

## بررسی تاثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر نقدشوندگی سهام

مجید مرادی<sup>۱\*</sup> و زهره صیاد<sup>۲</sup>

۱ عضو هیات علمی گروه حسابداری موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران (نویسنده مسئول)  
۲ دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران

### چکیده

هدف این تحقیق بررسی تاثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر نقدشوندگی سهام بوده است. قلمرو مکانی این تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی سال‌های بین ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ بوده است. در این تحقیق، گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران به عنوان متغیر مستقل و نقدشوندگی سهام به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شدند. بر اساس روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک تعداد ۱۰۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید. به طور کلی روش آماری مورد استفاده در این پژوهش روش همبستگی و رگرسیون چندگانه است. فرضیه‌ها از طریق نتایج حاصل از الگوهای اقتصادسنجی و رگرسیون چند متغیره مورد آزمون قرار گرفتند. به منظور تعیین معنی دار بودن الگوی رگرسیون از آماره F فیشر استفاده شده است. برای بررسی معنی دار بودن ضرایب متغیرهای مستقل در هر الگو، از آماره t استیودنت در سطح اطمینان ۰/۰۵ استفاده شده است. بدین منظور از نرم افزارهای EXCEL و EViews استفاده شده است. همچنین از آزمون دوربین واتسون نیز برای بررسی نبود مشکل خود همبستگی بین جملات پسماند استفاده گردید. نتایج تحقیق نشان داد گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر نقدشوندگی سهام تاثیرگذار است.

**واژه‌های کلیدی:** گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران؛ نقدشوندگی سهام؛ بورس اوراق بهادار تهران

## ۱- مقدمه

در دهه های اخیر پژوهشگران به اثرگذاری گرایش های احساسی سرمایه گذاران در تصمیم گیری های مالی اشاره دارند و اعتقاد دارند که سرمایه گذاران در اتخاذ تصمیم های مالی خود به مقوله ریسک و قیمت های آینده سهام و بازدهی آن ها به گونه ای کاملاً متفاوت از تئوری های مدرن نگاه می کنند و اعتقاد دارند که بسیاری از سرمایه گذاران به هنگام تصمیم گیری به مفاهیم و فرضیه های زیربنایی تئوری ها و مدل های انتخاب طرح ها و سبدهای سرمایه گذاری توجهی ندارند و گاهی آن ها را نمی شناسند. لذا تکیه بیش از حد بر تئوری ها و مدل های مدرن انتخاب و اداره سرمایه گذاری کار چندان صحیحی نیست و معقتند که: اولاً: بازار ناکارآمد است و یا حداقل از آن کارایی که تئوری ها بر آن بنا شده اند برخوردار نمی باشند. دوماً: رفتار سرمایه گذاران فردی در انتخاب سبدهای اوراق بهادار بسیار متفاوت از یکدیگرند. و سوماً: الزاماً بین ریسک و بازده یک رابطه خطی و با شیب مثبت وجود ندارد (اسلامی بیدگلی، غلامرضا، ۱۳۸۷). بنابر این با توجه به اینکه سرمایه گذاران در تصمیم گیری های سرمایه گذاری از عوامل رفتاری و گرایش های احساسی تاثیر می پذیرند ضروری به نظر می رسد که برخی عوامل رفتاری و احساسی موثر در تصمیم گیری های سرمایه گذاران را شناسایی کنیم. ماگ در سال ۱۹۹۸ ارائه کرد که نقدشوندگی سهام امکاناتی را برای شکل گیری اعتبار بیشتر و معاملات نقدینگی بیشتر را از طریق کاهش مداخلات فراهم می کند. همچنین نقدشوندگی سهام ارزش شرکت را افزایش می دهد ( فانگ و همکاران ، ۲۰۰۹) نقدشوندگی سهام از طریق بهبود تهدیدات سرمایه گذاران خارجی در مدیران نظم و انضباط ایجاد می کند زیرا پاداش مدیران با ارزش سهام رابطه تنگاتنگی دارد (ادمان ، ۲۰۰۹). در حقیقت آنچه که ما به دنبال آن هستیم، بررسی تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر نقدشوندگی بازار سهام است. به نظر می رسد پاسخ به این سوال می تواند برای سرمایه گذاران، سهامداران و مدیران موظف و غیرموظف و تلاش آنها در جهت جذب سرمایه گذاری بسیار موثر باشد.

