

تأثیر نقش تعدیلگر عدم تقارن اطلاعات بر رابطه گرایش‌های احساسی و نقدشوندگی

تاریخ دریافت: ۹۹/۱۰/۱۷

تاریخ پذیرش: ۹۹/۱۲/۲۳

کد مقاله: ۵۴۳۳۷

فرزین خوشکار^۱، لیلا دانش^{۲*}، بهنام مجدی^۳

چکیده

یکی از مباحث اساسی در مالی رفتاری احساسات بازار و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران است. گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران به معنای حاشیه میزان خوش‌بینی و بدبینی سهامداران نسبت به یک سهام است. هدف پژوهش حاضر بررسی نقش تعدیلگر عدم تقارن اطلاعات بر رابطه گرایش‌های احساسی و نقدشوندگی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار می‌باشد. پژوهش انجام‌شده از نظر نوع هدف، جزء پژوهش‌های کاربردی است و روش پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی همبستگی می‌باشد. انجام پژوهش در چارچوب استدلال‌ات قیاسی - استقرایی صورت گرفته و برای تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها از تحلیل پانلی کمک گرفته شده است. برای جمع‌آوری اطلاعات، از داده‌های ۱۴۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۲-۱۳۹۸ استفاده شده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و نقدشوندگی سهام رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد؛ اما عدم تقارن اطلاعات بر رابطه میان گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و نقدشوندگی سهام تأثیر معنی‌داری ندارد.

واژگان کلیدی: مالی رفتاری، گرایش‌های احساسی، نقدشوندگی، عدم تقارن اطلاعات

۱- مدرس گروه حسابداری و مدیریت، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران (نویسنده مسئول)

Leila.danesh1364@yahoo.com

۳- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران

۱- مقدمه

یکی از عوامل مهمی که سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در بازار اوراق بهادار به آن اهمیت ویژه‌ای می‌دهند و همچنین سیاست‌گذاران بازار اوراق بهادار تمهیدات مختلفی را برای بهبود آن در نظر می‌گیرند، نقد شوندگی^۱ اوراق بهادار است. هر چه اوراق بهادار نقد شونده تر باشند، سرمایه‌گذاران انگیزه بیشتری برای سرمایه‌گذاری خواهند داشت، چراکه امکان برنامه‌ریزی در یک افق زمانی برای سرمایه‌گذار ایجاد می‌شود (وانگ^۲، ۲۰۱۶). نقد شوندگی سهام در بازارهای مالی را می‌توان قابلیت جذب روان سفارش‌های خرید و فروش تعریف کرد. (سرکانیان و همکاران، ۱۳۹۴).

از دیدگاه تئوری، مجموعه عرضه و تقاضای ایجادشده توسط سرمایه‌گذاران بر اساس درک آنان از بازده سرمایه‌گذاری، تعیین‌کننده قیمت سهام یک شرکت در بازار است و فرض می‌شود میانگین رفتار سرمایه‌گذاران در بازار، منطقی است. (نیکو و همکاران، ۱۳۹۹)؛ اما بازارهای مالی در معنای واقعی خود دارای بعد روانشناسی است و این‌گونه ادعا می‌شود که دارای شخصیت، افکار، باورها، خلق و خو و گاهی احساسات است (لو^۱ و همکاران، ۲۰۱۶). دیدگاه مالی رفتاری نشان می‌دهد برخی از تغییرات قیمت‌ها در بازار، هیچ دلیل بنیادی نداشته و گرایش‌های احساسی^۳ سرمایه‌گذاران، نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها بازی می‌کنند. در واقع تأکید مالی رفتاری بیشتر بر تأثیر احساسات، شخصیت، فرهنگ قضاوت‌های سرمایه‌گذاران بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری می‌باشد. تحقیقات موجود در زمینه گرایش احساسی سرمایه‌گذاران، به نقش آن در ارزیابی قیمت دارایی‌های مالی و تأثیر آن بر بازده سهام اشاره می‌کنند.

