌کننده، در صورتی که گرایش‌های احساسی بالاتر از میانگین باشد برابر یک و در غیر اینصورت برابر صفر است

$DUMMY2$  = متغیر تعدیل‌کننده، در صورتی که گرایش‌های احساسی پایین‌تر از میانگین باشد برابر یک و در غیر اینصورت برابر صفر است

$LOSS$  = از متغیرهای کنترلی و متغیری مجازی که اگر شرکت زیان‌ده باشد عدد صفر و در غیر اینصورت یک قرار می‌دهیم. زیان‌ده بودن شرکت به این مفهوم است که مجموع هزینه‌های شرکت از درآمدهای شرکت در پایان دوره مالی فزونی داشته باشد

$ROA$

از متغیرهای کنترلی و یک شاخص از چگونگی سودآوری یک شرکت وابسته به کل دارایی‌های آن شرکت می‌باشد و از طریق تقسیم سود خالص سالیانه شرکت به مجموع دارایی‌ها به دست می‌آید  $CASH =$  از متغیرهای کنترلی مدل، جریان‌های نقد عملیات می‌باشد. وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی یک واحد تجاری حاصل برآیند جریان‌های نقد ورودی به شرکت و جریان‌های نقد خروجی از شرکت است.  $Vi,t =$  از متغیرهای کنترلی مدل، حجم معاملات سالانه سهام شرکت است. به تعداد معاملات خرید و فروشی که در یک بازه زمانی بر روی یک سهم انجام می‌پذیرد، حجم معاملات آن سهم و به تعداد معاملات خرید و فروش کل سهام موجود در بازار در یک بازه زمانی، حجم معاملات بازار گفته می‌شود.

## ۷- یافته‌های پژوهش

### ۷-۱- آمار توصیفی

بر اساس آنچه در جدول آمار توصیفی مشاهده می‌شود، میانگین متغیر نقدشوندگی سهام است که در مقایسه با بیشینه و کمینه خود بیانگر طیف بالایی از درجه نقدشوندگی سهام شرکت‌های نمونه و پراکندگی بالا در بازه مورد بررسی است. هم‌چنین گرایش احساسی بالا و پایین سرمایه‌گذاران با میانگین به ترتیب ۰.۴۱ و ۰.۵۷ در مقایسه با بیشینه و کمینه خود بیانگر توزیع نسبتاً نرمال این شاخص در شرکت‌های نمونه در دوره‌های مورد بررسی است. هم‌چنین نتایج جدول آمار استنباطی نشان می‌دهد که حدود ۰.۴۲ از مشاهدات نمونه دارای گرایش‌های احساسی رو به بالا و حدود ۰.۵۸ دارای گرایش‌های احساسی رو به پایین هستند. از دیگر نتایج جدول میانگین ۰.۴۸ برای نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری است که نشان می‌دهد دو پرتفوی شرکت‌های کوچک و بزرگ نمونه پژوهش تقریباً از نظر تعداد شرکت با هم برابرند.

جدول ۱: در این جدول آمار توصیفی متغیرهای پژوهش ارایه شده است

متغیرها	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
نقدشوندگی سهام	۲۴۳.۴۵	۲۳۷.۵۰	۵۵۸.۷۵۰	۲	۱۱۸.۲۷۰	۰.۲۰۸	۲.۳۷۹
گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران	۲۷.۹۹-	۵۳.۹۹-	۴۷۳.۵۳	۱۹۵.۰۵-	۹۹.۸۷۸	۱.۴۹۶	۶.۰۵۰
گرایش‌های احساسی بالا	۰.۴۱۶	۰	۱	۰	۰.۴۹۳	۰.۳۳۹	۱.۱۱۵
گرایش‌های احساسی پایین	۰.۵۷۷	۱	۱	۰	۰.۴۹۴	۰.۳۱۲-	۱.۰۹۷
زیان ده بودن شرکت	۰.۸۶۹	۱	۱	۰	۰.۳۳۶	۲.۱۹۷-	۵.۸۲۸
بازده دارایی‌ها	۹.۷۹۷	۸.۶۲۰	۷۰.۹۰	۱۰۳.۸۲۰-	۱۷.۲۳۶	۱.۷۵۹-	۱۵.۰۴۹
ارزش دفتری به ارزش بازار	۰.۴۷۷	۰	۱	۰	۰.۴۹۹	۰.۰۹۰	۱.۰۰۸
جریان‌های نقدی عملیاتی	۰.۳۱۸	۰.۲۰۰	۵.۵۱۰	۱.۴۱۰-	۰.۵۰۴	۳.۱۶۰	۲۴.۳۳۵

