

بررسی رابطه بین نگرش سرمایه‌گذاران و نقد شوندگی بورس تهران با رشد اقتصادی در ایران

داود جعفری سرشت^۱ - مریم ستاره‌ئی^۲ - زهرا حسینی نیک‌روش^۳

چکیده

امروزه بازار سهام به عنوان یکی از ارکان مهم رشد اقتصادی کشورها به شمار می‌آید. لذا شناسایی تجزیه و تحلیل عوامل مختلف دخیل در این بازار به منظور ارتقای سطح کیفی و ایجاد جذابیت برای فعالان بازار در جهت افزایش سرمایه‌گذاری و به دنبال آن رشد اقتصادی از اهمیت بالایی برخوردار است. در سال‌های اخیر توجه محققان به سمت موضوع سرمایه‌گذار در بازار سهام معطوف شده است. جدا از تاثیر عوامل عمده اقتصادی بر بازار سهام، تغییر در نگرش سرمایه‌گذاران و افزایش میزان مشارکت آنها در بازار سهام (به جهت افزایش اطمینان و خوش‌بینی نسبت به این بازار) موجب تغییر در میزان عرضه و تقاضای سهام، تغییر در ترکیب سبد دارایی‌های مالی و حتی گاهی تشکیل صف‌های خرید و فروش خواهد شد.

در این مطالعه رابطه بین نگرش سرمایه‌گذاران و نقد شوندگی بازار سهام با رشد اقتصادی در ایران بررسی شده است. متغیر مربوط به نگرش سرمایه‌گذار، تغییرات سالانه حجم معاملات سهام و شاخص اندازه‌گیری نقدشوندگی بازار، نسبت گردش معاملات است. در این پژوهش از تغییرات نرخ ارز (برابری ریال به دلار) به عنوان متغیر کمکی استفاده شده است. در راستای رسیدن به هدف پژوهش، از دو روش حداقل مربعات معمولی (OLS) و خود توضیح برداری با وقفه‌های گسترده (ARDL) در بازه زمانی از سال ۱۳۷۵ تا ۱۳۹۴ استفاده شده است. نتایج تجربی حاصل از این بررسی وجود رابطه معنی‌دار بین تغییرات حجم معاملات سهام، تغییرات نقد شوندگی و تغییرات نرخ ارز با تغییرات رشد اقتصادی را نشان می‌دهد. در این پژوهش همچنین به بررسی وجود رابطه مثبت بین تغییرات رشد اقتصادی و نرخ ارز پرداخته شده است که نتایج حاصل این مطلب را مورد تأیید قرار می‌دهند.

واژگان کلیدی: نگرش سرمایه‌گذار، نقدشوندگی، بازار سهام، رشد اقتصادی، مالی رفتاری

طبقه‌بندی موضوعی: E44, G12

۱. استادیار گروه اقتصاد دانشگاه بوعلی سینا همدان، [djafariseresht@yahoo.com] - نویسنده مسئول

۲. دانشجوی کارشناسی ارشد اقتصاد دانشگاه بوعلی سینا همدان

۳. دانشجوی کارشناسی ارشد اقتصاد دانشگاه شهید بهشتی تهران

۱. مقدمه

در کشورهایی که بازار سرمایه یکی از منابع اصلی تامین مالی واحدهای تجاری آنها است، تحقیقات زیادی در زمینه نقدشوندگی انجام گرفته و در ایران نیز با رشد سریع بازار سرمایه، ضرورت چنین تحقیقاتی بیش از گذشته آشکار شده است. از طرفی کاهش رشد اقتصادی سالهای اخیر و کاهش نقدشوندگی در بازارهای جهانی، اهمیت پرداختن به نقدشوندگی بازار سهام را دو چندان می کند. در بازارهای سهام سرمایه گذاران برخوردار از دیدگاه خوش بیان به نسبت به آینده وضعیت سهام، در مقایسه با سرمایه گذاران با دید بدبینانه تاثیر به مراتب بیشتری بر روی نقدشوندگی سهام دارند زیرا قیمتی که آنها برای سهام در نظر می گیرند با گروه دیگر متفاوت است. به ویژه در افق زمانی کوتاه مدت و فروش های استقراسی و کل معاملات در تمامی بازارها، استراتژی انتخابی از سوی سرمایه گذاران بیشترین ارتباط را با نگرش آنان دارد و می تواند توجیه کننده کاهش یا افزایش نقدشوندگی یک سهم بیش از مقدار پیش بینی شده باشد.

این مطالعه اثر نقدشوندگی بازار سهام بر رشد اقتصادی ایران را مورد توجه قرار داده و به ارزیابی اهمیت نگرش ها و نظرات سرمایه گذاران و رابطه پویای آن با رشد اقتصادی می پردازد. علاوه بر این، شواهدی مبنی بر اینکه نقدشوندگی بازار سهام در بر گیرنده اطلاعاتی اضافی جهت برآورد وضعیت آتی اقتصاد است وجود دارد که البته این امر به پایداری نگرش مثبت عمده سرمایه گذاران و به ویژه اعتماد آنان به آینده اقتصاد بستگی دارد. افزون بر این، بررسی ها از وجود مدارکی مستدل که مویده فرضیه اثر مستقیم و قابل ملاحظه تغییر مثبت در احساسات و نظرات کلی سرمایه گذار بر برخی متغیرهای اقتصاد کلان شامل مصرف شخصی، اعتبار مصرف کننده و رشد اقتصادی است، حکایت دارد. در این مطالعه به ارزیابی رابطه پویا بین متغیرهای اقتصاد کلان و نقدشوندگی بازار سهام در ایران پرداخته شده و نگرش سرمایه گذاران به عنوان یک محرک بسیار مهم مدنظر قرار گرفته است. تحقیق حاضر مبتنی بر چارچوب نظری مطالعات گذشته بوده و دو رشته از تحقیقات را به هم مربوط می سازد. نظر به اینکه هدف این مطالعه، نمایش ارتباط رفتار بازار سهام و پیوندهای آن با چارچوب اقتصاد کلان است لذا یک رشته از تحقیقات مرتبط، تحقیقاتی هستند که به موضوع نقدشوندگی و ساختار خرد بازار پرداخته اند. دومین رشته از تحقیقات، تحقیقات اقتصاد رفتاری و به ویژه مطالعاتی هستند که با نگرش ها، احساسات و نظرات سرمایه گذاران در بازار سهام در ارتباطند. این تحقیق ضمن مطالعه روند تغییرات نقدشوندگی در بازار سهام ایران وجود رابطه معنادار بین "نگرش سرمایه گذار" (به عنوان یکی از متغیرهای حوزه مالی- رفتاری) با نقدشوندگی سهام را مورد بررسی قرار می دهد. در نهایت این

تحقیق به بررسی رابطه بین نگرش سرمایه‌گذاران و نقدشوندگی بازار سهام با رشد اقتصادی ایران می‌پردازد.