در این زمینه لیو (۲۰۱۶) دریافت تغییر سری زمانی در نقدینگی بازار سهام با گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران در ارتباط است. زمانی که شاخص‌های گرایش‌های احساسی بالاست بازار سهام از نقدشوندگی بیشتری برخوردار است. این زمانی است که سرمایه‌گذاران سرسختتر باشند. همچنین حجم معاملات بازار زمانی که گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بالاست افزایش می‌یابد؛ بنابراین با کنترل حجم معاملات بازار گرایش‌های احساسی بالا منجر به افزایش نقدشوندگی بازار سهام می‌شود. اما نکته مورد توجه این است که به دلیل وجود عدم تقارن اطلاعاتی تعیین ارزش سهام بسیار دشوار است (سیدنژاد فهیم و همکاران، ۱۳۹۸). مفهوم اطلاعات نامتقارن نقش مهمی و حیاتی در بازار سرمایه دارد چرا دربرگیرنده این واقعیت است که فعالان بازار ممکن است اطلاعات متفاوتی در اختیار داشته باشند؛ بنابراین سرمایه‌گذاران بالقوه بازار سرمایه نسبت به ارزش شرکت قضاوت کرده و آن را با رفتار سرمایه‌گذاری شرکت می‌سنجند. زمانی که سرمایه‌گذاران نسبت به آینده شرکت خوشبین هستند ارزش سهام شرکت را بیش‌ازحد ارزش‌گذاری کرده و قیمت سهام را افزایش می‌دهند که این می‌تواند بر سایر سرمایه‌گذاران بازار سرمایه تأثیر بگذارد (سروتی^۴، ۲۰۱۴). از جنبه‌ای دیگر عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از کیفیت افشای پایین، مشکل انتخاب نادرست را در پی خواهد داشت. اوراق بهادار در مواجهه با این مشکل، نقدشوندگی کمتری دارند و هزینه دادوستد آنها در زمان خرید و فروش بیشتر است؛ بنابراین خریداران تمایل کمتری به خرید آنها دارند. (ترابی و همکاران، ۱۳۹۹). در واقع از آنجاکه معامله‌گران ناآگاه در بازار سرمایه به نسبت سایر معامله‌گران گرایش‌های احساسی‌تری دارند، می‌توان گفت که عدم تقارن اطلاعات می‌تواند رفتار آنها را در مورد خرید و فروش سهام بیشتر تحت تأثیر قرار دهد. بر این اساس در این پژوهش به بررسی نقش تعدیلگر عدم تقارن اطلاعات بر رابطه گرایش‌های احساسی و نقدشوندگی خواهیم پرداخت.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در متون مالی، سرمایه‌گذاری عبارت است از تعهد پول یا سایر منابع به امید کسب منافع آتی (بودی^۵، ۲۰۱۱). سرمایه‌گذاران همواره منافع آتی (بازدهی) بیشتر را ترجیح می‌دهند؛ اما برای کسب این منافع، با ریسک‌هایی مواجه هستند. این موضوع همان تقابل سنتی ریسک و بازده است که بیان می‌کند اگر سرمایه‌گذاری بازدهی مورد انتظار بالاتری را طلب کند، باید ریسک بیشتری را نیز بپذیرد. یکی از منابع ریسکی که سرمایه‌گذاران همواره با آن مواجه هستند، ریسک عدم نقدشوندگی است (سرکانیان و همکاران، ۱۳۹۴). به این دلیل یکی از مزیت‌های عمده سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار در مقایسه با سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، قابلیت نقدشوندگی بالا در این نوع سرمایه‌گذاری است که به عواملی همچون عدم توقف‌های طولانی‌مدت نماد معاملات، میزان سهام شناور آزاد و بازدهی سهام هر شرکت بستگی دارد. نقدشوندگی موضوعی کاملاً پیچیده‌ای می‌باشد. در بهترین تعریفی که از آن می‌شود عبارت است از قابلیت خرید و فروش مقادیر قابل توجهی از اوراق بهادار با سرعت زیاد و تأثیر اندک در قیمت (نوروزی نصر و همکاران، ۱۳۹۸). در واقع نقدشوندگی تابعی از توانایی انجام معامله سریع با حجم بالایی از اوراق بهادار و هزینه پایین است.

1 liquidity
2 Wang
3 Investor sentiment
4 Sornette
5 Bodie

به این معنی که قیمت دارایی در فاصله زمانی میان سفارش تا خرید، تغییر چندانی نداشته باشد. (یحیی زاده فر و همکاران، ۱۳۸۹). این ویژگی دارای ارزش است به طوری که در شرایط مساوی، اوراق بهادار با نقدشوندگی بالاتر در مقایسه با اوراق بهادار با نقدشوندگی پایین تر قیمت بیشتری خواهند داشت. (جانسون، ۲۰۰۸).

مورد دیگر گرایش های احساسی سرمایه گذاران است. اثرهای رفتاری سرمایه گذاران بر مبنای تئوری مالی رفتاری است که به تفسیر انحراف قیمت سهام از ارزش ذاتی آن می پردازد. اثرهای مالی رفتاری از عوامل عمده نواقص بازار است که بر رخداد نظام مند خطای تصمیم گیری سرمایه گذاران و مدیران متمرکز است و به مطالعه اینکه چگونه سرمایه گذاران و مدیران در قضاوت های خود دچار خطای نظام مند و ذهنی می شوند، می پردازد (نیکو و همکاران، ۱۳۹۹). یکی از مباحث اساسی در مالی رفتاری احساسات بازار و گرایش های احساسی سرمایه گذاران است. گرایش های احساسی سرمایه گذاران به معنای حاشیه میزان خوش بینی و بدبینی سهامداران نسبت به یک سهام است (سورتنی، ۲۰۱۴). همچنین احساسات بازار عبارت است از فضای رونق یا رکود بازار. هنگامی بازار در حالت رونق است، سرمایه گذاران مایل اند سهام را حتی به قیمت بالاتر از ارزش واقعی خریداری نمایند. در این حالت سرمایه گذاران گرایش به پذیرش ریسک بیشتری دارند که این حاکی از اعتماد به بازار و شرایط اقتصادی است. در این حالت انتظار آنها از بازار، ادامه روند است و پیش بینی می کنند قیمت بازار هم افزایش خواهد یافت (کیم و همکاران، ۲۰۱۶).

همچنین عامل دیگری که مورد توجه است عدم تقارن اطلاعات می باشد از دیدگاه فرضیه بازار کاراً می توان دلیل وجود گزارشگری حسابداری را عدم تقارن اطلاعاتی بیان کرد که در آن یکی از طرفین مبادله، اطلاعات بیشتری را نسبت به طرف مقابل در اختیار دارد. این امر به علت وجود معاملات و اطلاعات درون گروهی به وجود می آید (خوشکار و همکاران، ۱۳۹۹). در واقع عدم تقارن اطلاعات زمانی ایجاد می شود که یک طرف معامله یا قرارداد از اطلاعات بیشتری برخوردار باشد و هنگام برقراری ارتباط به طور مؤثری از این اطلاعات استفاده کند. پدیده عدم تقارن اطلاعات از جایی آغاز می شود که سرمایه گذاران تصمیمات مالی خود را بر اساس اطلاعاتی می گیرند که مدیریت شرکت تهیه کرده است. در واقع بین استفاده کنندگان از اطلاعات و تهیه کنندگان اطلاعات تضاد منافع وجود دارد. عدم تقارن اطلاعات پیامدهای نامطلوب از جمله افزایش هزینه معاملات، کاهش کارایی بازار، کاهش نقدینگی و به طور کلی کاهش سود حاصل از معاملات را در بازار سرمایه به همراه دارد (خداحمی و همکاران، ۱۳۹۴).