### ۲-۷- بررسی مانایی متغیرها

آزمون مانایی عمدتاً به منظور جلوگیری از رگرسیون‌های کاذب انجام می‌گیرد. برای جلوگیری از رگرسیون کاذب بایستی متغیرها مانا باشند. در غیر اینصورت بایستی از تفاضل متغیرها که معمولاً مانا هستند، استفاده نمود. مانایی یا نامانایی یک سری زمانی می‌تواند تأثیر جدی بر رفتار و خواص آن داشته باشد. اگر متغیرهای مورد استفاده در برآورد مدل، ناپایا باشند در عین حالی که ممکن است هیچ رابطه منطقی بین متغیرهای مستقل و وابسته وجود نداشته باشد ضریب تعیین به دست آمده آن می‌تواند بسیار بالا باشد و باعث شود تا محقق استنباط‌های نادرستی در مورد میزان ارتباط بین متغیرها انجام دهد بنابراین استفاده از داده‌های نامانای می‌تواند منجر به رگرسیون‌های کاذب شود. نتایج نشان می‌دهد که کلیت متغیرهای پژوهش مانا می‌باشند.

جدول ۲: نتایج آزمون مانایی متغیرها

سطح معنی داری	آماره	آزمون
۰.۰۰۰۰	-۱۵.۷۷۳	Levin, Lin & Chu t*
۰.۰۰۰۰	-۲۳.۸۰۹	Im, Pesaran and Shin W-stat

### ۳-۷- بررسی هم خطی متغیرها

اگر آماره آزمون تورم واریانس (VIF) به یک نزدیک باشد، نشان دهنده عدم وجود هم خطی است. به عنوان یک قاعده تجربی اگر آماره تورم واریانس از ۵ بزرگتر باشد هم خطی چندگانه بالا می‌باشد. در این پژوهش با توجه به نتایج هم خطی بین متغیرها دیده نمی‌شود.

جدول ۳: نتایج آماره تورم واریانس

مقدار واریانس	نام اختصاری متغیرها	متغیرها
۲.۱۸۷	SENT	گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران
۱.۴۱۷	DUMMY1	گرایش‌های احساسی بالا
۲.۲۵۹	DUMMY2	گرایش‌های احساسی پایین
۱.۶۵۵	LOSS	زیان ده بودن شرکت
۲.۲۴۶	ROA	بازده دارایی‌ها
۱.۳۸۲	CASH	جریان‌های نقدی عملیاتی
۱.۰۵	V	حجم

### ۴-۷- آزمون فرضیه‌های پژوهش

نتایج آزمون فرضیه‌های فرعی اول تا چهارم که ارتباط بین ویژگی‌های احساسی بالا و پایین با نقدشوندگی سهام را در شرکت‌های کوچک و بزرگ بررسی می‌کند در جدول زیر آمده است