## ۱- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

**چانگ و همکاران (۲۰۱۸)** در تحقیقی با عنوان بررسی گرایش احساسی سرمایه گذار بر نقدشوندگی بازار سهام به این نتیجه رسیدند که گرایش احساسی سرمایه گذار بر نقدشوندگی بازار سهام تاثیر مثبت و معناداری دارد. **بیکر و وارگلر<sup>۱</sup> (۲۰۱۷)** به بررسی رابطه بین گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر عکس العمل بازار سهام پرداختند. رویکرد روبه پایین مالی رفتاری بر اندازه گیری گرایش های احساسی انبوه و عواقب تاثیر آن بر بازده سهام تاکید دارد. طبق بررسی های انجام شده نتایج پژوهش حاکی از آن است که عکس العمل بازار سهام تحت تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران می باشد. بطور کلی عکس العمل بازار سهام غیر سودآور، سهام با نوسان بالا ، سهام شرکتهای رشد یافته، سهام شرکتهای با بحران مالی تحت تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران می باشد. **زانا<sup>۲</sup> (۲۰۱۳)** به بررسی رابطه بین گرایش های احساسی سرمایه گذاران و عکس العمل بازار سهام پرداخت. هدف از این پژوهش بررسی چگونگی تاثیرگذاری گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر عکس العمل بیش از اندازه یا کمتر از اندازه بازار سهام می باشد. طبق تحلیل های صورت گرفته نتایج پژوهش حاکی از آن است که خوشبینی یا بدبینی بازار بیش از حد بازار با توجه به گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر تصمیمات تجاری سرمایه گذاران تاثیرگذار است و در قیمت سهام و حجم معامله منعکس می شود. **هنگلبراک و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۳)** به بررسی واکنش بازار نسبت به گرایش های احساسی سرمایه گذاران می پردازد. هدف از این پژوهش بررسی و بازنگری مجدد تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذار بر قیمت سهام می باشد. همچنین در این پژوهش به تجزیه و تحلیل واکنش فوری قیمت به شاخص های گرایش های احساسی سرمایه گذار پرداخته شده است. طبق تحلیل های انجام شده نتایج پژوهش حاکی از آن است که واکنش فوری بازار نسبت به اخبار جریان های نقدی کمتر از حد می باشد و در این صورت گرایش های احساسی سرمایه گذار با از بین رفتن قیمت همراه است. **دارابی و فخاری (۱۳۹۶)** به بررسی ارتباط بین کیفیت حسابداری و گرایش های احساسی سرمایه گذاران با مدیریت سود طی بحران مالی

<sup>1</sup> Baker & Wurgler

<sup>2</sup> zana

<sup>3</sup> Hengelbrock et al

جهانی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج نشان داد بین گرایشهای احساسی سرمایه گذاران و مدیریت سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معناداری وجود دارد. بین ارتباط گرایشهای احساسی سرمایه گذاران و مدیریت سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران قبل و بعد از بحران مالی جهانی تفاوت معناداری وجود دارد. ستایش و شمس الدینی (۱۳۹۵) به بررسی رابطه‌ی بین گرایش احساسی سرمایه گذاران و قیمت سهام شرکتها پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که متغیرهای اثر مومنتوم و صرف ارزش سهام از دیدگاه نسبت سود به قیمت هر سهم (P/E)، دارای ارتباط مثبت معنادار و متغیر اثر زیان-گریزی دارای ارتباط منفی معناداری با قیمت سهام می‌باشند؛ اما بین سه متغیر اثر برگشت بلندمدت و اثر اندازه و صرف ارزش سهام از دیدگاه نسبت سود به خالص جریان-های نقدی هر سهم (P/CF) با قیمت سهام رابطه‌ی معناداری یافت نشد. علاوه‌براین، متغیر نرخ بازده دارایی-ها ارتباط مثبت و نرخ بازده فروش ارتباط منفی با قیمت سهام دارد. بین دو متغیر نسبت سرمایه در گردش به دارایی-ها و نرخ رشد دارایی‌ها با قیمت سهام، رابطه‌ی معناداری یافت نشد. حیدریور و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی تاثیر گرایشهای احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام پرداختند. نتایج این تحقیق حاکی از وجود رابطه مثبت و معنی دار گرایشهای احساسی سرمایه گذاران با بازده سهام شرکتهای دارای کمترین اندازه، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی می‌باشد. سینایی و صدفی (۱۳۸۹) به بررسی عکس العمل سرمایه گذاران به عملکرد مالی شرکتها پرداختند. نتایج به دست آمده حاکی از آن است که مدیران نهادهای سرمایه گذاری و سرمایه گذاران انفرادی در تصمیمات خود نسبت به چهار متغیر فروش، سود، جریان نقدی، بازده حساسیت توجه بیش از اندازه نشان می‌دهند و هم چنین در مورد سه متغیر اثرات حرکت سریع بازده آن‌ها به وسیله بازگشت بازده در بلندمدت اصلاح می‌شود؛ ولی برای متغیر جریان نقدی این گونه نیست.