۲-۱- عدم تقارن اطلاعات و رابطه گرایش های احساسی و نقدشوندگی

تئوری مالی سنتی بیان می کند که قیمت سهام، ارزش بنیادی سهام را نشان می دهد و منعکس کننده ارزش جریان های نقدی آتی می باشد. بر پایه فرضیه بازار کارا، سرمایه گذاران رفتار عقلایی دارند به این معنی که همه اطلاعات موجود و در دسترس را پردازش کرده و به دنبال حداکثر ساختن مطلوبیت مورد انتظار هستند اما شواهد حکایت از آن دارد که سرمایه گذاران برای تعیین ارزش سهام از روش های کمی استفاده نمی کنند. قضاوت ها مبتنی بر تصورات ذهنی و اطلاعات غیرعلمی و شرایط روانی و احساسی در بورس است. متغیرهای احساسی که بر اساس محدودیت های شناختی شکل می گیرند، شرایط روانی فعالان بازار بورس را مورد بررسی قرار می دهند. مالی رفتاری یکی از مطالعاتی است که در این زمینه به سرعت گسترش یافته است و به بررسی فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاران و عکس العمل آنها نسبت به شرایط مختلف بازارهای مالی می پردازد و تأکید آن بیشتر به تأثیر احساسات، شخصیت، فرهنگ و قضاوت های سرمایه گذاران بر تصمیم گیری سرمایه گذاری می باشد.

بررسی رابطه میان رفتار سرمایه گذاران و نقدشوندگی سهام شامل (۱) تحلیل عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه گذار و تأثیر آنها بر بازار سرمایه از دیدگاه مالی رفتاری، (۲) عوامل مؤثر بر نقدینگی و (۳) همبستگی میان رفتار سرمایه گذار و نقدینگی می باشد. به عنوان مثال در تحقیقات انجام شده در دیدگاه اول ورما و همکاران^۳ (۲۰۰۷) به این نتیجه رسیدند که گرایش های احساسی سرمایه گذاران تأثیر نامتقارنی بر بازار سهام دارد و این تأثیر نامتقارن هم در حالت خوش بینانه و هم در حالت بدبینانه بر گرایش احساسی تأثیرگذار است. در مورد دیدگاه دوم آمیهود^۴ (۲۰۰۲) شاخص معکوس نقدشوندگی را برای اندازه گیری عمق بازار سرمایه و ارتباط بین نقدشوندگی و بازده مورد انتظار سهام مورد بررسی قرار داد و در مورد دیدگاه سوم نیز به عنوان مثال یائو^۵ (۲۰۱۷) با استفاده از تحلیل دو عاملی گرانجر در بررسی رابطه میان نقدشوندگی سهام و گرایش های احساسی سرمایه گذاران به رفتار متقارنی دست پیدا کرد. یانگ و ژائو^۶ (۲۰۱۵) نیز به این نتیجه رسیدند که گرایش احساسی سرمایه گذاران باعث ایجاد یک تغییر ناگهانی در بازده بازار سهام و ارزیابی دارایی ها از طریق تأثیرگذاری بر رفتار معاملاتی سرمایه گذاران می شود که باعث تأثیر بر پایداری

1 Johnson
1 kim
3 Verma
4 Amihud
5 Yao
6 Yang

بازارهای مالی می‌شود. تحت تأثیر این مطالعات اولیه، در سالهای بعد نیز رابطه میان گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و نقدشوندگی توسط محققانی مانند هو و همکاران (۲۰۱۹)، دیاتا و همکاران^۱ (۲۰۱۸) و کوماری^۲ (۲۰۱۹) مورد بررسی قرار گرفت از طرفی روزانه تعداد زیادی اخبار خوب و بد اقتصادی، سیاسی در بازار به سمع سرمایه‌گذاران می‌رسد که باعث برانگیخته شدن احساسات سرمایه‌گذاران و در نتیجه باعث تغییر قیمت سهام و به دنبال آن تغییر بازده سهام می‌شود؛ برای نمونه، لیستون^۳ (۲۰۱۶) در پژوهش خود متوجه شد که اخبار خوب و بد، می‌تواند بر بازده سهام شرکت‌ها تأثیرگذار باشد. پژوهش‌های انجام‌شده در این زمینه (برای مثال، آنتونیس^۴ و همکاران، ۲۰۱۴) نشان می‌دهد که احساسات، تأثیر بااهمیتی بر بازده سهام دارد؛ ولی این تأثیرگذاری معمولاً در روزها و هفته‌های بعد اثر خود را بر بازده سهام نشان می‌دهد؛ بنابراین انتظار می‌رود که به دنبال برانگیخته شدن احساسات سرمایه‌گذاران، به‌ویژه زمانی که این احساسات زودگذر نباشد، قیمت سهام شرکت‌هایی که اخبار خوب یا بد مربوط به آنها باعث تحریک احساسات سرمایه‌گذاران شده است، تغییر کند.

این موارد در اصل، تحت تأثیر عدم تقارن اطلاعات می‌باشد و وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بازار باعث می‌شود سرمایه‌گذاران برای جبران ریسک سرمایه‌گذاری تقاضای بازده بالاتر کنند که بین قیمت پیشنهادی خریدوفروش سهام اختلاف ایجاد شده و هرچه این اختلاف بیشتر باشد میزان عدم تقارن اطلاعاتی شرکت موردنظر بیشتر خواهد بود (ایسلی^۵، ۲۰۰۴). از طرفی دیگر برخی از افراد به اطلاعات محرمانه بیشتری دسترسی دارند و باعث افزایش دامنه تفاوت قیمت‌های پیشنهادی خریدوفروش می‌شود که در نهایت می‌توان گفت که عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر منفی بر روی حجم معاملات می‌گذارد و باعث کاهش نقدشوندگی می‌شود (لین^۶، ۲۰۱۲).