جدول ۴: نتایج برآورد مدل مربوط به پرتفوی شرکت های کوچک و بزرگ

شرکت های بزرگ				شرکت های کوچک				متغیرها	
سطح معنی داری	آماره T	خطای استاندارد	ضریب	سطح معنی داری	آماره T	خطای استاندارد	ضریب		
۰.۰۱۶۰	-۲.۴۲۲	۰.۰۷۹	-۰.۱۹۳	۰.۰۲۸۲	-۲.۲۰۹	۰.۱۲۱	-۰.۲۶۸	SENT	
۰.۲۴۴۷	-۱.۱۶۵	۱۶.۲۱۰	-۱۸.۸۹۶	۰.۰۰۹۰	-۲.۶۳۴	۱۷.۹۶۸	-۴۷.۳۳۸	DUMMY1	
۰.۳۰۷۴	-۱.۰۲۲	۰.۱۴۷	-۰.۱۵۱	۰.۰۴۰۰	-۱.۹۷	۰.۱۸۹	-۰.۳۷۳	DUMMY2	
۰.۷۳۸۷	۰.۳۳۳	۲۳.۹۱۰	۷.۹۸۳	۰.۱۸۶۶	۱.۳۲۴	۳۱.۲۳۶	۴۱.۳۸۷	LOSS	
۰.۱۳۶۱	۱.۴۹۴	۰.۷۷۶	۱.۱۶۰	۰.۱۱۱۸	۱.۵۹۶	۰.۶۳۷	۱.۰۱۸	ROA	
۰.۷۷۸۴	۰.۲۸۱	۱۳.۳۴۰	۳.۷۵۸	۰.۰۰۱۲	۳.۲۸۰	۱۶.۹۱۷	۵۵.۴۹۷	CASH	
۰.۰۱۷۰	۱.۳۵۲	۳.۸۰	۵.۱۴	۰.۰۳۸	۰.۸۶۷	۳.۰۸	۲.۶۷	V	
آماره F=۲.۴۳ احتمال ۰.۰۱۹۰ - آماره دوربین واتسون ۱.۱۹۲ - ضریب تعیین تعدیل شده ۰.۵۸۴				آماره F=۴.۷۹۷ احتمال ۰.۰۰۰۰ - آماره دوربین واتسون ۱.۳۲۹ - ضریب تعیین تعدیل شده ۰.۶۱۳					

بر اساس نتایج برآورد مدل پژوهش، در سطح احتمال ۰.۰۵ شاخص ویژگی های احساسی سرمایه گذار بر نقد شوندگی سهام شرکت های کوچک تاثیر معنی داری دارد. هم چنین گرایش های احساسی بالا و پایین بر نقد شوندگی سهام تاثیر معنی دار و منفی دارد. به این صورت که هر چه گرایش های احساسی پایین و بالای سرمایه گذاران رو به افزایش باشد نقد شوندگی سهام کاهش پیدا می کند و هر چه این گرایش های احساسی پایین تر باشد نقد شوندگی سهام افزایش می یابد. هم چنین بر اساس نتایج بدست آمده در سطح احتمال ۰.۰۵ هیچ رابطه معنی داری بین شاخص احساسات سرمایه گذار و دو متغیر کنترلی زبان ده بودن و بازده داری ها دیده نشد. ولی رابطه معنی دار دو متغیر کنترلی دیگر یعنی جریان های نقد عملیاتی و حجم معاملات با نقد شوندگی سهام مشاهده گردید. با توجه به آماره F، می توان معنی دار بودن کل مدل رگرسیون را نتیجه گرفت. و با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون، خود هم بستگی شدید سریالی بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد. ضریب تعیین رگرسیون برآوردی نشان می دهد که ۶۵ درصد تغییرات در متغیر وابسته توسط متغیرهای لحاظ شده در مدل توضیح داده می شود.

بر اساس نتایج برآورد مدل پژوهش، در سطح احتمال ۰.۰۵ شاخص ویژگی های احساسی سرمایه گذار بر نقد شوندگی سهام شرکت های بزرگ تاثیر منفی و معنی داری دارد. فرضیه مربوط به وجود رابطه معنی داری بین ویژگی های احساسی بالا و پایین سرمایه گذاران با نقد شوندگی سهام در شرکت های بزرگ تایید نشد که به نظر می رسد احساسات سرمایه گذاران در شرکت های بزرگ که در این پژوهش بر اساس نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بیشتر گزینش شده اند، کمتر گرایش به حد پایین و بالا دارند و می توان نتیجه گرفت که سهامداران شرکت های بزرگ نسبت به سهامداران شرکت های کوچک در این خصوص بر احساسات خود کنترل بیشتری دارند. هم چنین رابطه بین متغیرهای کنترلی زبان ده بودن، بازده داریها و جریان های نقدی عملیاتی با نقد شوندگی سهام

مورد تایید قرار نگرفت و تنها رابطه‌ی معنی‌دار متغیر حجم معاملات با نقدشوندگی سهام مورد تایید قرار گرفت. با توجه با آماره F، می‌توان معنی‌دار بودن کل مدل رگرسیونی را نتیجه گرفت. و با توجه به مقدار آماره دوربین و واتسون، خود همبستگی شدید سریالی بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد. ضریب تعیین رگرسیون برآوردی نشان می‌دهد که ۵۸ درصد تغییرات در متغیر وابسته توسط متغیرهای لحاظ شده در مدل توضیح داده می‌شود.