#### ۱-۱-۳ روش شناسی تحقیق

این تحقیق از نظر روش تحقیق تجربی بوده و از نظر هدف، کاربردی و از نظر گردآوری داده‌ها، توصیفی-همبستگی تلقی می‌شود که در آن از اطلاعات واقعی در صورت‌های مالی شرکتها، برای جمع‌آوری اطلاعات و داده‌ها از روش کتابخانه‌ای استفاده می‌شود. در این بخش، جنبه‌های تئوریک موضوع و مطالعات کاربردی گذشته موردبررسی قرار گرفته است. همچنین بخشی از داده‌های موردنیاز با استفاده از نرم‌افزارها و بانک‌های اطلاعاتی موجود گردآوری می‌شود. و با توجه به اینکه داده‌های تحقیق از نوع داده‌های ترکیبی معمولی بوده برای تخمین مدل‌های اقتصادسنجی و تحلیل داده‌ها و آزمون‌ها از نرم‌افزار EVIEWS استفاده شده است. جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار از سال ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ می‌باشد و شرکت‌هایی که در نمونه منظور می‌شوند باید حائز شرایط زیر باشند :

#### ۲- جدول ۱- محدودیت‌های اعمال شده برای شرکت‌ها

|       |  |
|-------|--|
| ۵۲۰   | کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در تاریخ ۱۳۹۵/۱۲/۲۹                            |
| (۴۴)  | شرکت‌هایی که بعد از سال ۱۳۹۱ در بورس پذیرفته شده‌اند                             |
| (۱۲۴) | شرکت‌هایی که طی دوره تحقیق در حالت تعلیق بوده و یا از بورس خارج شده‌اند          |
| (۸۴)  | شرکت‌هایی که سال مالی آنها به ۲۹ اسفند ختم نمی‌شود و یا تغییر سال مالی داده‌اند  |
| (۱۸)  | شرکت‌های واسطه‌گری مالی (سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک‌ها)                 |
| (۵۸)  | شرکت‌هایی که در طول دوره موردنظر، سهام آن‌ها به طور فعال در بورس معامله نشده است |
| (۳)   | شرکت‌هایی که صورت‌های مالی سال ۱۳۹۵ خود را در زمان انجام این تحقیق ارائه ندادند  |
| (۸۲)  | شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها برای بدست آوردن برخی متغیرهای تحقیق کافی نبود         |
| ۱۰۷   | کل نمونه آماری قابل آزمون با در نظر گرفتن پیش‌فرض‌ها                             |

۱- شرکت‌های بیمه پس از اعمال پیش فرض‌های اول و دوم و سوم حذف شدند.

بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۰۷ شرکت از ۵۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه تحقیق انتخاب گردید.

### فرضیه تحقیق

گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر نقدشوندگی سهام شرکتها تاثیرگذار است.