تأثیر عدم تقارن اطلاعات بر سرمایه‌گذاران با گرایش‌های احساسی بالاتر و تصمیم آنها در مورد خریدوفروش سهام نیز قابل توجه است. این تأثیر از آن جهت است که تئوری مالی رفتاری، بیانگر دو فرض اساسی است: اولین فرض این است که سرمایه‌گذاران تحت تأثیر گرایش‌های احساسی خود تصمیماتی می‌گیرند. دومین فرض این است که آریبترائز در برابر سرمایه‌گذاران احساسی، پر ریسک و پرهزینه است؛ بنابراین سرمایه‌گذاران منطقی یا آریبترائزگرها در برگرداندن قیمت‌ها به قیمت بنیادی، پرتکاپو نیستند. (زارعی و دارابی، ۱۳۹۷)؛ در نتیجه واکنش‌های معامله‌گران با گرایش احساسی بیشتر، نوسان شدیدتری تحت تأثیر عدم دسترسی به اطلاعات دارد که می‌تواند نقدشوندگی سهام را تحت تأثیر قرار دهد (لی^۷، ۲۰۱۰). همچنین نتایج تحقیقات فرانسیس و همکاران^۸ (۲۰۰۷) نشان داد که اخباری که با عدم اطمینان همراه باشند، رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران را تشدید می‌کنند. ژو و نیو^۹ (۲۰۱۶) اما نشان دادند که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران نسبت به شرایط عدم اطمینان اطلاعاتی متفاوت است.

۳- پیشینه پژوهش

نیکو و همکاران (۱۳۹۹) در تحقیقی با عنوان گرایش احساسی سرمایه‌گذار، نوسان پذیری غیر سیستماتیک و قیمت‌گذاری نادرست سهام نشان دادند که هر دو متغیر گرایش احساسی سرمایه‌گذار و نوسان پذیری غیر سیستماتیک دارای اثر مثبت و معنادار بر روی قیمت‌گذاری نادرست سهام هستند. به این معنی که با افزایش گرایش احساسی سرمایه‌گذار و نوسان پذیری غیر سیستماتیک، قیمت‌گذاری نادرست سهام نیز افزایش می‌یابد و بالعکس. اصغری و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهش خود با مطالعه داده‌های مالی ۱۴ کشور به این نتیجه رسیدند که بالا بودن سطح نقدینگی بازار در سال قبل، تأثیر مثبت و معناداری بر سطح نقدینگی بازار در سال جاری دارد. احساسات سرمایه‌گذاران بر نقدشوندگی بازار سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد. بر اساس نتایج، احساسات سرمایه‌گذار در کشورهای مورد مطالعه، تأثیر مثبت بر حجم معاملات بازار سهام دارد و می‌تواند حجم معاملات و نقدشوندگی بازار سهام را افزایش دهد. سیدنژاد فهیم و همکاران (۱۳۹۸) در تحقیقی با عنوان بررسی تأثیر معاملات غیرعادی معامله‌گران آگاه بر نقدشوندگی سهام، نشان دادند بین معاملات غیرعادی معامله‌گران آگاه و نقدشوندگی سهام رابطه معنی‌داری وجود ندارد. این موضوع می‌تواند نشان دهنده رفتار ناهمگن سهامداران حقوقی، به‌عنوان یکی از قدرتمندترین بازارگردان‌های بازار سرمایه، در رابطه با نقدشوندگی سهام باشد. بهار مقدم و جوکار (۱۳۹۷) در تحقیقی با عنوان بررسی تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری و عدم اطمینان اطلاعاتی بر تمایلات سرمایه‌گذاران نشان دادند که کیفیت اطلاعات حسابداری با تمایلات سرمایه‌گذاران دارای رابطه منفی و معنادار و عدم اطمینان اطلاعاتی با تمایلات سرمایه‌گذاران دارای رابطه مثبت و معنادار است. همچنین نتایج پژوهش نشان داد افزایش کیفیت اطلاعات حسابداری و کاهش عدم اطمینان اطلاعاتی، شدت رفتارهای

1 Debata
2 Kumari
3 Liston
4 Antonios
5 Easley
6 Lin
7 Li
8 Francis
9 Zhu, B., & Niu

احساسی سرمایه‌گذاران در قیمت‌گذاری سهام را کاهش می‌دهند. گوجانی سامانی (۱۳۹۶) در تحقیقی با عنوان بررسی تأثیر سهامداران نهادی بر رابطه بین گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران و نقدشوندگی سهام نشان دادند بین گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران و نقدشوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط مستقیم و معنی‌داری وجود دارد و میزان مالکیت نهادی موجب قوی‌تر شدن ارتباط بین گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران و نقدشوندگی سهام می‌شود. جلیلی و همکاران (۱۳۹۲) در تحقیقی با عنوان بررسی ارتباط بین عدم تقارن اطلاعات معاملات و نقدشوندگی سهام نشان دادند که بین معاملات سهام و عدم تقارن اطلاعات رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد و با افزایش میزان معاملات سهام و نقدشوندگی، عدم تقارن اطلاعاتی کاهش می‌یابد.

چن و همکاران (۲۰۱۹) دریافتند تمایلات بالای سرمایه‌گذاران موجب جذب معامله‌گران نامطلع بیشتری در بازار شده که موجب تضعیف کارایی بازار و در نتیجه قیمت‌گذاری نادرست سهام می‌شود. نتایج پژوهش آنها حاکی از آن بود که گرایش‌های احساسی بالای سرمایه‌گذاران نه تنها پنجره تأمین مالی باز می‌کند که آنها می‌توانند سهام را با هزینه نسبتاً پایین به نفع سهامداران فعلی به دست آورند، بلکه همچنین زمانی که سهام منتشر می‌شود، اثرات منفی روی قیمت سهام کاهش می‌یابد. کوماری^۱ (۲۰۱۹) در تحقیق با عنوان گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و نقدشوندگی بازار سهام؛ شواهدی از اقتصادهای نوظهور، به این نتیجه رسید که زمانی گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بسیار خوش‌بینانه (بدبینانه) است، نقدشوندگی بازار سهام بسیار بالا (پایین) است. هو و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی رابطه گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و نقدشوندگی سهام پرداختند و نشان داد که تمایلات سرمایه‌گذاران نقدشوندگی بازار سهام را افزایش می‌دهد. روپاند و همکاران (۲۰۱۹)^۲ به بررسی ارتباط بین احساسات سرمایه‌گذاران و نوسانات بازده سهام پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد ارتباط قابل توجهی بین احساسات سرمایه‌گذار و نوسانات بازده سهام وجود دارد. همچنین نشان می‌دهد که تأمین مالی رفتاری می‌تواند رفتار بازده سهام را به‌طور قابل توجهی توضیح دهد. دباتا و همکاران (۲۰۱۸) نیز در پژوهش خود با عنوان گرایش‌های احساسی سهامداران و نقدشوندگی سهام به تأثیر مثبت (منفی) گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر نقدشوندگی (عدم نقدشوندگی) دست پیدا کردند. آیمن (۲۰۱۶) در پژوهش خود با عنوان بررسی ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی، سرمایه‌گذاران نهادی و نقدشوندگی سهام نشان داد با توجه به تئوری علامت‌دهی نسبت سهامداران نهادی همبستگی مثبت معناداری با نقدشوندگی سهام دارد ولی هیچ‌گونه ارتباط معناداری با انتخاب معکوس ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی وجود ندارد.

