

بررسی رابطه تمایلات سرمایه گذاران بر جریانهای نقدی مازاد و الگوهای ارزش گذاری سهام شرکت

صالح عرفی زاده^۱

فرهاد دهدار^۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۱/۰۸ تاریخ چاپ: ۱۴۰۰/۰۱/۲۴

چکیده

در این پژوهش به بررسی رابطه تمایلات سرمایه گذاران بر جریانهای نقدی مازاد و الگوهای ارزش گذاری سهام شرکت پرداخته شد. به منظور اندازه گیری تمایلات سرمایه گذاران از الگوهای معاملاتی سرمایه گذاران استفاده شد. همچنین جهت اندازه گیری الگوهای ارزش گذاری سهام از دو الگوی (P/E) و (EV/EBIT) استفاده شد. نمونه آماری این پژوهش شامل ۱۲۰ شرکت بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۱-۱۳۹۷ می باشد. به منظور بررسی فرضیه های پژوهش از نرم افزار Eviews و روش داده های ترکیبی کمک گرفته شده است. نتایج بررسی شها در سطح خطای ۵ درصد نشان داد تمایلات سرمایه گذاران موجب افزایش جریان وجه نقد مازاد در شرکت می شود. همچنین نتایج پژوهش نشان داد بین تمایلات سرمایه گذاران و ارزش گذاری سهام شرکت با استفاده از دو الگوی (P/E) و (EV/EBIT) رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بر اساس نتایج می توان بیان کرد تمایلات سرمایه گذاران منجر به ایجاد تقاضای نسبی برای سرمایه گذاری های سفته بازانه می گردد و این عامل بیانگر فرضیه پیام دهی در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

واژگان کلیدی

تمایلات سرمایه گذاران، جریانهای نقدی مازاد، الگوهای ارزش گذاری سهام.

۱. دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شاهرود، شاهرود، ایران. EMAIL: Saleh.orfizadeh2010@gmail.com

۲. استادیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شاهرود، شاهرود، ایران. Email: f.dehdar1971@gmail.com

مقدمه

مالیه رفتاری، یک الگوی جدید مالی است که همچنان در حال توسعه می باشد. به عنوان یک پاسخ به تئوری مدرن مالی، مالیه رفتاری این فرض را جایگزین می کند که سرمایه گذاران همیشه در هنگام تصمیم گیری در زمینه سرمایه گذاری با این عقیده که سرمایه گذاران همیشه عقلانی عمل نمی کنند چون در معرض سوگیری های مختلف رفتاری هستند، عقلانی عمل می کنند. این جایگزینی عواقب خاصی برای قیمت گذاری دارایی دارد. این بدان معنی است که تئوری پرتفوی (مارکوویز، ۱۹۵۲) با تئوری رفتاری پرتفوی جایگزین شده است (شفرین و استاتمن، ۲۰۰۰). همچنین دلالت بر این دارد که مدل های قیمت گذاری دارایی های سنتی مانند مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه (شارپ، ۱۹۶۴؛ لیتنر، ۱۹۶۴) با مدل های قیمت گذاری دارایی های رفتاری جایگزین می شوند (استیتمن، ۲۰۱۴). دلیل این امر این است که تئوری پرتفوی و مدل های قیمت گذاری دارایی های سنتی مبتنی بر این ادعا است که بازده مورد انتظار با ریسک تعیین می شود و خطر فقط با حرکات در فاکتورهای اساسی تعیین می شود. در عوض، علاوه بر ریسک، نظریه پرتفوی رفتاری و مدل های قیمت گذاری دارایی های رفتاری، تأثیر سوگیری رفتاری بر تصمیمات سرمایه گذاران را تشخیص می دهد (کاپور و پروساد، ۲۰۱۷). معامله گران غیر منطقی که در مالیه رفتاری مشخص شده اند، به عنوان معامله گران سنتی نامیده می شوند (هرو و همکاران، ۲۰۱۹). در نتیجه، آنها در تصمیم گیری در مورد سرمایه گذاری خود به طور غیر منطقی عمل می کنند، گویی این اطلاعات بنیادی است که به آنها امکان می دهد به طور مداوم بازده غیر عادی را در بازارهای مالی بدست آورند (پرس و اسپچمید، ۲۰۱۷). در مالیه سنتی، این استدلال وجود دارد که معامله گران سنتی توسط همتایان منطقی خود از طریق فرایند داوری از بازارها پاک می شوند. سرمایه گذاران نهادی که منطقی به نظر می رسند، از سرمایه گذاران خرده فروشی که معامله گران سنتی محسوب می شوند، سوء استفاده می کنند (لین و همکاران، ۲۰۱۸). روند بهره برداری از قیمت ناعادلانه با افزایش نقدینگی حاصل از معامله گران سنتی کمک می کند (بروت و همکاران، ۲۰۱۶). در نتیجه، حضور و تأثیر معامله گران در بازارهای مالی تنها در بهترین حالت فقط گذرا در نظر گرفته می شود. این توضیح نشان می دهد که چرا مالیه سنتی هنگام ساختن چارچوب، آنها را در نظر نگرفته است. با این حال، این روند بهره برداری ممکن است به همان سرعتی که انتظار می رود رخ ندهد (لین و همکاران، ۲۰۱۸).