### مدل تحقیق

$$LIQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 Sentiment_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Growth_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \varepsilon_{it}$$

### متغیرهای تحقیق

#### ۳- گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران (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 ارایه شده توسط پرساود (۱۹۹۶) بسط داده شده است. بنابراین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با استفاده از رابطه زیر قابل محاسبه می‌باشد:

$$EMSI_{pt} = \frac{\sum (R_{it} - \bar{R}_r)(R_{it} - \bar{R}_v)}{\left[ \sum (R_{it} - \bar{R}_r)^2 \sum (R_{it} - \bar{R}_v)^2 \right]^{1/2}} \times 100, -100 \leq EMSI \leq +100$$

که در آن:

Rit = رتبه بازده ماهانه سهام شرکت i در ماه t

Riv = رتبه نوسان پذیری تاریخی شرکت i در ماه t

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

Rr = میانگین رتبه بازده ماهانه سهام شرکت‌های پرتفوی

Rv = میانگین رتبه نوسان پذیری تاریخی سهام شرکت‌های پرتفوی

#### ۴- نقدشوندگی سهام (وابسته)

برای اندازه‌گیری نقدشوندگی سهام، مدلی را که ونکاتاش و چیانگ (۱۹۹۸) برای تعیین دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام طراحی کردند به کار می‌بریم. از این مدل در تحقیقات استل (۱۹۹۹)، مورس . آشمن (۲۰۰۶)، ریان (۲۰۰۲)، بون (۲۰۰۹) استفاده شده است. این مدل به شرح زیر است:

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

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 t در دوره i

BP (BID PRICE) = میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت t در دوره I

#### ۵- بازده دارایی‌ها (کنترلی)

نسبت سود قبل از کسر بهره و مالیات به کل دارایی‌ها

## ۶- اهرم مالی (کنترلی)

نسبت کل بدهی ها به کل دارایی های شرکتها

## ۷- رشد فروش (کنترلی)

تفاضل درآمد فروش سال جاری از سال قبل تقسیم بر سال قبل

## ۸- اندازه شرکت (کنترلی)

لگاریتم طبیعی دارایی های شرکت

۸-۱-۱-۴ یافته ها

۸-۱-۲ آمار توصیفی

جدول ۲: آماره توصیفی متغیرهای تحقیق

| نام متغیر     | اندازه شرکت | اهرم مالی  | رشد فروش      | بازده دارایی ها | گرایش احساسی سرمایه گذاران | نقدشوندگی سهام |
|---------------|-------------|------------|---------------|-----------------|----------------------------|----------------|
| علامت اختصاری | $Size_{it}$ | $Lev_{it}$ | $Growth_{it}$ | $ROA_{it}$      | $Sentiment_{it}$           | $LIQ_{it}$     |
| میانگین       | ۱۲/۶۲۳      | ۰/۶۲۴      | ۰/۲۲۶         | ۰/۴۳۵           | ۰/۰۳۳                      | ۰/۵۳۰          |
| میانه         | ۱۲/۴۹۴      | ۰/۶۹۱      | ۰/۲۱۱         | ۰/۴۲۲           | ۰/۰۲۷                      | ۰/۵۱۱          |
| حداکثر        | ۱۴/۹۵۴      | ۰/۹۵۵      | ۰/۷۰۳         | ۰/۸۰۴           | ۱/۱۸۲                      | ۰/۷۶۶          |
| حداقل         | ۱۰/۶۸۱      | ۰/۱۲۰      | -۰/۴۹۲        | -۰/۲۸۹          | -۱/۲۴۴                     | ۰/۱۸۱          |
| انحراف معیار  | ۱/۱۸۳       | ۰/۲۴۲      | ۰/۱۷۰         | ۰/۱۱۹           | ۰/۳۸۸                      | ۰/۰۴۲          |
| چولگی         | ۰/۲۱۴       | -۰/۶۴۰     | -۰/۳۰۷        | -۰/۸۰۸          | -۰/۰۸۱                     | ۲/۰۴۱          |
| کشیدگی        | ۲/۱۵۱       | ۲/۴۴۱      | ۴/۵۹۷         | ۵/۱۹۲           | ۷/۶۱۲                      | ۶/۴۱۹          |
| تعداد مشاهدات | ۵۳۵         |            |               |                 |                            |                |

در جدول فوق مقدار میانگین متغیر گرایش احساسی سرمایه گذاران ۰/۰۳۳، نقدشوندگی سهام ۰/۵۳۰، اندازه شرکت ۱۲/۶۲۳، اهرم مالی ۰/۶۲۴، رشد فروش ۰/۲۲۶ و بازده دارایی ها ۰/۴۳۵ می باشد که نشان می دهد بیشتر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند.