۲. مبانی نظری

در مورد رشد اقتصادی، مطالعه در زمینه اقتصاد توسعه ریشه تاریخی دارد و از آدام اسمیت شروع و به مارکس و کینز و اقتصاددانان معاصر می‌رسد، ولی توجه خاص به آن در سال‌های دهه ۱۹۴۰ و سال‌های بعد از جنگ جهانی زمانی که تعداد زیادی از کشورهای توسعه نیافته استقلال سیاسی پیدا کردند توجه بیشتری به این رشته در علم اقتصاد شد. این علاقه و توجه به شرایط اقتصادی توسعه نیافتگی کشورها به خصوص بعد از ظهور تنش‌ها و ناآرامی‌های پی در پی در کشورهای در حال توسعه شدت بیشتری گرفت. در ابتدا تصور بر این بود که رشد و توسعه همراه یکدیگرند و هر اقتصادی که رشد می‌یابد به احتمال قوی توسعه هم می‌یابد و بر عکس. رشد اقتصادی در مفهوم کلی خود عبارت است از: افزایش تولید ناخالص ملی به قیمت‌های ثابت و این معمولاً از طریق استفاده بیشتر از عوامل تولید به فرض آن که شرایط تکنیکی در اقتصاد ثابت باشد انجام می‌گیرد. در سال ۱۹۷۲ فریدمن از رشد به معنای گسترش سیستم در جهات مختلف بدون تغییر در زیربنای آن و از توسعه به عنوان یک روند خلاق و نوآوری در جهت ایجاد تغییرات زیربنایی در سیستم اجتماعی یاد می‌کند (مایکل تودارو، استیفن اسمیت، ترجمه وحید محمودی، ۱۳۹۱).

می‌توان اقتصاد یک کشور را به دو بخش واقعی و مالی تقسیم کرد که در بخش مالی به عنوان زیرمجموعه‌ای از نظام اقتصادی، وجوه، اعتبارات و سرمایه‌ها در چارچوب قوانین و مقررات مشخصی از طرف پس‌اندازکنندگان و صاحبان پول و سرمایه به طرف متقاضیان این وجوه جریان می‌یابد. بازارهای مالی نیز، بازارهایی هستند که در آنها دارایی‌های مالی همچون سهام، اوراق قرضه یا اوراق مشارکت مبادله می‌شوند. بازارهای مالی یکی از اساسی‌ترین بازارهای هر کشور است. شرایط بازارها به شدت بر بخش‌های واقعی اقتصاد تأثیر می‌گذارد و به شدت از سایر بخش‌ها تأثیر می‌پذیرد (صمدی، داورزاده، شیرانی فخر، ۱۳۸۶). بازارهای مالی با جذب پس‌اندازها و تخصیص منابع مالی و یا به عبارت دیگر، انتقال وجوه بین واحدهای اقتصادی و تسهیل داد و ستد و دسترسی به منابع مالی، تعیین قیمت سرمایه، انتشار اخبار و اطلاعات مالی و ممکن ساختن توزیع ریسک و مدیریت آن، به تخصیص بهینه منابع در اقتصاد کلان کشورها و سودآوری واحدهای اقتصادی کمک می‌کنند.

یکی از اجزای مهم بازارهای مالی، بورس اوراق بهادار است. بورس اوراق بهادار بازار متشکل و رسمی خرید و فروش سهام شرکت‌ها تحت ضوابط و قوانین خاص است. یکی از وظایف این بازار کمک به عادلانه نمودن قیمت اوراق بهادار و سرعت بخشیدن به معاملات است (داورزاده، ۱۳۸۶). بازار مالی از سویی مرکز جمع‌آوری پس‌اندازها و نقدینگی بخش خصوصی به منظور تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت است. از سویی دیگر مرجع رسمی و مطمئنی برای سرمایه‌گذاری دارندگان پس‌اندازهای راکد است.

موضوع پیش‌بینی قیمت سهام تقریباً پر مجادله‌ترین موضوع در علم مالی است که تحقیقات زیادی را به خود اختصاص داده است و سرمایه‌گذاران حرفه‌ای نیز ابزارهای زیادی برای این کار در دست دارند و از آن نیز منتفع می‌شوند. در سال‌های اخیر مجموعه‌ای از شواهد، موضوع ارزشیابی اوراق بهادار را در رویکرد نئوکلاسیک با چالش مواجه کرده است. در رویکرد نئوکلاسیک، اوراق بهادار به روش عقلایی ارزشیابی می‌شوند و قیمت بازاری بازگوکننده اطلاعات عمومی در مورد ورقه بهادار است. همچنین به علت وجود شرایط آربیتراژی، اختلاف بین قیمت بازار و ارزش ذاتی به سرعت از بین می‌رود. تئوری مطلوبیت مورد انتظار بیان می‌دارد که عامل اقتصادی جدا از زوایای شناختی با ریسک و عدم اطمینان مواجه می‌شود و در ضمن نگرش تأثیری بر تصمیم‌گیری وی ندارد. فرض بازار کارا، واکنش سریع و کامل سرمایه‌گذاران در مقابل اطلاعات منتشر شده است. در حالی که تحقیقات نشان داده اطلاعات منتشر شده به سرعت و به صورت کامل در قیمت‌ها منعکس نمی‌شود و در تمامی شرایط دیدگاه و نگرش سرمایه‌گذار بر عکس العمل وی تأثیر می‌گذارد. الزامات موقعیت و نگرش سرمایه‌گذار به تصمیم‌گیری عقلایی با هدف بیشینه کردن ثروت در آینده بستگی دارد. تحقیقات مختلفی که برای آزمون فرضیه بازارکارا تا به حال انجام شده، به نتایجی مغایر با مبانی این فرضیه رسیده‌اند. عوامل رفتاری نقش عمده‌ای در تصمیمات فردی دارند و می‌توانند تأثیراتی بر بازار مالی از خود به جای بگذارند (رومر و لئونشتاین، ۲۰۰۰). به عبارت دیگر دیدگاه انسان عقلایی در بازار اوراق بهادار و طراحی مدل‌ها و نظریه‌ها بر این اساس، چندان موفقیت‌آمیز نبوده است.

نگرش سرمایه‌گذاران عبارت است از انتظار آنان در مورد جریان‌های نقد و ریسک‌های آتی مرتبط با آن. سرمایه‌گذاران هرروز با انتخاب‌های بسیار زیادی روبرو هستند. نگرش‌ها مهم هستند چرا که آنچه را که سرمایه‌گذار فکر و احساس می‌کند را بیان می‌کنند. همچنین از نگرش‌ها برای توصیف و تشریح تمایلات مشتریان می‌توان استفاده کرد. بدین معنی که مدل‌های نگرشی در توصیف و تشریح

چگونگی انتخاب سرمایه‌گذاران به ما کمک می‌کند. جزء مرتبط با تفکر یک نگرش را شناخت^۱ می‌نامند و بخش احساسات و عواطف با احساس^۲ مرتبط است.

از نگرش تعاریف مختلفی بیان شده است لیکن منظور از نگرش به ارزیابی مستمر مفهوم یا شی‌ای همچون فرد مارک یا یک خدمت محدود می‌شود. یک نگرش یک احساس نیست. بلکه نگرشی رویکردی است که در طول زمان امتداد دارد. یک نگرش کلیتی است که ارزیابی سرمایه‌گذار از طیفی از موقعیت‌ها و شرایط را تلخیص می‌کند (صمدی، ۱۳۸۲).