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

تحقیقات پیشین نشان می دهد که ارتباط بین نوسانات بازار سهام و فعالیت معاملات سنتی ناشی از احساسات طولانی است که توسط مدل های توسعه یافته در مالیه رفتاری برقرار شده است (بلاک، ۱۹۸۶؛ کمپل و کیلی، ۱۹۸۶؛ دی لونگ و همکاران، ۱۹۹۰). این مدل ها پیش بینی می کنند که معامله گران سنتی تأثیر قابل توجهی در بازده و نوسانات بازارهای مالی دارند. افزایش فعالیت معاملات سنتی باعث افزایش نوسانات بازده و همچنین بازده به دلیل افزایش بی سواد می شود. علاوه بر این، در مدل های اخیر (گونگادز و لوس، ۲۰۱۶؛ حصاری و هادزیکادیک، ۲۰۱۷؛ و نی و همکاران، ۲۰۱۶) بیان می کنند که معامله گران سنتی منبع افزایش نوسانات در بازار

سهام می باشند. دلیل این است که در پایان دوره قیمت های ناعادلانه با کاهش قیمت ها و ترکیدن حباب ها برعکس می شود. عدم تمایل معامله گران غیر منطقی از فروش کوتاه مدت و متزلزل کردن بازارهای مالی منجر به طولانی شدن دوره های بی ثباتی در بازار می شود. از اینرو پیش بینی های این مدل ها با یافته ها سازگار است. علیرغم همه این شواهد از تأثیر احساسات سرمایه گذار بر بازارها، هیچ اقدامی غیرقابل اطمینان از احساسات سرمایه گذار وجود ندارد. این ممکن است به این دلیل باشد که احساسات به این عوامل اساسی مربوط می شود زیرا سرمایه گذاران مستعد نیز به اطلاعات بنیادی واکنش نشان می دهند، اما این کار را بطور غیرمنطقی یا به طور سنتی پیرامون این عوامل اساسی انجام می شود (شلیفر و سامرز، ۱۹۹۰). همچنین، بحث گسترده درباره اینکه کدام گروه بین سرمایه گذاران منفرد (فرازینی و لامونت، ۲۰۰۵؛ اسپچاملینگ، ۲۰۰۷) و سرمایه گذاران نهادی (دیوالت و همکاران، ۲۰۱۹؛ هونگ و استین، ۲۰۰۷) یا هر دو مستعد تعصبات احساساتی هستند هنوز برطرف نشده است. گروه هایی از نویسندگان وجود دارند که استدلال می کنند که سرمایه گذاران محور احساسات بی ربط نیستند (بلک، ۱۹۸۶). در حالی که برخی معتقدند که تأثیر مثبتی دارند (تتلوک، ۲۰۰۷) و برخی دیگر تأثیر منفی خود را در بازارها مشخص کرده اند (دا و همکاران، ۲۰۱۵). همه این موارد پیشرفت در جهت یک توسعه مالیه رفتاری می باشد. با توجه به اهمیت این مفاهیم، پژوهش حاضر بررسی رابطه تمایلات سرمایه گذاران بر جریان‌های نقدی مازاد و الگوهای ارزش گذاری سهام شرکت می پردازد.

- یانگ و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهشی به بررسی رابطه احساس سرمایه گذار، بازده دارایی و ویژگی های شرکت در کشور کره پرداختند. آنها دریافتند که احساس سرمایه گذاران باعث افزایش بازده بازار سهام می شود. همچنین احساس سرمایه گذاران در شرکت های کوچک، قیمت پایین، نسبت ارزش دفتری به بازار و سهام، ناپایدار است.
- دای و یانگ (۲۰۱۸) به بررسی ارتباط بین احساسات سرمایه گذار و بازخورد معاملات، پدیده ای تعریف شده به عنوان استراتژی معاملاتی پرداختند. نتایج آنها نشان داد که معامله گران هنگامی که احساسات نسبتاً بالایی دارند، بازخورد مثبت را تجربه می کنند و بیشتر معامله می کنند. نتایج آنها همسو با پژوهش کارو (۲۰۰۸) و دسوماسک و همکاران (۲۰۱۱) می باشد که شدت بازخورد معاملات مثبت با احساس غالب مرتبط است؛ بنابراین، معاملات بازخورد مثبت باعث افزایش نوسانات در بازارها در دوره های احساساتی بالا می شود.
- دیوالت و همکاران (۲۰۱۹) نشان دادند برخی از معامله گران سنتی "عقلانی" رفتار می کنند و اثر آنها نمی تواند قابل توجه باشد زیرا برخی سرمایه گذاران نهادی با بودجه بیشتر رفتار عقلانی دارند. همچنین نتایج آنها نشان داد رابطه بازده و ریسک در دوره های حساسیت بالا سازگار است.
- روپانده و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی به بررسی احساسات سرمایه گذار و نوسانات بازده سهام پرداختند. نتایج آنها نشان داد که بین احساسات سرمایه گذار و نوسانات بازده سهام رابطه معنی داری وجود دارد که

نشان می دهد مالیه رفتاری می تواند رفتار بازده سهام در بورس اوراق بهادار ژوهانسبورگ را به طور قابل توجهی توضیح دهد؛ بنابراین توصیه می شود با توجه به ناکافی بودن مدل های قیمت گذاری دارایی های محبوب مانند مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای، باید در جهت تقویت این مدل های قیمت گذاری دارایی با ضریب ریسک احساس توجه شود.