۸-۱-۳ آمار استنباطی

## آزمون F لیمر

جدول ۳- نتایج آزمون F لیمر

| آماره آزمون | درجه آزادی | سطح معنی داری | نتیجه آزمون |
|-------------|------------|---------------|-------------|
| ۵/۶۲۳۱۱۷    | (۱۰۶/۲۶)   | ۰/۰۰۱۶        | Panel       |

با توجه به اینکه P-value بدست آمده از آزمون F لیمر در فرضیه های پژوهش کوچکتر از ۵ درصد است، به منظور برآورد این مدل ها از مدل داده های پانل (Panel) استفاده خواهد شد. نتایج کامل این آزمون در پیوست در انتهای پایان نامه نشان داده شده است.

## آزمون هاسمن

## جدول ۴- آزمون هاسمن برای تعیین مدل اثرات ثابت یا تصادفی

| نوع آزمون | مقدار آماره آزمون | درجه آزادی | سطح معناداری | روش        |
|-----------|-------------------|------------|--------------|------------|
| هاسمن     | ۷/۴۵۱۶۲۳          | ۴۷         | ۰/۰۰۳۵       | اثرات ثابت |

\* سطح خطای ۵ درصد

با توجه به نتایج آزمون انجام شده (هاسمن) احتمال بدست آمده کمتر از ۵ درصد بوده و بنابراین باید در مدل رگرسیونی مربوطه از روش اثرات ثابت استفاده شود.

## ۹- بررسی ناهمسانی واریانس

## جدول ۵- نتایج آزمون ناهمسانی آرچ LM مدل تحقیق

| آزمون | شرح           | مقدار آماره | سطح معناداری |
|-------|---------------|-------------|--------------|
| آرچ   | F-statistic   | ۰/۵۱۲۱۴۷    | ۰/۰۸۱۵       |
|       | Obs*R-squared | ۴/۶۰۳۲۱۱    | ۰/۰۸۱۵       |

\* سطح خطای ۵ درصد

با توجه به جدول ۵- آماره F آزمون در سطح ۵ درصد معنادار نیست، بنابراین فرض همسانی واریانس تایید شده و ناهمسانی واریانس جملات اخلال رد می شود.

## آزمون رگرسیون فرضیه تحقیق

$H_0$  = گرایشات احساسی سرمایه گذاران بر نقدشوندگی سهام شرکتها تاثیرگذار نیست.

$H_1$  = گرایشات احساسی سرمایه گذاران بر نقدشوندگی سهام شرکتها تاثیرگذار است.

## جدول ۶- آزمون رگرسیون و معناداری مدل

| نام متغیر                    | ضرایب برآوردی | انحراف برآورد        | آماره t  | سطح معناداری |
|------------------------------|---------------|----------------------|----------|--------------|
| ثابت                         | ۰/۶۵۲         | ۰/۱۷۴                | ۳/۷۴۷    | ۰/۰۲۶۹       |
| گرایشات احساسی سرمایه گذاران | ۲/۰۶۲         | ۰/۴۳۲                | ۴/۷۷۳    | ۰/۰۱۱۵       |
| اندازه شرکت                  | ۰/۵۱۶         | ۰/۱۰۲                | ۴/۸۱۶    | ۰/۰۲۳۶       |
| رشد فروش                     | ۱/۸۱۷         | ۰/۲۲۳                | ۸/۱۴۷    | ۰/۰۰۰۳       |
| بازده دارایی ها              | ۰/۳۴۲         | ۰/۲۴۱                | ۱/۴۱۹    | ۰/۰۸۵۱       |
| اهرم مالی                    | ۰/۳۶۳         | ۰/۳۳۸                | ۱/۰۷۳    | ۰/۱۶۰۲       |
| دوربین - واتسون              | ضریب تعیین    | ضریب تعیین تعدیل شده | آماره F  | سطح معناداری |
| ۱/۹                          | ۰/۵۵          | ۰/۵۴                 | ۵۲/۳۰۱۹۸ | **۰/۰۰۰      |