گاهی سرمایه‌گذاران در بازار اوراق بهادار تحت تاثیر حرکات جمعی بازار، سهامی را خریداری می‌کنند که دیگران نیز آن را خریداری کرده‌اند، حتی اگر اطلاعات تخصصی آن‌ها در تضاد با این انتخاب باشد که به آن رفتار توده‌وار می‌گویند. رفتار توده‌وار^۳ به رفتار مجموعه‌ای از افراد گفته می‌شود که بدون هماهنگی با یکدیگر، رفتاری شبیه به هم انجام می‌دهند. در این شرایط نگرش سرمایه‌گذاران به آنها اجازه نمی‌دهد بر خلاف توده سرمایه‌گذاران حرکت کنند، چرا که تصور اینکه توده اشتباه کند، برای آنها ضعیف به نظر می‌رسد. اگر توده عایدی کسب کند اما فرد با زیان مواجه شود برای فرد افسوس زیادی به همراه خواهد داشت، حال آنکه اگر توده و فرد همگی با زیان مواجه شوند، افسوس زیادی برای سرمایه‌گذار به همراه نخواهد داشت که به آن تئوری افسوس می‌گویند. در بازارهای سرمایه، نگرش فرد نقش عمده‌ای در تصمیم‌گیری دارد. بسیاری از مطالعات اخیر در خصوص ارزش‌گذاری دارایی‌ها، تمرکز ویژه‌ای بر عکس‌العمل رفتاری سرمایه‌گذار داشته‌اند. در واقع تغییر نگرش سرمایه‌گذاران باید به عنوان یک عامل توضیح‌دهنده جدی و خوب برای تبیین حرکات کوتاه‌مدت قیمت دارایی‌ها در کنار سایر عوامل تحلیل‌بنیادی در نظر گرفته شود. وجود نگرش‌های خاص در بازار سهام منجر به شکل‌گیری تصمیمات خاص سرمایه‌گذار می‌گردد که بازار را گاه به بازار رو به بالا و گاه به بازار رو به پایین تبدیل می‌کند. البته این به معنای غیرعقلایی بودن تمامی تصمیمات نیست. به همین دلیل کارایی بازارها در زمان‌های مختلف متفاوت است.

بازار سهام بین عرضه‌کنندگان و تقاضاکنندگان سرمایه ارتباط برقرار می‌کند. هم چنین با قیمت‌گذاری سهام و اوراق بهادار تا حدودی از نوسان شدید قیمت‌ها جلوگیری می‌کنند. باتوجه به تعاریف فوق حجم کل معاملات سهام به عنوان مبنای اندازه‌گیری نگرش سرمایه‌گذار در این پژوهش

^۱- Cognition

^۲- Emotion

^۳- Herding Behavior

در نظر گرفته شده است. حجم معاملات عبارت است از تعداد معاملات خرید و فروش که در یک بازه زمانی مشخص انجام می‌شود. حجم معاملات می‌تواند بعنوان ابزار دیگری برای تشخیص آنچه در بازار اتفاق می‌افتد، و به ویژه بیان نگرش سرمایه‌گذار بکار رود.

نقدشوندگی هم در سطح اوراق بهادار انفرادی مانند یک سهم معین و هم در سطح کل بازار سهام قابل بررسی است. نقدشوندگی به عنوان توانایی خرید یا فروش مقدار دلخواه از اوراق بهادار به قیمت بازار و در یک دوره زمانی کوتاه‌مدت تعریف می‌شود. این ویژگی دارای ارزش است به طوری که در شرایط مساوی، اوراق بهادار با نقدشوندگی بالاتر در مقایسه با اوراق بهادار با نقدشوندگی پایین‌تر قیمت بیشتری خواهند داشت. از دیدگاه اثر قیمتی، نقدشوندگی توانایی بازار برای جذب حجم عظیم معاملات بدون ایجاد نوسانات شدید در قیمت تعریف می‌شود. علاوه بر این، ویژگی اصلی بازارهای نقدشونده، اندک بودن فاصله بین قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش است. به همین ترتیب عدم نقدشوندگی^۱، نمایانگر تأثیری است که روند سفارش بر روی قیمت می‌گذارد. نقدشوندگی را می‌توان به صورت احتمال انجام معامله با قیمتی معادل قیمت معامله قبلی تعریف نمود. نقدشوندگی یک معیار مهم بازار است. در چنین بازاری قیمت‌ها به کندی حرکت می‌کنند و فاصله بین قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش نزدیک به صفر است. به زعم بلک^۲ بازار نقدشونده بازاری است که از استحکام، عمق و انعطاف‌پذیری زیاد برخوردار باشد و به طور معمول قیمت‌های واقعی و منصفانه‌داری‌ها را نشان دهد.

نقدشوندگی برای بورس‌های اوراق بهادار ارزشمند است زیرا بورسی که اوراق بهادار معینی با نقدشوندگی بالاتر را نسبت به بورس‌های رقیب مورد معامله قرار می‌دهد با داشتن هزینه‌هایی معادل بورس‌های رقیب می‌تواند انتظار جذب حجم بیشتری از سفارشات را داشته باشد. نقدشوندگی سهام شرکت‌ها و مجموعه بازار سرمایه از ابعاد مختلف دارای اهمیت زیادی است که برخی از آنها را می‌توان در قالب موارد زیر بیان کرد:

✓ نقدشوندگی در رابطه با رشد و توسعه بازار به‌عنوان شاخص اصلی توسعه‌یافتگی بازار از اهمیت خاصی برخوردار است؛

✓ نقدشوندگی معیاری برای ارزیابی ریسک سرمایه‌گذاری می‌باشد؛

^۱ - Illiquidity

^۲ - Black

- ✓ نقدشوندگی از عوامل موثر بر هزینه سرمایه است؛
- ✓ نقدشوندگی عامل بهبود عملکرد شرکت‌ها و کل اقتصاد می‌باشد؛
- ✓ نقدشوندگی معیاری برای پیش‌بینی میزان سرمایه‌گذاری و توسعه اقتصادی در هر کشور به شمار می‌رود؛
- ✓ نقدشوندگی اوراق بهادار عامل مورد توجه در مدیریت سبد، به همراه ریسک و بازده می‌باشد؛
- ✓ تأثیر نقدشوندگی بازار بر بازده سهام بسیار حائز اهمیت است؛
- ✓ کاربرد نقدشوندگی در قیمت‌گذاری دارایی‌ها بسیار قابل ملاحظه است؛
- ✓ نقدشوندگی بازار در شکل‌گیری قیمت‌ها نقش محوری دارد؛
- ✓ نقدشوندگی بر کارآمدی ابزارهای پوشش ریسک موثر است؛
- ✓ نقدشوندگی عامل موفقیت عرضه‌های عمومی می‌باشد؛
- ✓ نقدشوندگی در ثبات سیستم‌های مالی از اهمیت ویژه برخوردار است؛
- ✓ تأثیر نقدشوندگی در نوآوری‌های توسعه‌ای بازار سرمایه غیر قابل انکار است؛
- ✓ کاربرد نقدشوندگی در اعمال حاکمیت شرکتی بسیار مهم است.