۳- فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اول: بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و نقدشوندگی سهام رابطه معناداری وجود دارد.
فرضیه دوم: عدم تقارن اطلاعات رابطه میان گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و نقدشوندگی سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

۴- روش تحقیق

تحقیق حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر شیوه گردآوری داده‌ها، از نوع تحقیقات نیمه تجربی پس رویدادی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است که با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره (استفاده از روش پانل با اثرات ثابت) و مدل‌های اقتصادسنجی انجام شده است. اطلاعات مربوط به صورت‌های مالی شرکت‌ها، از طریق نرم‌افزار تدبیر پرداز و ره‌آورد نوین و پایگاه‌های اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری شده است و برای تجزیه و تحلیل داده‌های از نرم‌افزارهای EViews9 و SPSS23 استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار سرمایه ایران در یک بازه زمانی ۷ ساله طی دوره زمانی ۱۳۹۲-۱۳۹۸ می‌باشد که با استفاده از روش حذف سیستماتیک و بعد از مدنظر قرار دادن معیارهای زیر تعداد ۱۴۶ شرکت به‌عنوان جامعه آماری انتخاب شدند؛

۱. شرکت قبل از سال ۱۳۹۲ در بورس پذیرفته‌شده و تا پایان سال ۱۳۹۸ در بورس فعال باشد؛
۲. سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد و طی زمان تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشد؛
۳. فعالیت اصلی شرکت سرمایه‌گذاری، بانکداری، لیزینگ و نهاد مالی نباشد؛
۴. اطلاعات موردنیاز در بخش تعریف متغیرها در دسترس باشد.
۵. شرکت در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداده باشد.

۱.۴- متغیرها و مدل تحقیق

متغیر وابسته: در این پژوهش نقدشوندگی سهام (Stock Liquidity) می‌باشد. در این تحقیق به پیروی از مطالعات رایج (۲۰۰۷)، ملکی (۱۳۹۱) و نوروزی نصر و همکاران (۱۳۹۸) از رابطه زیر برای محاسبه نقدشوندگی سهام استفاده شده است:

$$Spread_{it} = \frac{AP - BP}{(AP + BP) / 2} \times 100 \quad (1)$$

t : دوره زمانی مورد بررسی؛

i : نمونه مورد بررسی؛

Spread: دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

AP (Ask / Price): میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در دوره t

BP (Bid / Price): میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در دوره t

متغیر مستقل: در این مطالعه برای اندازه‌گیری گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران از شاخص گرایش‌های احساسی بازار سرمایه (EMSI) استفاده شده است. این شاخص توسط جونز (۲۰۰۵) و با تعدیل مدل ارائه‌شده توسط پرساود (۱۹۹۶) بسط داده شده است؛ بنابراین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با استفاده از رابطه زیر قابل محاسبه می‌باشد:

$$SENT_{pt} = \frac{\sum (R_{it} - \bar{R}_t)(R_{it} - \bar{R}_t)}{[\sum (R_{it} - \bar{R}_t)^2 \sum (R_{it} - \bar{R}_t)^2]^{\frac{1}{2}}} \times 100, \quad -100 \leq EMSI \leq +100 \quad (2)$$

که در آن:

R_{it} = رتبه بازده ماهانه سهام شرکت i در ماه t

R_{itv} = رتبه نوسان پذیری تاریخی شرکت i در ماه t

برای محاسبه نوسان پذیری تاریخی از میانگین انحراف معیار بازده سهام پنج ماه استفاده می‌شود.

R_f = میانگین رتبه بازده ماهانه سهام شرکت‌های پرتفوی

R_v = میانگین رتبه نوسان پذیری تاریخی سهام شرکت‌های پرتفوی

متغیر تعدیلگر: در این تحقیق معیار عدم تقارن اطلاعاتی هزینه نمایندگی می‌باشد. هزینه‌های نمایندگی تابعی از نسبت کیوتوبین نماینده فرصت‌های رشد و جریان‌های نقد آزاد در نظر گرفته می‌شود و به شرح زیر محاسبه می‌گردد:

$$Agency\ costs = FCF * Tobin's\ Q$$

بالتر بودن نتیجه معادله فوق بیانگر هزینه‌های نمایندگی بالا و پایین‌تر بودن آن بیانگر هزینه‌های نمایندگی پایین می‌باشد

همچنین تأثیر متغیرهای کنترلی زیر نیز بر این رابطه بررسی شده است:

اندازه شرکت؛ (SIZE) که از طریق لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت در پایان سال محاسبه می‌شود.

اهرم مالی؛ (LEV)؛ که از طریق تقسیم کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

$$LEV = \frac{DEBT}{TA}$$

حجم معاملاتی سهام؛ (vol) که با استفاده از نسبت تعداد سهام معامله شده به کل تعداد سهام شرکت در پایان سال

محاسبه می‌شود و می‌تواند رابطه مستقیمی با شاخص‌های نقد شونده داشته باشد.

اندازه حسابرس؛ (Asize) اگر حسابرس شرکت سازمان حسابرسی باشد یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته

می‌شود.

بر این اساس مدل‌های پژوهش به شرح زیر ارائه خواهد شد.