\* سطح خطای ۵ درصد و \*\* سطح خطای ۱ درصد

با توجه به جدول ۶- آماره دوربین - واتسون برابر با ۱/۹ می باشد و این نشان می دهد به خطاها همبستگی وجود ندارد چرا که بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. ضریب تعیین تعدیل شده این آزمون برابر با ۰/۵۴ می باشد، که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی در مدل حاضر می توانند ۵۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته (نقدشوندگی سهام) را پیش بینی نمایند. به

دلیل معنادار بودن آماره F در سطح خطای ۱ درصد، می توان گفت که مدل تحقیق از لحاظ آماری معنادار و مناسب می باشد.

ضریب برآوردی متغیر گرایشات احساسی سرمایه گذاران بر نقدشوندگی سهام برابر با ۲/۰۶۲ می باشد که نشان می دهد بین متغیر گرایشات احساسی سرمایه گذاران و نقدشوندگی سهام رابطه مثبت و مستقیم وجود دارد، یعنی با افزایش گرایشات احساسی سرمایه گذاران، نقدشوندگی سهام افزایش می یابد. تاثیر متغیر رشد فروش و اندازه شرکت بر نقدشوندگی سهام مثبت است. متغیرهای بازده دارایی ها و اهرم مالی به دلیل بزرگتر بودن از سطح معناداری ۰,۰۵ بر نقدشوندگی سهام تاثیرگذار نیستند. بدلیل اینکه سطح معناداری آماره t متغیر مستقل تحقیق از سطح خطای ۵ درصد کوچک تر است، می توان با اطمینان ۹۵ درصد وجود تاثیر گرایشات احساسی سرمایه گذاران بر نقدشوندگی سهام شرکتها را تایید کرد.

#### ۹-۱-۵- نتیجه گیری و پیشنهادها

با توجه نتیجه آزمون فرضیه تحقیق "گرایشات احساسی سرمایه گذاران بر نقدشوندگی سهام شرکتها تاثیرگذار است." در این راستا؛ چانگ وهمکاران (۲۰۱۸) در تحقیقی با عنوان بررسی گرایش احساسی سرمایه گذار بر نقدشوندگی بازار سهام به این نتیجه رسیدند که گرایش احساسی سرمایه گذار بر نقدشوندگی بازار سهام تاثیر مثبت ومعناداری دارد. بیکر و وارگلر (۲۰۱۷) به بررسی رابطه بین گرایشات احساسی سرمایه گذاران بر عکس العمل بازار سهام پرداختند. رویکرد روبه پایین مالی رفتاری بر اندازه گیری گرایشات احساسی انبوه و عواقب تاثیر آن بر بازده سهام تاکید دارد. طبق بررسی های انجام شده نتایج پژوهش حاکی از آن است که عکس العمل بازار سهام تحت تاثیر گرایشات احساسی سرمایه گذاران می باشد. بطور کلی عکس العمل بازار سهام غیر سودآور، سهام با نوسان بالا، سهام شرکتیهای رشد یافته، سهام شرکتیهای با بحران مالی تحت تاثیر گرایشات احساسی سرمایه گذاران می باشد. زانا (۲۰۱۳) به بررسی رابطه بین گرایشات احساسی سرمایه گذاران و عکس العمل بازار سهام پرداخت. هدف از این پژوهش بررسی چگونگی تاثیرگذاری گرایشات احساسی سرمایه گذاران بر عکس العمل بیش از اندازه یا کمتر از اندازه بازار سهام می باشد. طبق تحلیلات صورت گرفته نتایج پژوهش حاکی از آن است که خوشبینی یا بدبینی بازار بیش از حد بازار با توجه به گرایشات احساسی سرمایه گذاران بر تصمیمات تجاری سرمایه گذاران تاثیرگذار است و در قیمت سهام و حجم معامله منعکس می شود. هنگلبراک و همکاران (۲۰۱۳) به بررسی واکنش بازار نسبت به گرایش احساسی سرمایه گذاران می پردازد. هدف از این پژوهش بررسی و بازنگری مجدد تاثیر گرایش احساسی سرمایه گذار بر قیمت سهام می باشد. همچنین در این پژوهش به تجزیه و تحلیل واکنش فوری قیمت به شاخص های گرایش احساسی سرمایه گذار پرداخته شده است. طبق تحلیلات انجام شده نتایج پژوهش حاکی از آن است که واکنش فوری بازار نسبت به اخبار جریان های نقدی کمتر از حد می باشد و در این صورت گرایش احساسی سرمایه گذار با از بین رفتن قیمت همراه است. بنابراین به افراد و گروه های ذینفع پیشنهاد می گردد به موضوع گرایشات رفتاری سرمایه گذاران توجه نمایند و زمانی که سرمایه گذاران نسبت به آینده شرکت خوش بین نباشند و به این نتیجه برسند که اهداف مالی شرکت قابل تحقق نمی باشد، این موضوع می تواند منجر به افزایش نقدشوندگی سهام گردد و به تبع آن می تواند منجر به سود در کوتاه و بلندمدت برای سرمایه گذاران و سهامداران گردد.