۳. پیشینه تحقیق

چوپین و دارات (Chopin & Darrat, 2000) از داده‌های آمریکایی به منظور اثبات رابطه علیت موجود بین نگرش مصرف‌کننده و شماری از متغیرهای کلیدی اقتصاد کلان بهره جستند، این محققان به این نتیجه دست یافتند که نگرش مصرف‌کننده حاوی اطلاعاتی اضافی برای پیش‌بینی درآمد قابل تصرف شخص، نرخ بهره و بازده بازار است اما یک پیش‌بینی‌کننده نامعتبر برای موضوعات سیاست پولی، تورم و خرده‌فروشی محسوب می‌گردد. چوپین و دارات این نکته را نیز مدنظر قرار دادند که استفاده از نگرش مصرف‌کننده برای تحقیق و پیش‌بینی ممکن است بطور یکسان در کل اقتصاد مثرتر نباشد.

باندوپادیا و جونز (Bandopadhyaya & Jones, 2006) بررسی‌های گسترده‌ای در بازار سهام انجام دادند و معیاری برای سنجش عکس‌العمل رفتاری بازار سهام معرفی نمودند که به شاخص عکس‌العمل رفتاری بازار سرمایه نام گرفت. این معیار به همراه شاخص تمایل به ریسک به‌طور ویژه همبستگی رتبه‌ای ریسک و رتبه‌ای بازده سهام را مطالعه و در نتیجه ارزشی را که بازار و سرمایه‌گذاران برای ریسک در نظر دارند را اندازه‌گیری می‌کند.

اندرسون بولر سلف، دایبولد و وگا (Andersen, Bollerslev, Diebold, & Vega, 2007) ضمن تحقیقات خود بیان می‌کنند که بازار سهام دربرگیرنده اطلاعات ارزشمندی در خصوص اقتصاد است. رابطه پویای بین نقدشوندگی بازار سهام و چرخه تجارت تحت تأثیر مثبت نگرش مصرف-کنندگان و نوسانات قیمت دلار کانادا در کشورهای استفاده‌کننده، نسبت به دلار آمریکا قرار دارد. علاوه بر این، با توجه به نوسانات دائمی نسبت دلار کانادا به دلار آمریکا بررسی‌ها نشان‌دهنده کنش میان نقدشوندگی بازار سهام و چرخه‌ای تجاری دوره‌ای می‌باشد. انتظار این است که هرگونه اثر مثبت اضافی نقدشوندگی بازار سهام بر چرخه تجاری، مشروط به دوره افزایش زیاد ارزش دلار آمریکا (اثر جریان نقدی) باشد و این رابطه اثر منفی پیش‌بینی شده‌ای بر رابطه بین نقدشوندگی و رشد در چرخه تجاری در طول مدت کاهش ارزش دلار آمریکا داشته باشد که از آن به اثر کاهش بها تعبیر می‌شود.

نائس، اسکترپ و اودگارد (Naes, Skjeltorp, & Odegaard, 2011) بدون در نظر گرفتن اندازه اقتصاد یا جزئیات مربوط به متغیرهای اقتصاد کلان کشور مورد نظر به بررسی اثر نقدشوندگی بازار سهام بر رشد اقتصادی پرداختند اما بحثی از چگونگی به کارگیری نتایج و تغییر آنها به هنگام ارزیابی بازارهای کشورهای با سرمایه و ساختار اقتصادی متفاوت به میان نیاوردند. با این حال، آنها در کار اصلی خود به ضرورت استفاده از داده‌های دوره زمانی بلندمدت جهت بررسی رابطه میان نقدشوندگی بازارهای سهام و رشد اقتصادی و بهره‌گیری از معیارهای مختلف نقدشوندگی پی بردند. سیمو (smimou, 2014) اثر نقدشوندگی بازار سهام بر رشد اقتصادی کشور کانادا را مورد توجه قرار داده و به ارزیابی تأثیر نگرش سرمایه‌گذاران بر رابطه پویای نقدشوندگی اقتصاد کلان پرداخته است. او با استفاده از معیارهای مختلف نقدشوندگی بازار و کنترل مجموعه خاصی از متغیرها نتایج ارزشمندی را به دست آورده است. در این تحقیق تأثیر پیش‌بینی افزایش نقدشوندگی بر رشد آتی اقتصاد تایید و مشخص گردیده که در طی دوره‌های نوسان بالای نرخ آزاد بین دلار کانادا و آمریکا، رشد اقتصاد به شدت تحت تأثیر نوسانات نقدشوندگی بازار سهام قرار می‌گیرد. علاوه بر این، شواهدی مبنی بر اینکه نقدشوندگی بازار سهام در برگیرنده اطلاعاتی اضافی جهت برآورد وضعیت آتی اقتصاد است وجود دارد که البته مشروط به دوره‌های نگرش مثبت بیشتر فعالان بازار و به ویژه اعتماد سرمایه‌گذاران به اقتصاد می‌باشد.

هاشم نیکو مرام و علی سعیدی (۱۳۷۸) به اندازه‌گیری عکس‌العمل رفتاری افراد در بازار سهام تهران پرداخته‌اند. آنان براساس نتایج مطالعات خود بیان می‌دارند که در کوتاه‌مدت نرخ بازدهی کل جاری با یک و دو روز قبل در ارتباط است ولی در بلندمدت می‌توان از وقفه‌های ۵ روزه در پیش‌بینی

استفاده نمود. همچنین شاخص رفتاری، قابلیت توضیح‌دهندگی نرخ بازده کل را داراست و در بلندمدت شاخص رفتاری تاریخی با وقفه ۲ روزه نیز این قابلیت را دارد. بنابر این، می‌توان چنین بیان کرد که در بازار سرمایه ایران، شاخص‌های رفتاری خیلی خوب جواب می‌دهند.

۴. روش شناسی پژوهش

این پژوهش مبتنی بر یک روش تحلیلی-توصیفی و در سطح کلان می‌باشد که علاوه بر تصویرسازی آنچه هست، به تشریح و تبیین دلایل چگونه بودن و چرایی وضعیت مسئله تحقیق می‌پردازد. تحقیق حاضر از نظر روش جزء تحقیقات همبستگی، به لحاظ هدف، از نوع کاربردی و به لحاظ نوع بررسی، تحقیقی پس‌رویدادی به شمار می‌رود و بر اساس داده‌های مالی تاریخی به بررسی و آزمون فرضیات می‌پردازد.

قلمرو مکانی پژوهش بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی آن یک دوره ۲۰ ساله از ابتدای ۱۳۷۵ تا پایان سال ۱۳۹۴ می‌باشد.

در این تحقیق ابتدا با استفاده از روش کتابخانه‌ای مبانی نظری مرتبط با موضوع از منابع داخلی و خارجی استخراج و گزارش شده است. سپس داده‌ها و اطلاعات میدانی مورد نیاز، از طریق مراجعه به بانک‌های اطلاعاتی شرکت و سازمان بورس و نیز با استفاده از اطلاعات و گزارش‌های منتشره توسط نهادها و سایت‌های ذی‌ربط از جمله بانک مرکزی و مرکز آمار ایران جمع‌آوری، بررسی و تجزیه و تحلیل شده است.