#### ۸- بحث و نتیجه‌گیری

یکی از عوامل مهمی که می‌تواند ریسک سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه را افزایش دهد، عدم نقد شوندگی در این بازار است که علاوه بر این که می‌تواند جلوی رشد و توسعه بازار را بگیرد، حتی باعث رکود، ریزش و ورود به فاز فرسایشی در این بازار شود. بازار سرمایه در چنین شرایطی فاقد جذابیت برای سرمایه‌گذاری بوده و ورود نقدینگی در چنین حالتی به چالش کشیده می‌شود که عاملی برای ورود نقدینگی به بازارهای موازی است که می‌تواند برای اقتصاد جامعه تبعات جبران ناپذیری به همراه داشته باشد. عدم نقدشوندگی سهام، سهامداران حقیقی و حقوقی را با بحران مواجهه می‌کند و تبعات اجتماعی این بحران ممکن است هزینه‌های جبران ناپذیری را به جامعه وارد کند. در نتیجه مطالعه در مورد این متغیر تاثیر گذار می‌تواند سرمایه‌گذاران فعلی را راهنمایی کند، سرمایه‌گذاران بالقوه را به راه درست سوق دهد و راهنمایی برای تصمیم‌گیری در سطح کلان باشد. از نظر نظریه‌های مالی کلاسیک بازار بر پایه مکانیسمی عقلانی عمل نموده و سرمایه‌گذاران بر اساس اطلاعات و کارایی بازار اقدام به خرید و فروش سهام نموده و در نتیجه بازار بر اساس این فرض بنیادی به کار خود ادامه می‌دهد.

طبق این نظریه‌ها بازار سرمایه بر اساس تحلیل‌های بنیادی و تکنیکی ساز و کار خود را مشخص کرده و سرمایه‌گذاران به صورت عقلایی در بازار به داد و ستد می‌پردازند. با مشاهده ناهنجاری‌هایی در بازار سرمایه فرض عقلایی رفتار کردن سرمایه‌گذاران زیر سوال می‌رود. در این شرایط مالی رفتار بی‌بازاری بیان می‌کند که در بازار سرمایه باید عوامل روانشناختی را در رفتار سرمایه‌گذاران جستجو کرد. آنچه سرمایه‌گذاران را در بازار سرمایه به سوی خرید و فروش سهام سوق می‌دهد تنها عوامل بنیادی بازار و رفتار عقلایی آن‌ها نیست. گاهی احساسات سرمایه‌گذار در تصمیمات او تاثیر اساسی دارد. احساساتی که می‌تواند عمومی، رو به بالا یا رو به پایین باشد به عبارتی دیگر شدت و ضعف داشته باشد. در این پژوهش برای یافتن اطلاعاتی در مورد نقدشوندگی سهام به بررسی شرایطی پرداختیم که در آن گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران در بازار سهام باعث رفتار سرمایه‌گذاری آن‌ها می‌شود یعنی جایی که آن‌ها دیگر ممکن است کم‌تر عقلایی تصمیم بگیرند. گرایش‌های احساسی به طور عمومی و تفکیک آن به حد پایین و بالا به ما کمک می‌کند در راستای هدف پژوهش اطلاعات کامل‌تری به دست بیاوریم. هم‌چنین شرکت‌های نمونه را به دو پرتفوی شرکت‌های کوچک و شرکت‌های بزرگ دسته‌بندی کردیم تا اثر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران را در بازار سرمایه در این شرکت‌ها بیشتر درک کنیم. نتایج پژوهش انجام گرفته با پژوهش‌هایی که در این زمینه انجام گرفته است مثل پژوهش دباتا و همکاران (۲۰۱۸) هم خوانی دارد. دباتا و همکاران در پژوهشی رابطه معنی‌داری بین گرایش احساسی سرمایه‌گذار و نقدشوندگی بازار را نتیجه گرفته بودند. که با نتایج پژوهش ما هم خوانی دارد. در این پژوهش، ما نتیجه گرفتیم که بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌

گذاران و نقدشوندگی سهام در شرکت‌های بزرگ و کوچک رابطه‌ی معنی‌دار و منفی وجود دارد. یعنی هر چه احساسات رو به افزایش باشد نقدشوندگی سهام رو به کاهش است و در نتیجه ریسک نقدشوندگی سهام افزایش می‌یابد. و هرچه گرایش احساسی سرمایه‌گذاران رو به کاهش بگذارد، نقدشوندگی سهام افزایش یافته و در نتیجه ریسک نقدشوندگی کاهش می‌یابد. در این پژوهش زمانی که ویژگی‌های احساسی سرمایه‌گذار را تعدیل نموده و برای آن حد بالا و پایین مشخص نمودیم، نتایج برآورد مدل نشان داد که در شرکت‌های کوچک ویژگی‌های احساسی بالا و پایین سرمایه‌گذاران که در واقع میانگین حد بالا و حد پایین سرمایه‌گذاری است در تعیین میزان نقدشوندگی سهام تاثیر دارد ولی این عامل یعنی گرایش‌های احساسی بالا و پایین سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بزرگ نقدشوندگی سهام را متاثر نمی‌سازد که ما نتیجه می‌گیریم که در شرکت‌های بزرگ عامل احساسات سرمایه‌گذار کمتر در حد بالا یا پایین خود قرار می‌گیرد هر چند که عامل احساسات در این شرکت‌ها به طور کلی نقدشوندگی سهام را متاثر می‌کند.

بر اساس نتایج به دست آمده به سرمایه‌گذاران بالقوه پیشنهاد می‌دهیم که برای کاهش ریسک نقدشوندگی سهام، در شرایط هیجانی بازار با کنترل احساسات خود، در سهامی سرمایه‌گذاری کنند که در چنین شرایطی کمتر تحت هیجانات کاذب قرار گیرد. سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بزرگ به دلیل اینکه ریسک نقدشوندگی کمتری دارند و در شرایط هیجانی بازار سرمایه‌گذار کمتر تحت تاثیر هیجانات کاذب قرار می‌گیرند از شرایط مناسب تری برای سرمایه‌گذاری برخوردارند. از میان متغیرهای کنترلی حجم معاملات و جریان‌های نقد عملیاتی رابطه‌ی مثبت معنی‌داری با نقدشوندگی سهام داشتند که نشان می‌دهد این دو متغیر نیز می‌تواند عوامل قابل بررسی سرمایه‌گذار در تصمیم‌گیری او در بازار سرمایه باشد چون با نقدشوندگی سهام مرتبط می‌باشند. عامل حجم معاملات خود تعریفی از نقدشوندگی است که همواره در تصمیمات سرمایه‌گذاری باید مدنظر قرار گیرد. ویژگی‌های احساسی سرمایه‌گذار با تاثیر بر نقدشوندگی، قیمت و بازده سهام را نیز متاثر می‌کند. هم‌چنین پیشنهاد می‌کنیم که تحلیل‌گران و پژوهش‌گران حوزه مالی در زمینه گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و نقدشوندگی سهام مطالعات بیشتری با در نظر گرفتن معیارها و شاخص‌های دیگر اندازه‌گیری گرایش‌های احساسی و نقدشوندگی سهام را انجام دهند. تصمیم‌گیرندگان و قانون‌گذاران بازار سرمایه با توجه به نقش مهم روانشناختی سرمایه‌گذاران و تاثیر آن در بازار سرمایه، به این عامل مهم و تاثیرگذار توجه بیشتری را معطوف کنند.

#### فهرست منابع

- \* اسلامی بیدگلی، علی رضا سارنج، (۱۳۸۷) انتخاب پرتفوی با استفاده از سه معیار میانگین بازدهی، انحراف معیار بازدهی و نقدشوندگی در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. دوره ۱۵، شماره ۵۳، صص ۳-۱۶
- \* اصغری ابراهیم و همکاران (۱۳۹۹). تاثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر نقدشوندگی بازار سرمایه، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز. دوره دوازدهم شماره اول