مدل اول: (۲)

$$SMTH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EMSI_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 vol_{i,t} + \beta_5 Asize_{i,t} + \epsilon_{it}$$

مدل دوم: (۳)

$$SMTH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EMSI_{i,t} + \beta_2 IS + \beta_3 (EMSI * IS) + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 Lev_{i,t} + \beta_6 vol_{i,t} + \beta_7 Asize_{i,t} + \epsilon_{it}$$

۵- یافته‌های پژوهش

۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

جدول ۱، آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش در طی زمان مورد بررسی نشان می‌دهد.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرها

شاخص‌های پراکندگی			شاخص‌های مرکزی		نام و تعداد متغیرها	
بیشینه	کمینه	انحراف معیار	میانه	میانگین	علامت اختصاری	متغیرها
۷/۸۱	۰/۸۶	۱/۶۳	۲/۶۴	۲/۷۶	Stock Liquidity	نقدشوندگی
۸۹/۸۶	-۷۳/۹۱	۶/۲۷	۱۷/۴۳	۲۴/۱۶	EMSI	گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران
۰/۷۱	۰/۰۶	-۰/۱۳	۰/۱۸	۰/۲۲	IS	عدم تقارن اطلاعات
۱۹/۹۲	۱۰/۶۶	۱/۵۴	۱۴/۱۴	۱۴/۳۸	SIZE	اندازه شرکت
۱/۵۹	۰/۰۵	-۰/۲۱	۰/۶۲	۰/۶۰	LEV	اهرم مالی
۰/۴۷	۰/۰۰۰	-۰/۴۶	۰/۱۴	۰/۳۱	VOL	حجم معاملات
۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	-۰/۴۲	۰/۰۰۰	۰/۲۱	Asize	اندازه حسابرسی

انتخاب مدل اول: در انتخاب مدل داده‌های ترکیبی با دو حالت کلی روبرو هستیم. در حالت اول عرض از مبدأ برای کلیه شرکت‌ها یکسان است که در این صورت با روش پول و در حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام شرکت‌ها متفاوت است که در این حالت روش پانل انتخاب می‌شود. برای شناسایی دو حالت مذکور از آزمون اف-لیمر استفاده می‌کنیم.

جدول ۲- آزمون جاو یا لیمر و آزمون هاسمن (مدل اول)

آزمون اثرات	آماره آزمون	احتمال	نتیجه آزمون
مقدار F	۶/۵۴	(۰,۰۰۰)	رد فرض صفر: استفاده از مدل پانل
آماره X^2	۷۶/۳۲	۰/۰۰۰	رد فرض صفر: پانل با اثرات ثابت

با توجه به جدول ۲ مقدار احتمال آماره F و آماره کای-دو برای مدل کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد؛ بنابراین فرض صفر یعنی برابری عرض از مبدأها رد می‌شود، بنابراین استفاده از روش پانل ارجحیت دارد. لذا لازم است برای انتخاب الگوی اثرات ثابت یا اثرات تصادفی آزمون هاسمن انجام شود. نتایج آزمون هاسمن نیز نشان می‌دهد که روش مورد استفاده پانل با اثرات ثابت می‌باشد.

جدول ۳- نتایج برآورد مدل اول تحقیق

متغیر	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال
EMSI	۰/۰۹	۵/۱۷	۰/۰۰۰
Size	۱/۰۴	۲/۲۸	۰/۰۲۷
LEV	-۱/۳۸	-۲/۸۲	۰/۰۱۹
VOL	۰/۰۰۴	۹/۷۶	۰/۰۰۰
Asize	۲/۳۱	۱/۳۱	۰/۱۲۷
(مقدار ثابت) C	۰/۲۷	۴/۲۱	۰/۰۰۰
مقدار F		۱۹/۳۲	مقدار احتمال F
(R^2) ضریب تعیین		۰/۴۹۲۱	دوربین واتسون
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۴۶۵۱	
		۱/۹۷	۰/۰۰۰

بر اساس نتایج ارائه شده در جدول ۳، ملاحظه می‌شود که سطح معنی‌داری آماره t مربوط به متغیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران کوچک‌تر از ۰/۰۵ بوده (۰/۰۰۰۰) و ضریب آن منفی می‌باشد (۰/۰۹). همچنین مقدار آماره آن (۵/۱۷) در ناحیه رد فرض صفر قرار؛ بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت میان گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و نقدشوندگی سهام رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. در نتیجه فرضیه‌ی اول پژوهش تأیید می‌شود.

جدول ۴- آزمون چاو یا لیمر و آزمون هاسمن (مدل دوم)

آزمون اثرات	آماره آزمون	احتمال	نتیجه آزمون
مقدار F	۴/۴۳	(۰,۰۰۰)	رد فرض صفر: استفاده از مدل پانل
آماره X^2	۸۷/۳۲	۰/۰۰۴	رد فرض صفر: پانل با اثرات ثابت

با توجه به جدول ۴، مقدار احتمال آماره F و آماره کای - دو برای مدل کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد؛ بنابراین فرض صفر یعنی برابری عرض از مبدأها رد می‌شود، بنابراین استفاده از روش پانل ارجحیت دارد. نتایج آزمون هاسمن نیز نشان می‌دهد که روش مورد استفاده پانل با اثرات ثابت می‌باشد.

جدول ۵- نتایج برآورد مدل دوم تحقیق

متغیر	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال
EMSI	۰/۱۱	۴/۸۷	۰/۰۰۰
IS	-۱/۱۴	-۲/۴۷	۰/۰۲۹
(EMSI * IS)	-۲/۳۶	-۱/۲۳	۰/۰۹۸
Size	۱/۱۳	۲/۴۶	۰/۰۳۱
LEV	-۱/۲۶	-۲/۹۵	۰/۰۲۱
VOL	۰/۰۰۹	۷/۳۲	۰/۰۰۰
Asize	۲/۶۷	۱/۴۵	۰/۱۳۶
مقدار ثابت C	۰/۳۳	۴/۴۹	۰/۰۰۰
مقدار F		۱۶/۳۷	مقدار احتمال F
(R^2) ضریب تعیین		۰/۵۳۳۴	دوربین واتسون
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۵۰۸۷	۱/۹۲

بر اساس نتایج ارائه شده در جدول ۵، ملاحظه می‌شود که سطح معنی‌داری آماره t مربوط به متغیر (EMSI * IS) بزرگ‌تر از ۰/۰۵ بوده (۰/۰۹۸) و ضریب آن (-۲/۳۶). همچنین مقدار آماره آن (-۱/۲۳) در ناحیه رد فرض صفر قرار نمی‌گیرد؛ بنابراین می‌توان گفت که عدم تقارن اطلاعات تأثیر معنی‌داری بر رابطه میان گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و نقدشوندگی سهام ندارد.