متغیرهای مستقل تحقیق شامل نگرش سرمایه‌گذار و نقدشوندگی بازار سهام و متغیر وابسته رشد اقتصادی ایران بوده و نرخ ارز به عنوان متغیر کنترلی وارد مدل شده است. مبنای اندازه‌گیری نگرش سرمایه‌گذار حجم معاملات سهام و معیار اندازه‌گیری نقدشوندگی نسبت گردش معاملات بوده است.

۴-۱- فرضیه‌های پژوهش

فرضیاتی که در این تحقیق در راستای مدل مورد بررسی به دنبال آزمون آنها هستیم عبارتند از:

۱. بین نوع نگرش سرمایه‌گذار در بازار سهام و رشد اقتصادی در ایران رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

۲. بین میزان نقدشوندگی بازار سهام و رشد اقتصادی در ایران رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

۲-۴ بررسی مانایی متغیرها

در اقتصادسنجی مهم‌ترین بحثی که وجود دارد، بررسی روش‌هایی است که از عدم کاذب بودن رگرسیون‌های برآوردی اطمینان حاصل شود. مانایی متغیرها یکی از مباحث عمده اقتصادسنجی است. عدم کاذب بودن رگرسیون‌های برآوردی را به روش‌های متفاوتی مورد بررسی قرار می‌دهند. عمدتاً نامانایی متغیرها یا به عبارتی تصادفی بودن سری زمانی متغیرها منجر به کاذب شدن رگرسیون برآوردی می‌شود. برای آزمون مانایی متغیرها براساس آزمون ریشه واحد دیکی‌فولر، فرضیه صفر مبنی بر وجود ریشه واحد در متغیرها می‌باشد.

H_0 : (وجود ریشه واحد)

H_1 : (عدم وجود ریشه واحد)

جدول (۱): نتایج بررسی مانایی متغیرها با استفاده از آزمون دیکی-فولر تعمیم یافته

متغیر	فرآیند آزمون	فولر آماره دیکی- تعمیم یافته	مقادیر بحرانی در سطوح اطمینان مختلف	وضعیت مانایی
			۱ درصد	
رشد اقتصادی (GDP)	مبدأ و بدون روند باعرض از	-3.9419508	-3.831511	مانا
	بدون عرض از مبدأ و روند	-4.738765	-4.571559	مانا
	با عرض از مبدأ و روند	-2.8588575	-2.708094	مانا
حجم معاملات STسهم	با عرض از مبدأ و بدون روند	-4.074308	-3.831511	مانا
	بدون عرض از مبدأ و روند	-4.964041	-4.532598	مانا
	با عرض از مبدأ و روند	-3.774582	-2.692358	مانا
نقد شوندگی LIQ	با عرض از مبدأ و بدون روند	-8.857787	-3.831511	مانا
	بدون عرض از مبدأ و روند	-8.483148	-4.532598	مانا
	با عرض از مبدأ و روند	-8.968204	-2.692358	مانا

بازده نرخ ارز ER	با عرض از مبدأ و بدون روند	-4.054017	-3.886751	مانا
	بدون عرض از مبدأ و روند	-4.788952	-4.616209	مانا
	با عرض از مبدأ و روند	-3.0296530	-2.708094	مانا

مطابق نتایج آزمون دیکی فولر، وجود ریشه واحد برای تمامی متغیرهای فرضیه مقابل مبنی بر عدم وجود ریشه واحد پذیرفته شده و مانایی متغیرها مورد تأیید قرار می‌گیرد. از میان مجموعه متغیرهای مدل داده‌های مربوط به متغیرهایی در سطح مانا بودند و داده‌های سایر متغیرها با تفاضل مرتبه اول مانا شدند.

۴-۳ برآورد مدل

در این بخش ابتدا مدل‌های مورد نظر به روش حداقل مربعات معمولی (OLS) برآورد گردیده، سپس به بررسی فروض کلاسیک در مورد نتایج تخمین پرداخته می‌شود. براساس نتایج آزمون مانایی، متغیرها همگی انباشته از مرتبه یک یعنی $I(0)$ هستند، لذا می‌توان از روش ARDL جهت بررسی وجود رابطه کوتاه‌مدت و بلندمدت میان متغیرها بهره گرفت.

۴-۳-۱ بررسی رابطه‌ی بین متغیرهای تحقیق با به کارگیری مدل OLS

نتایج حاصل از برآورد مدل OLS که در آن رشد اقتصادی به عنوان متغیر وابسته و نگرش سرمایه‌گذار و نقدشوندگی بازار سهام به عنوان متغیری‌های مستقل، در جدول شماره ۲ نشان داده شده است.

جدول (۲): نتایج حاصل از برآورد (مدل) به روش OLS

Variable	Coefficient	Std. Error	t-statistic	Prob> F
معاملات سهام	0.563232	0.248325	2.268120	0.0336
نقدشوندگی	0.776538	0.229964	3.376784	0.0036
بازده نرخ ارز	1.556917	0.203292	7.658511	0.000
عرض از مبدأ	-6.479172	3.189998	-2.031090	0.0852
DW=1.497136	$=0.827428R^2$	$AdjR^2 = 0.8191515$	F-statistic= 72.41719	P (F-statistic) =0.000000

تحلیل یافته‌ها در مدل

همان‌طور که جدول شماره ۲ نشان می‌دهد، متغیرهای حجم معاملات سهام، نقد شوندگی و بازده نرخ ارز با اطمینان ۹۵ درصد معنادار می‌باشند. آماره ضریب تعیین ($R^2 = 0.827428$) در مدل بیان می‌کند که در حدود ۸۰ درصد از رشد اقتصادی (متغیر وابسته) توسط متغیرهای وارد شده در مدل، توضیح داده می‌شود.

آماره F نیز معناداری کل مدل رگرسیونی را تأیید می‌کند. همان‌طور که نتایج نشان می‌دهد، آزمون‌های تشخیص صحت الگو که در آن آماره‌های ضریب لاگرانژ به ترتیب همبستگی سریالی^۱، فرم تبعی^۲، نرمال بودن^۳ جملات پسماند و واریانس ناهمسانی را مورد آزمون قرار می‌دهند، همگی صحت الگو را مورد تأیید قرار می‌دهند.

- نتایج حاصل از تخمین مدل، بیانگر رابطه مثبت میان تغییرات معاملات سهام (به عنوان نگرش سرمایه‌گذار) و رشد اقتصادی می‌باشد. از آنجا که افزایش معاملات سهام نشان دهنده اعتماد به بازار سهام است، این نتیجه می‌تواند بیانگر این باشد که افزایش معاملات سهام اعتماد به سرمایه‌گذاری را بالا برده و به تبع آن میزان رشد اقتصادی بیشتر می‌شود.