- \* رستمی حمید و همکاران (۱۳۹۷). تاثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و عوامل صرف ریسک بر ارزشیابی سهام. فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره ۳۹
- \* عسگری محمد رضا و علی کلهر (۱۳۹۷). بررسی ارتباط بین سهم بازار و نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران-فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری-دوره ۴ شماره ۲
- \* جعفری مجید و همکاران (۱۳۹۶). تاثیر سوگیری رفتاری مدیران بر ریسک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران. پایان نامه کارشناسی ارشد
- \* حجازی رضوان و همکاران (۱۳۹۴). اثر بازار، نقدشوندگی و تکانه بر تغییرات عمده قیمت سهام-پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی-سال ۷ شماره ۲۶
- \* حسین پور آرش و همکاران (۱۳۹۹). تاثیر ویژگی‌های اخلاقی و رفتاری مدیران بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران، فصلنامه مطالعات میان رشته‌ای در علوم انسانی، ۱۲ (۱۴)، پیاپی ۴۸
- \* صالحی اله کرم (۱۴۰۰). تاثیر قدرت حاکمیت شرکتی بر نقدشوندگی بازار سهام با تاکید بر معیارهای آمیهدود، حجم معامله و شکاف قیمتی. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، سال دهم شماره سی و هفتم
- \* مهران‌کیارش و معدنچی مهدی. (۱۳۹۷). آزمون اثر احساسات و الگوی رفتاری معاملات سرمایه‌گذاران بر بازده مزاد سهام در بورس اوراق بهادار. راهبرد مدیریت مالی. سال ششم شماره ۲۱
- \* Armstrong, C., J, Core, D., Taylor, and R, Verrecchia. (2011). "When Does Information Asymmetry Affect the Cost of Capital?" Journal of Accounting Research "49(1) , pp.1-40.
- \* Ashis c. mehta, Abha moradia. (2021). " A Study Of Individual Investor Behavior For Stocks And Gold". International Journal of Research in Commerce, Economics & Management. 11(2). 8-16
- \* Bo Zhu, Feng Niu, (2016), "Investor sentiment, accounting information and stock price: Evidence from China" Pacific-Basin Finance Journal 38 (2016) 125-134
- \* Brockman, P., Chung, D.Y., Pérignon, C., 2009. Commonality in liquidity: a global perspective. J. Financial Quant. Anal. 44 (4), 851-882.
- \* Brogaard, J., Li, D., & Xia, Y. (2017). Stock Liquidity and default Risk. Journal of Financial Economics, 124(3), 486-502.
- \* Byomakesh Debataa, Saumya Ranjan Dashb, Jitendra Mahakudc, (2018), "Investor sentiment and emerging stock market liquidity" Finance Research Letters .1544-6123/ © 2017 Elsevier Inc.
- \* Chordia taraun, R. Roll and A. subrahmanyam. (2008). liquidity and market efficiency. journal of financial economics, vol:87, pp:246-268
- \* Chordia, T., A. Sarkar, and A. Subrahmanyam. "An Empirical Analysis of Stock and Bond Market Liquidity." Review of Financial Studies, 18, (2005), pp. 85-129.
- \* David Aboody, Omri Even-Tov, Reuven Lehavy (۲۰۲۰) "Overnight Returns and Firm-Specific Investor Sentiment". Journal of Financial and Quantitative Analysis (JFQA), Forthcoming
- \* Dhaoui AB, Nacer KH. (2014). Sensitivity of Trading Intensity to Optimistic and Pessimistic Beliefs. Arab Economics and Business Journal, 9, 115-132
- \* Duan, J. C., & Zou, Q. (2014). Liquidity and default. Working Paper, National University of Singapore.
- \* Hameed, A., Kang, W., Viswanathan, S., (2010). Stock market declines and liquidity. Journal of Finance, 65, 257-293.