۶- بحث و نتیجه‌گیری

این تحقیق با هدف تأثیر نقش تعدیلگر عدم تقارن اطلاعات بر رابطه گرایش‌های احساسی و نقدشوندگی، در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفت. اطلاعات لازم از ۱۴۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۲-۱۳۹۸ جمع‌آوری شد. نتایج پژوهش نشان داد که در بازار سرمایه ایران بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و نقدشوندگی سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. در واقع برخلاف دیدگاه سنتی بازار که بر این فرض استوار بود که تنها ارزش‌های بنیادی یک شرکت و تحلیل تکنیکال می‌تواند در نقدشوندگی سهام آن مؤثر واقع گردد؛ اما نتایج این پژوهش نشان می‌دهد، گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران نیز می‌تواند در نقدشوندگی سهام شرکت‌ها مؤثر باشد.

از این نتیجه می‌توان استنباط کرد که گرایش احساسی به‌طور مستقیم قضاوت عینی سرمایه‌گذاران را در مورد بازده مورد انتظار تحت تأثیر قرار می‌دهد و رفتار معاملاتی آنها را در بازار سرمایه تحت تأثیر قرار می‌دهد. این نتیجه نشان می‌دهد که گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران به سمت پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه سوق داشته است و هنگامی که سرمایه‌گذاران تحت تأثیر اخبار خوب قرار می‌گیرند و گرایش‌های احساسی آنان به سمت پیش‌بینی مثبت بازار آینده می‌باشد؛ انتظار افزایش قیمت سهام دارند و بر این باورند که روند حرکت بازار به سمتی است که می‌تواند بازده سهام مناسبی را نصیبشان کند؛ بنابراین اقدام به سرمایه‌گذاری بیشتر و خرید سهام بیشتر می‌کنند که این امر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها را به علت تقاضای بالاتر برای خریدوفروش سهام افزایش می‌دهد. در واقع این یافته‌ها گویای این است که، اثرات مثبت گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران (به دلیل خوش‌بینی سرمایه‌گذاران) منجر به خریدوفروش بیش‌ازحد سهام (احتمالاً) نسبت به ارزش‌های ذاتی آن

می‌شود. وقتی سرمایه‌گذاران خوش‌بین هستند، از اطلاعات منفی چشم‌پوشی می‌کنند و ممکن است بیش‌ازحد به اطلاعات مثبت واکنش و بها دهند به‌طوری‌که گرایش احساسی سرمایه‌گذار نسبت به سهام باعث نقدشوندگی سهم می‌شود. این نتیجه همراستا با نتایج هو و همکاران (۲۰۱۹)، دیاتا و همکاران (۲۰۱۸) و کوماری (۲۰۱۹) می‌باشد

نتیجه فرضیه دوم نشان داد که عدم تقارن اطلاعات تأثیر منفی و معنی‌داری بر نقدشوندگی سهام دارد. این نتیجه نشان می‌دهد که برخی از افراد به اطلاعات محرمانه بیشتری دسترسی دارند و باعث افزایش دامنه تفاوت قیمت‌های پیشنهادی خریدوفروش می‌شود که درنهایت می‌تواند گفت که عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر منفی بر روی حجم معاملات می‌گذارد و باعث کاهش نقدشوندگی می‌شود؛ اما نتیجه این فرضیه به‌طورکلی نشان می‌دهد که عدم تقارن اطلاعات رابطه میان گرایش‌های احساسی سهامداران و نقدشوندگی را تحت تأثیر قرار نمی‌دهد.

با توجه به نتیجه مبنی بر رابطه گرایش احساسی سرمایه‌گذاران با نقد شونگی سهام به کارگزاران و مشاوران مالی فعال در بورس اوراق بهادار توصیه می‌شود، علاوه بر متغیرهای حسابداری و اقتصادی اثرگذار بر نقدشوندگی، به عوامل رفتاری و احساسی سرمایه‌گذاران نیز توجه بیشتری داشته باشند؛ اما به‌هرحال افزایش قیمت سهام شرکت‌ها تحت تأثیر نقدشوندگی بالا به‌واسطه اثرات احساسات سرمایه‌گذاران، احتمالاً در درازمدت باعث انحراف قیمت بازار سهام از ارزش‌های ذاتی آنها می‌تواند که می‌تواند خطراتی را در مورد حباب قیمتی و حتی سقوط قیمت سهام به دنبال داشته باشد که پیشنهاد می‌شود موردنظر سرمایه‌گذاران قرار گیرد. همچنین با توجه به اینکه در حالت کلی گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران تحت تأثیر اطلاعات موجود در بازار سرمایه قرار دارد، پیشنهاد می‌شود سازمان بورس در زمینه شفافیت اطلاعات و کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها و ارائه اطلاعات موثق و به‌موقع درباره صورت‌های مالی شرکت‌ها، دستورالعمل‌های شفاف‌تری ارائه دهد.