#### مراجع

۱. اسلامی بیدگلی، غلامرضا و شهریاری، سارا. (۱۳۸۶). بررسی و آزمون رفتار توده وار سرمایه گذاران با استفاده از انحرافات بازده سهام از بازده کل بازار در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابداری. دوره ۱۴. شماره ۴۹. صص ۲۵-۴۴
۲. شهرابی، فرزانه؛ تازی وردی، یداله و محرابی، مریم. (۱۳۸۶). بررسی تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام. نشریه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. دوره ۶. شماره ۱۷. صص ۱-۱۳

۳. رهگذر، داریوش؛ سعید، سعید و فلاح زاده ابرقویی، احمد. (۱۳۸۵). بررسی عکس العمل بیش از اندازه سرمایه گذاران به الگوهای عملکرد گذشته شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی. شماره ۵۴. صص ۴۷-۶۲

۴. جبارزاده، محمد و عسگری، کاظم. (۱۳۸۹). بررسی رابطه‌ی بین گرایش احساسی سرمایه گذاران و قیمت سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پیشرفت های حسابداری. دوره ۸. شماره ۱. صص ۱۰۳-۱۲۵

۵. سینایی، حسنعلی و صدفی رودسری، محمدعلی. (۱۳۸۹). بررسی عکس العمل سرمایه گذاران به عملکرد مالی شرکت ها. پژوهشنامه مدیریت اجرایی. دوره ۱۰. شماره ۱. صص ۵۳-۷۴

1. Beaument, R, Frigns, B, Lehnert, T & Muller, A. (2014). Investor sentiment, mutual fund flows and its impact on returns and volatility. <http://hdl.handle.net/2066/45619>
2. FRUGIER, A. (2016). Returns, volatility and investor sentiment: Evidence from European stock markets. *Markets. Research in International Business and Finance* <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.03.007>
3. Gerard, X. Guido, R. Koutsoyannis, C. (2014). The impact of investor sentiment on relationship between Cash Flow ,Accruals and stock returns. Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
4. Ho, J & Hung, C. (2012). Predicting stock market returns and volatility with investor sentiment: evidence from eight developed countries. Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
5. Kim, T, Ha, A, (2010), Investor sentiment and market anomalies , 23rd Australasian Finance and Banking conference 2010 paper, Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
6. Raphael, A, Kandel, S & Wohl, A. (2012). Measuring investor sentiment with mutual fund flows. *Journal of finance economics*. Vol 104, pp 363-382
7. Sayim, M, Morris, P & Rahman, H. (2013). The effect of US individual investor sentiment on industry-specific stock returns and volatility. *Review of behavioral finance*. Vol 15, pp 58-76
8. Schmeling, M. (2009). Investor sentiment and stock returns: some international evidence. *Journal of empirical finance*. Vol 16, pp 394-408
9. Uygur, U & Tas, O. (2014). The impacts of investor sentiment on returns and conditional volatility of international stock markets. *International journal of methodology*. Vol 48, pp 1165-1179