- \* Jones, Anne Leah & Bandopadhyaya, Arindam, (2005) "Measuring Investor Sentiment in Equity Markets" Financial Services Forum Publications, Working Paper 1007, paper 6.
- \* Justin, C.S.P., D Hong, M. and G. Subrahmanyam. (2007). "A tale of two prices: Liquidity and Asset Prices in Multiple Markets" Journal of Banking & Finance, 32, pp. 960-974.
- \* Jyoti Kumari & Jitendra Mahakud, (2016), "Investor Sentiment and Stock Market Volatility: Evidence from India" Journal of Asia-Pacific Business, 17:2, 173-202,
- \* Karolyi, G.A., Lee, K.H., Van Dijk, M.A., 2012. Understanding commonality in liquidity around the world. J. Financial Econ. 105 (1), 82-112.
- \* Kim, T, Ha, A, Lopatta, K, (2016), "Investor Sentiment and Market Anomalies", 23rd Australasian Finance and Banking conference 2010 paper, Available at
- \* Liu, S., 2015. Investor sentiment and stock market liquidity. J. Behav. Finance 16 (1), 51-67.
- \* Liston, D. (2016). Sin stock returns and investor sentiment. The Quarterly Review of Economics and Finance, 59, 63-70.
- \* Me-chen, Lin (2010) "The Effects Of Investor Sentiment On Returns and Idiosyncratic Risk in the Japanese Stock Market": International Research Journal of Finance and Economics, vol 60, pp 29-43.
- \* Michael J. Cooper, Jing He, Marlene A. Plumlee, (2015), "Voluntary Disclosure and Investor Sentiment", onlinelibrary.wiley.com.
- \* Moshirian, F., Qian, X., Wee, C.K.G., Zhang, B., (2017). The determinants and pricing of liquidity commonality around the world. J. Financial Markets 33, 22-41.
- \* Nittai K. Bergman, Sugata Roychowdhury. (2006). Investor Sentiment, Expectations, and Corporate Disclosure. MIT Sloan School of Management
- \* Rubin, A., (2007), Ownership level, ownership concentration and liquidity, Journal of Financial Markets, 10(3), 219-248.
- \* Ryan, H (1996). "The Use of Financial Ratios as Measures of Determinants of Risk in the Determination of the Bid-Ask Spread", Journal of Financial and Strategic Decisions, pp. 33-40
- \* Smales Lee, A. (2014). News sentiment and the investor fear gauge. Finance Research Letters, 11(2), 122-130.
- \* Subramanian Rama Iyer, Joel T. Harper, (2018), "Cash flow volatility and investor sentiment" Managerial Finance, Vol. 43 Issue: 2, pp. 178-192,
- \* Woan-lih Liang (2015) "Sensitivity to investor sentiment and stock performance of open market share repurchases" Journal of Banking & Finance 71 (2016) 75-94
- \* Zhang Yanyu, Xu Qiang, (2017), Investor Sentiment, Information Disclosure and Corporate Investment Behavior, Advances in Economics, Business and Management Research (AEBMR), volume 26

## **Explaining the effect of investors' Sentiment on the liquidity of shares of companies listed on the Tehran Stock Exchange**

**Hamid Moridipour**

phd of Student, Department of Accounting, Boroujerd Branch, Islamic Azad University, Boroujerd Iran  
hamidmoridi@yahoo.com

**Mahmoud Hemmatfar**

Associat of Prof. Department of Accounting, Boroujerd Branch, Islamic Azad University, Boroujerd Iran  
(Corresponding Author)  
dr.hematfar@yahoo.com

**Mohammad Hassan Janani**

Asisstant of Prof. Department of Accounting, Boroujerd Branch, Islamic Azad University, Boroujerd Iran  
Mhjanani@yahoo.com

### **Abstract**

Many studies introduce the liquidity of assets, one of the variables considered by investors, to be influenced by various factors such as investors' emotions. The investors' emotions in the market are explained by the financial behavioral approach. This approach is the opposite of the classical financial theories. Hence, this study was mainly aimed at investigating the relationship between investors' emotional features and the stock liquidity in the Iranian stock market. To this end, the data of 95 active firms from those listed in stock exchange market in a 7-year period from 2013 to 2019 (Solar Years 1392-1398) were investigated using a multivariate regression model based on the panel data method. The results of the test of research hypotheses showed that in small companies, the lower and higher the emotional tendencies of investors, the lower the stock liquidity decreases, and the lower these emotional tendencies, the higher the stock liquidity. The index of investor emotional characteristics has a negative and significant effect on stock liquidity of large companies, but the hypothesis of a significant relationship between high and low emotional characteristics of investors with stock liquidity in large companies was not confirmed.

Given the significance level of the research model's modulators, the high and low emotional features in small firms have a significant negative relationship with stock liquidity; however, this significant relationship was not confirmed for large firms. Furthermore, According to F statistic, Also, according to the F statistic, which is less than 5 and with a coefficient of almost zero, we can conclude that the whole regression model is significant.. Based on Durbin-Watson statistics, which is less than 2 there is no strong autocorrelation between the research variables.

**Keywords:** Financial-Behavioral Approach, Classical Financial Theories, Investors' Emotional Features, Stock Liquidity.