منابع

۱. اصغری، ابراهیم و عباسیان، محمد مهدی و موسوی، سید حسین (۱۳۹۹) تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر درجه نقدشوندگی بازار سهام، پیشرفته‌ای حسابداری دانشگاه شیراز، در دست چاپ
۲. بهار مقدم، مهدی و جوکار، حسین (۱۳۹۷) بررسی تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری و عدم اطمینان اطلاعاتی بر تمایلات سرمایه‌گذاران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۵، ش ۱، ۲۱-۵۰
۳. ترابی، ایرج، دستگیر، محسن و کیانی، غلامحسین (۱۳۹۹) اثر تعدیل‌کنندگی عدم تقارن اطلاعاتی و بازار رقابت ناقص بر شدت تأثیرگذاری قابلیت مقایسه و ثبات رویه بر هزینه سرمایه سهام عادی، حسابداری مالی، سال ۱۲، ش ۲، ۱-۲۲
۴. جلیلی، صابر؛ بادآور نهندی، یونس و کریمی، بهروز (۱۳۹۲) بررسی ارتباط بین عدم تقارن اطلاعات معاملات و نقدشوندگی سهام، مطالعات حسابداری و حسابرسی، سال ۲، ش ۸
۵. خدارحمی، بهروز؛ فروغ نژاد، حیدر و شریفی، محمدجواد (۱۳۹۴) تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال ۴، ش ۳، ۳۹-۵۸
۶. فرزین، خوشکار؛ گرجی زاده، داود و کمالی، ریحانه (۱۳۹۹) بررسی نقش تعدیلی مالکیت نهادی بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، سال ۴، ش ۳۷، ۷۰-۹۱
۷. زارعی، علی و دارابی، رویا (۱۳۹۷) تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر افشای اختیاری در بازار سرمایه ایران، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۱۰، ش ۳۷، ۱۳۱-۱۵۷
۸. سرکانیان، جواد؛ راعی، رضا و فلاح‌پور، سعید (۱۳۹۴) بررسی رابطه بین نقدشوندگی با بازده سهام در بازار سهام ایران، چشم‌انداز مدیریت مالی، ش ۱۱، ۹-۲۶
۹. سیدنژاد فهیم، سید رضا؛ مشکلی میاوقی، مهدی، چیرانی، ابراهیم و محفوظی، غلامرضا (۱۳۹۸) بررسی تأثیر معاملات غیرعادی معامله‌گران آگاه بر نقدشوندگی سهام، پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۱۱، ش ۱، ۱۴۳-۱۶۹
۱۰. گوجانی سامانی، شهرام (۱۳۹۶) تأثیر سهامداران نهادی بر رابطه بین گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران و نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایا نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران شرق
۱۱. نیکو، هانیبه؛ ابراهیمی، سید کاظم و جلالی، فاطمه (۱۳۹۹) گرایش احساسی سرمایه‌گذار، نوسان‌پذیری غیر سیستماتیک و قیمت‌گذاری نادرست سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، راهبرد مدیریت مالی، سال ۸، ش ۲۸، ۶۵-۸۵
۱۲. نوروزی نصر، حسین؛ مرادزاده فرد، مهدی و شکری، اعظم (۱۳۹۸) تأثیر مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر نقدشوندگی سهام، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۱۱، ش ۴۲، ۲۳-۴۵

۱۳. یحیی زاده فر، محمود؛ شمس، شهاب‌الدین و لاریمی، سیدجعفر (۱۳۸۹) بررسی رابطه نقدشوندگی با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، دوره ۱۲، ش ۲۹، ۱۱-۱۲۸

14. Amihud, Y. Illiquidity and stock returns: Cross section and timeseries effects. *J. Financ. Mark.* 2002, 5, 31-56. [CrossRef]
15. Antonios, S., Evangelos, V., & Patrick, V. (2014). Facebooks daily sentiment and international stock markets. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 107(B), 730-743.
16. Bodie, Z. Kane, A. Marcus, A.J. (2011). *Investments*. New York: Douglas Reiner.
17. Chen, Yi-Wen, Chou, Robin K. and Lin, Chu-Bin. (2019). "Investor sentiment, SEO market timing, and stock price performance". *Journal of Empirical Finance*, pp 1-46
18. Debata. M (2019) Investor sentiment and emerging stock market liquidity, *Finance Research Letters* Volume 26, September 2018, Pages 15-31
19. Easley, D. and M. O'Hara, (2004), "Information and the Cost of Capital", *Journal of Finance*, Vol. 59, PP. 1553-1583.
20. Francis, J., La Fond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 295-327.
21. Johnson, Timothy C. (2008). "Volume, Liquidity and Liquidity Risk", *Journal of Financial Economics* (87
22. Kim, J.S., kim, D.H., Seo, S.W.(2016). Investor setiment and return predictability of the option to stock volume ratio. *Financial management*, 46, 767-796.
23. Kumari. Juity (2019) Investor sentiment and stock market liquidity: Evidence from an emerging economy, *Journal of Behavioral and Experimental Finance* Volume 23, September 2019, Pages 166-180
24. Li, Feng, (2010), "Do Stock Market Investors Understand the Risk Sentiment of Corporate Annual Reports?", Available at www.ssrn.com
25. Liston, D. (2016). Sin stock returns and investor sentiment. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 59, 63-70.
26. Liu, Weimin (2016). A liquidity-augmented capital asset pricing model, *Journal of financial Economics*, 82: 631-671.
27. Lin, Y. M., You, S. J. & Huang, M. S., (2012, January), "Information Asymmetry and Liqidity Risk", *International Review of Business Research Papers*, Vol. 8, No. 1, PP. 112- 131
28. Sornette,D.(2014),"Critical Market Crashes" *Physics Reports* 378,198.
29. Verma, R.; Verma, P. Noise trading and stock market volatility. *J. Multinatl. Financ. Manag.* 2007, 17, 231-243. [CrossRef]
30. Wang, X. (2016). "Catastrophe equity put options with target variance", *Insurance: Mathematics and Economics*, 71, pp. 79-86.
31. Yao, D.B. Investor sentiment, market liquidity, and financial market stability: A time varying analysis. *Financ. Econ. Res.* 2017, 32, 94-106, 128.
32. Yang, C.; Zhou, L. Investor trading behavior, investor sentiment and asset prices. *N. Am. J. Econ. Financ.* 2015, 1, 34
33. Zhu, B., & Niu, F. (2016). Investor sentiment, accounting information and stock price: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 38 (3), 125-134