- ارتباط مثبت و معنی‌دار میان تغییرات نقدشوندگی و رشد اقتصادی بیانگر این است که با افزایش میزان نقدشوندگی بازار سهام تمایل سرمایه‌گذار برای حضور در بازار سهام افزایش می‌یابد. این نتیجه کاملاً منطقی است، چرا که نقدشوندگی موجب افزایش حجم معاملات، کاهش هزینه معاملات و شفافیت بازار می‌شود و در نهایت در بازارهای نقدشونده نسبت‌های ارزش بازار به تولید ناخالص داخلی و نسبت تشکیل سرمایه به تولید ناخالص داخلی و در نتیجه رشد اقتصادی افزایش می‌یابد. کم بودن اثر این متغیر بر رشد اقتصادی می‌تواند حاکی از این موضوع باشد که در ایران شیوه تامین مالی بیشتر مبتنی بر نظام بانکی بوده و بازار سرمایه سهم ناچیزی در تامین مالی و به تبع آن رشد اقتصادی دارد.

- یکی از نتایج مهم و قابل توجه حاصل شده در این مدل، وجود رابطه مثبت و معنادار بین تغییرات بازده نرخ ارز و رشد اقتصادی است. با افزایش نرخ ارز و تضعیف پول داخلی، ارزش پول

^۱- Serial Correlation

^۲- Punctional Form

^۳- Normality

بررسی رابطه بین نگرش سرمایه‌گذاران و نقد شوندگی بورس تهران با رشد اقتصادی در ایران == ۶۱

داخلی و تمایل به نگهداری پول به صورت نقد کاهش می‌یابد؛ در نتیجه میزان سرمایه‌گذاری و به دنبال آن رشد اقتصادی افزایش می‌یابد.

۲-۳-۴ برآورد مدل به روش ARDL

همان‌گونه که قبلاً اشاره شد جهت بررسی وجود رابطه کوتاه‌مدت و بلندمدت در مدل‌ها به طور معمول از روش ARDL استفاده می‌شود. ماکزیمم وقفه در این الگو برای داده‌های سالانه معادل ۲ در نظر گرفته شده است. در این مدل مرتبه وقفه‌های هر متغیر بر حسب معیار شوارتز-بیزین^۱ به صورت (۱، ۲، ۱) شناسایی شده است. نتایج تخمین این مدل در جدول ۳ بر اساس مدل پویای کوتاه‌مدت ارائه شده است.

جدول (۳): نتایج حاصل از برآورد کوتاه‌مدت مدل به روش ARDL

Variable	Coefficient	Std. Error	t-statistic	Prob> F
LGDP(-1)	0.71589	0.057690	13.2759	0.000
LST	0.099871.	0.046562	2.1449	0.61
LST(-1)	0.12213	0.055800	2.1887	0.056
LST(-2)	-.11928	.047601	-2.5059	.034
LLIQ	.10625	.044705	2.3767	0.041
LLIQ(-1)	.17448	.044928	3.8835	0.004
LLIQ(-2)	.060467	.041658	1.4515	.181

LER	-.27730	.13815	-2.0072	.076
LER(-1)	.50869	.13075	3.8905	.004
C	.82836	.79235	1.0455	.323

^۱ Schvars-Bayesian

D.W= 2.0975	$R^2 = .76926$	$AdjR^2$ = .758816	F- statistic=1351.9	P(F-statistic) = 0.000000
Test statistics	Serial Correlation	Functional Form	Normality	Heteroscedasticity
LM Version	7.0478 [.008]	2.8014[.094]	1.4135[.093]	.076834[.058]
F Version	4.7183[.062]	1.3835[.073]	Not applicable	.069025[.076]

همان‌طور که نتایج نشان می‌دهد، آزمون‌های تشخیص صحت الگو، همگی صحت الگو را مورد تأیید قرار می‌دهند. ضریب تعیین ($R^2 = .76926$) در حدود ۷۷ درصد از رابطه بین متغیرهای وابسته و مستقل را توضیح می‌دهد. هم‌چنین آماره دوربین واتسون ($D.W = 2.0975$) عدم وجود همبستگی میان متغیرهای مدل را نشان می‌دهد. آماره F ($F = 1351.9$) معناداری کل رگرسیون را تأیید می‌کند.

- نتایج آزمون نشان می‌دهد که معاملات سهام با دو وقفه توانسته اثر معناداری روی رشد اقتصادی داشته باشد.

- تغییر در نقدشوندگی اثر معناداری بر رشد اقتصادی دارد. به عبارتی تغییرات نقد شوندگی یک مؤلفه تأثیرگذار بر رشد اقتصادی است.

- تغییرات بازده نرخ ارز با یک وقفه اثر مثبت و معناداری روی رشد اقتصادی داشته است.

بر اساس نتایج به دست آمده، تمامی متغیرهای مطرح شده از عوامل اقتصادی مهم و موثر بر رشد اقتصادی کوتاه‌مدت به شمار می‌روند. با توجه به آماره t که توسط بنرجی، دولادو و مستر (Banerjee & Dolado & Mestre, 1992) مطرح شد، وجود رابطه بلندمدت برای آزمون تأیید می‌شود. فروض آزمون هم‌جمعی بین متغیرهای الگو به صورت زیر است:

$$H_0 = \sum_{i=1}^p \alpha_i - 1 \geq 0$$

$$H_1 = \sum_{i=1}^p \alpha_i - 1 < 0$$

فرضیه صفر بیانگر رابطه بلندمدت است، چون شرط آن که رابطه پویای کوتاه‌مدت به سمت تعادل

بررسی رابطه بین نگرش سرمایه‌گذاران و نقد شوندگی بورس تهران با رشد اقتصادی در ایران = ۶۳

بلندمدت گرایش یابد آن است که مجموع ضرایب کمتر از یک باشد. کمیت آماره t آزمون فوق به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$t = \frac{\sum_{i=1}^p \alpha_i - 1}{\sum_{i=1}^p s_{\hat{\alpha}_i}} = \frac{\alpha_1 - 1}{s_{\hat{\alpha}_1}} = \frac{.71589 - 1}{.057690} =$$

-4.924770

مقدار بحرانی نرجی، دولادو و مستر برای سطح اطمینان ۹۹ درصد برابر ۴/۷۸۱- است. بنابراین از آن‌جا که قدر مطلق ضرایب برآورد شده مدل از ۴/۷۸۱ بیشتر است، رابطه همگرایی در مدل تأیید می‌شود. لذا رابطه بلندمدت و الگوی تصحیح خطا برای مدل به شرح جداول ۴ و ۵ می‌باشد.

جدول (۴): نتایج حاصل از برآورد بلندمدت تابع رشد اقتصادی به روش ARDL

Variable	Coefficient	Std. Error	t-statistic	Prob > F
معاملات سهام	.43873	.26208	1.6740	.028
نقدشوندگی	1.4574	.17660	8.2528	.000
بازده نرخ ارز	.98838	.22309	4.4304	.002
عرض از مبداء	3.5383	3.7761	.93703	.373

- همان‌گونه که در جدول مشاهده می‌شود، بر اساس معادله بلندمدت تمامی متغیرهای مدل از لحاظ آماری اثر معناداری روی رشد اقتصادی دارند.

- متغیر تغییرات معاملات سهام، نقدشوندگی و بازده نرخ ارز در بلندمدت اثر مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی دارد.

- اثر تغییرات معاملات سهام در بلند مدت بیشتر از اثر کوتاه‌مدت آن است. در کشور ما با گذشت زمان تعداد شرکت‌های پذیرفته‌شده، تعداد و تنوع سهام در بازار، تعداد دفعات معامله، تعداد سهامداران فعال و ... به طور قابل ملاحظه‌ای افزایش یافته است و این خود سبب افزایش میزان

معاملات شده است. همچنین با توجه به برنامه‌های موجود برای پذیرش شرکت‌های جدید افزایش معاملات سهام، در بلندمدت امر بدیهی است.

- اثر تغییرات نقدشوندگی نیز در بلندمدت بیشتر از اثر کوتاه‌مدت آن است. متنوع‌تر شدن شرکت‌ها، سهام و صنایع برنامه‌های موجود برای پذیرش شرکت‌های جدید در بورس از دلایل مهم افزایش نقدشوندگی بلندمدت در بازار سهام است.

- اثر تغییرات نرخ ارز در بلندمدت بیشتر از اثر آن در کوتاه‌مدت است و این دور از انتظار نیست زیرا در بلندمدت با افزایش میزان تغییرات ارز تمایل به سرمایه‌گذاری بیشتر می‌شود. با توجه به کاهش ارزش پول ملی تمایل به نگهداری سرمایه به صورت نقد کاهش و با بالا رفتن میزان سرمایه‌گذاری، رشد اقتصادی نیز افزایش می‌یابد.

جدول (۵): نتایج حاصل از برآورد الگوی تصحیح خطای

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob > F
dLST	.099871	.046562	2.1449	.053
dLST1	.11928	.047601	2.5059	.028
dLLIQ	.10625	.044705	2.3767	.035
dLLIQ1	-.060467	.041658	-1.4515	.172
dLER	-.27730	.13815	-2.0072	.068
dc	.82836	.79235	1.0455	.316
Ecm (-1)	-.23411	.05690	- 4.0581	.002
D.W= 2.0975	$= .72979R^2$	$=.71663AdjR^2$	F-statistic =7.3128	P(F-statistic) =.002

با توجه به جدول شماره ۵ ملاحظه می‌شود که ضریب جمله خطا، منفی و معادل ۰.۲۳- است. از نظر آماری معنادار بودن ضریب Ecm به این معنی است که رشد اقتصادی در کوتاه‌مدت نیز به‌وسیله متغیرهای به‌کار رفته در مدل تعیین می‌شود و در نتیجه درون‌زا است. لذا می‌توان نتیجه گرفت که بر اساس جمله تصحیح خطا در هر دوره حدود ۰.۲۳ از عدم تعادل کوتاه‌مدت برای رسیدن به تعادل

بررسی رابطه بین نگرش سرمایه‌گذاران و نقد شوندگی بورس تهران با رشد اقتصادی در ایران = ۶۵

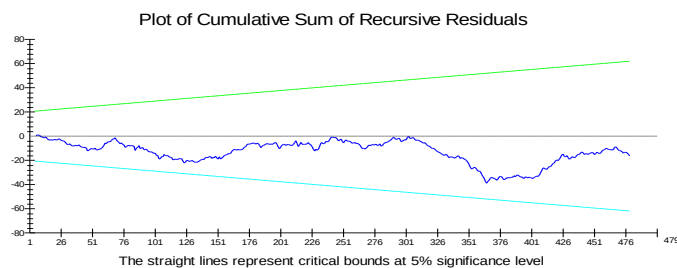
بلندمدت تعدیل می‌شود. به عبارت دیگر، این ضریب نشان می‌دهد که هر عدم تعادل ایجاد شده در رابطه بلندمدت با سرعت ۲۳ درصد توسط تغییر در متغیر وابسته تعدیل می‌شود.

۴-۴ آزمون‌های ثبات و تشخیص در مدل

آزمون‌های تشخیص، برای مشخص کردن ثبات مدل و تعیین ثبات ساختاری مورد استفاده قرار می‌گیرند. برای انجام این آزمون‌ها از نمودارهای مربوط به مجموع تجمعی پسماندهای برگشتی استاندارد شده (CUSUM) و مجموع تجمعی مربع پسماندهای برگشتی استاندارد شده (CUSUMQ) استفاده شده است.

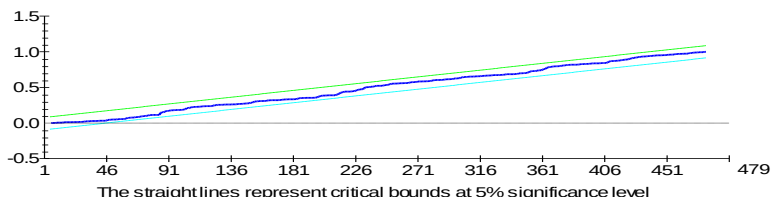
نتایج این آزمون‌ها در نمودارهای زیر نشان داده شده است. با توجه به این که این نمودارها در محدوده اطمینان قرار دارند و باندها طرفین را قطع نکرده‌اند، نتیجه می‌گیریم که پارامترهای برآورد شده برای رشد اقتصادی از ثبات لازم برخوردارند و مدل به درستی تبیین شده است.

نمودار (۱): مجموع تجمعی پسماندهای برگشتی استاندارد شده (CUSUM)



نمودار (۲): مجموع تجمعی مربع پسماندهای برگشتی استاندارد شده (CUSUMQ)

Plot of Cumulative Sum of Squares of Recursive Residuals



۴- ۵ نتیجه گیری

پس از برآورد معادلات رگرسیونی، نتایج به دست آمده به روش OLS نشان داد تغییرات نگرش سرمایه گذار رابطه مستقیم و معناداری با رشد اقتصادی دارد. نتایج به دست آمده به روش ARDL نیز همین نتیجه را برای دوره های زمانی کوتاه مدت و بلندمدت در پی دارد. لذا فرضیه اول تحقیق مورد تأیید قرار گرفته است. نتایج به هر دو روش انجام گرفته نشان می دهد که تغییرات نقدشوندگی اثر مثبت و معناداری با رشد اقتصادی دارد. لذا فرضیه دوم تحقیق نیز مورد تأیید قرار می گیرد.

به طور کلی نتایج تحقیقات گوناگون رابطه ی معنادار بین تغییرات رشد اقتصادی و عوامل موثر بر بازارهای مالی را مورد تأیید قرار داده است و نشان می دهد که دید مثبت سرمایه گذاران به بازار سهام و حضور پررنگ تر آنان در این بازار از یک طرف و افزایش نقدشوندگی بازار سهام از طرف دیگر، می تواند موتور محرک رشد اقتصادی کشورها باشد.

وجود رابطه نزدیک میان نگرش سرمایه گذار، نقد شوندگی بازار و رشد اقتصادی و تاثیرپذیری هر یک از آنها از دیگری سبب می شود تا سرمایه گذاران و معامله گران در بازار سهام حساسیت خاصی نسبت به تغییرات این عوامل داشته باشند. نتایج پژوهش نشان دهنده اثر مثبت و معنادار افزایش حجم معاملات سهام (نگرش سرمایه گذار) و نقدشوندگی بر رشد اقتصادی است. رشد اقتصادی می تواند متأثر از تحولات بازارهای مالی باشد. در حقیقت اگر رشد اقتصادی و عوامل موثر بر آن به درستی شناسایی و اندازه گیری شود، می توان از طریق ایجاد زمینه های تحول و توسعه در بخش هایی مانند بازارهای مالی حرکت روبه جلو و پیشرفت اقتصادی کشور را بهتر فراهم کرد.

به طور کلی مطالعات نظری و تجربی مؤید ارتباط میان توسعه مالی و رشد اقتصادی است. این ارتباط با توجه به شرایط اقتصادی و بازارهای مالی و تنوع ابزارهای مالی در برخی کشورها دو طرفه و در بعضی دیگر یک طرفه مستقیم یا معکوس است. گرچه فعالیت بخش مالی در ایران طی دوره

بررسی رابطه بین نگرش سرمایه‌گذاران و نقد شوندگی بورس تهران با رشد اقتصادی در ایران == ۶۷

مورد بررسی از نظراندازه و فعالیت گسترش پیدا کرده و اهمیت آن در اقتصاد بیشتر شده، ولی کماکان کم عمق بودن و عدم پیچیدگی این بازار کاملاً محسوس است.

منابع و مآخذ

۱. امیری حسینی، معصومه، ۱۳۹۲، پایان نامه کارشناسی ارشد، "بررسی رابطه بازارهای ارز و طلا با شاخص احساس سرمایه‌گذار در بورس اوراق بهادار تهران"، دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی، گروه اقتصاد، دانشگاه بوعلی سینا همدان.
۲. اندرز، والتر، ۲۰۰۴، "اقتصادسنجی سربهای زمانی با رویکرد کاربردی"، ترجمه صادقی، مهدی و شوالپور، سعید، ۱۳۸۶، انتشارات دانشگاه امام صادق، تهران.
۳. باد آور نهندي، یونس و ملکی نژاد، آمنه، ۱۳۸۹، "بررسی نقد شوندگی سهام در زمان انتشار گزارش‌های مالی در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله دانش حسابداری، سال اول، شماره ۳، صص ۹۹-۱۱۵.
۴. برجی دولت آبادی، ابراهیم، ۱۳۷۸، "رفتار مالی؛ پارادایم حاکم بر بازارهای مالی". ماهنامه تدبیر، شماره ۱۹۱.
۵. برز، جن و آر.لات، جان، ۱۳۹۱، "اثر اخبار اقتصاد کلان بر روی بازدهی سهام: شواهدی جدید با پوشش روزنامه ای" ترجمه نجار فیروز جایی، محمد و مهر علی تبار، هدایت، مجله اقتصادی - ماهنامه بررسی مسائل و سیاست‌های اقتصادی، شماره ۲، صص ۸۲-۶۵.
۶. بولو، قاسم، ۱۳۸۸، پایان نامه کارشناسی ارشد، "بررسی ارتباط بین نسبت قیمت به سود هر سهم و حجم معاملات و بازده سهام عادی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران"، دانشکده علوم انسانی، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد واحد همدان.
۷. پاک مرام، عسگر و یزدانی، مریم، ۱۳۹۰، "مقایسه بازار فارکس با بازار سهام، مجله اقتصادی، ماهنامه مسایل و سیاست‌های اقتصادی"، شماره ۹ و ۱۰.
۸. تشکینی، احمد، ۱۳۸۴، "اقتصاد سنجی کاربردی به کمک Microfit"، موسسه فرهنگی هنری دیباگران تهران، چاپ اول.
۹. تودارو، مایکل و اسمیت، استیفن، ۲۰۱۲، "توسعه اقتصادی"، ترجمه محمودی، وحید، ۱۳۹۱، انتشارات نگاه دانش.
۱۰. نیکو مرام، هاشم و سعیدی، علی، ۱۳۸۷، "اندازه‌گیری واکنش رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سهام"، دو فصلنامه جستارهای اقتصادی، شماره ۹.
۱۱. جهانخانی، علی و پارسائیان، علی، ۱۳۷۵، "بورس اوراق بهادار تهران"، چاپ دوم، انتشارات دانشگاه تهران.

۱۲. حسینی، سید علی و کرمی، غلام رضا و شفیع پور، سید مجتبی، ۱۳۸۹، "بررسی ارتباط عملکرد شرکت‌ها و نقد شوندگی بازار سهام"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۱.
۱۳. خلیفه‌سلطانی، سید احمد و بهرامی، ماندانا، ۱۳۹۱، "پژوهش‌های تجربی حسابداری"، سال اول، شماره ۴، صص ۳۵-۵۳.
۱۴. خواجوی، شکراله و قاسمی، میثم، ۱۳۸۴، فرضیه بازار کارا و مالی رفتاری، فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۲۰، صص ۴۹-۶۹.

۱۵. صمدی، منصور، ۱۳۸۲، "رفتار مصرف‌کننده"، چاپ دوم، انتشارات آییژ.

16. Acharya, V, & Pedersen, L. (2005). Asset Pricing with Liquidity Risk. *Journal of Financial Economics*, 77(2), 375-410.
17. Aguenau, S., Gwilym, O. A., & Rhodes, M. (2011). Open Interest, Cross Listing, and Information Shocks. *The Journal of Futures Markets*, 31(8), 755-778.
18. Charoenrook, Anchada, (2003), "Change in Consumer Sentiment and Aggregate Stock Market Returns", *The Owen Graduate School of Management, Vanderbilt University*, Working Paper
19. Fisher, Kenneth L. and Meir Statman, (2003), "Consumer Confidence and Stock Returns", *Journal of Portfolio Management*, Vol. 30, Issue 1, pp. 115-128.
20. Fisher, Kenneth L. and Meir Statman (2000), "Investor Sentiment and Stock Returns", *Financial Analysts Journal*, Vol. 56, Issue 2, pp. 16-23.
21. Gautam George, (2006), "Liquidity, Returns Autocorrelation, Price Formation, Markets", In Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree Doctor of Philosophy.
22. Iftekhar Hasan, Paul Wachtel, Mingming Zhou, (2009), "Institutional development, financial deepening and economic growth: Evidence from China", *Journal of Banking & Finance* 33, 157-170.
23. Keim, Donald B. and Ananth Madhavan, (2000), "The Relation between Stock Market Movements and NYSE Seat Prices", *Journal of Finance*, Vol. 55, Issue 6, pp. 2817-2841.
24. k.smimou, (2014), "Consumer Attitudes, Stock Market Liquidity, and the Macro Economy: A Canadian Perspective", *Journal of Finance, Forthcoming*.
25. Rajni Mala, Michael White, (2006), "Assessment of an Emerging Stock Market: The Case for Fiji's Stock Market", *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN 1450-2887, Issue 6, EuroJournals Publishing, Inc.
27. Sang-Gyung Juna, Achla Maratheb, Hany A. Shawky, (2003), "Liquidity and stock returns in emerging equity markets", *Emerging Markets Review* 4, 1-24.
28. Tarun Chordiaa, Richard Roll, (2008), "Liquidity and market efficiency", *Journal of Financial Economics* 87 (2008) 249-268.
29. Yung-Chou Lei, (2005), "The trading volume trend, investor sentiment, and stock returns", *The Interdepartmental Program in Business Administration (Finance)*.