- پور سلطانی و همکاران (۱۳۹۶) در تحقیقی به بررسی ارتباط احساسات سرمایه گذاران با بازده تعدیل شده براساس ریسک سهام پرداختند. جامعه تحقیق حاضر را شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ی زمانی فروردین ۸۷ الی اسفند ۹۴ تشکیل داده اند. داده های موردنیاز پژوهش به صورت ماهیانه و سالانه با استفاده از روش غربالگری (حذفی) انتخاب گردیدند. تجزیه وتحلیل داده های آماری حاصله با استفاده از آزمون های ریشه واحد داده های تابلویی، توابع ضربه و پاسخ و تجزیه واریانس به کمک نرم افزار ایویوز و استتا انجام گرفت. یافته های حاصله نشان داد که ارتباط معناداری میان احساسات سرمایه گذاران با بازده تعدیل شده بر اساس ریسک سهام وجود دارد. در انتها پیشنهاد می گردد که سرمایه گذاران بایستی به گرایش های احساسی سرمایه گذار، به عنوان یک عامل تغییرات در بازار مالی توجه بیشتری مبذول دارند و همچنین در پژوهش های آتی در جوامع آماری دیگر و با رویکردهای دیگر مورد توجه و بررسی قرار گیرد.

- غیور باغبانی و بهبودی (۱۳۹۶) در تحقیقی به بررسی عوامل مؤثر در بروز رفتار سرمایه گذاران با رویکرد پدیدارنگاری پرداختند. کانون توجه این پژوهش، شناخت عوامل رفتاری و ارائه الگوی تصمیم گیری سرمایه گذاران با تأکید بر مؤلفه های فرهنگی است. فرضیه های مبنایی پژوهش، از مرور نظریه و پژوهش های مرتبط، استخراج و برای پیشبرد مراحل پژوهش، طرح پژوهش ترکیبی در بخش های کیفی و کمی پژوهش، انتخاب و عملیاتی می شود. در مرحله کیفی ضمن اتخاذ استراتژی پدیدارنگاری، مصاحبه های نیمه ساختاریافته عمیق با خبرگان تصمیم گیری رفتاری انجام شد. داده های حاصل از مصاحبه ها با استفاده از روش تحلیل محتوا تحلیل و براساس آن، پرسشنامه پژوهش طراحی شد. در این قسمت با بهره گیری از استراتژی پیمایش، تعداد ۵۰۰ پرسشنامه به صورت نمونه گیری در دسترس، توزیع و ۳۱۶ پرسشنامه تکمیل و جمع آوری شد. داده های حاصل از پرسشنامه با نرم افزارهای SPSS و Amos Graphics و با استفاده از روش معادلات ساختاری تحلیل شد. نتایج پژوهش نشان می دهد در مقوله فرهنگ، مؤلفه های نظام ارزشی، کانون کنترل، تحمل ابهام، عادت به سرمایه گذاری و افق زمانی در کنار مقوله های شخصیت، سوگیری شناختی و سوگیری عاطفی، تصمیم های سرمایه گذاران را شکل می دهد و موجب بروز رفتارهای توده وار در تصمیم گیری می شود. همچنین با وجود تأیید تأثیر مقوله زمان در سایر پژوهش ها، تحلیل داده ها نشان داد الگوی رفتاری تصمیم گیری سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار خراسان رضوی متأثر از عامل زمان نیست.

– زارعی و دارابی (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی تأثیر گرایش های احساسی سرمایه‌گذاران بر افشای اختیاری در بازار سرمایه ایران پرداختند. نتایج آنها نشان داد بین گرایش های احساسی سرمایه گذاران و افشای اختیاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ اما با دسته بندی گرایش های احساسی به گرایش های احساسی بالا و پایین، رابطه معناداری بین آنها و افشای اختیاری یافت نشده است. همچنین از میان متغیرهای کنترلی، بین رشد اقتصادی، اندازه شرکت، بازده داراییها و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با افشاء اختیاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ همچنین بین زیانده بودن شرکتها و افشاء اختیاری رابطه منفی و معناداری یافت شده است.

فرضیه های پژوهش

فرضیه‌های تحقیق به شرح زیر می باشند:

۱. بین تمایلات سرمایه گذاران و جریان وجه نقد مازاد رابطه معناداری وجود دارد.
۲. بین تمایلات سرمایه گذاران و ارزش گذاری سهام شرکت با استفاده از الگوی (P/E) رابطه معناداری وجود دارد.
۳. بین تمایلات سرمایه گذاران و ارزش گذاری سهام شرکت با استفاده از الگوی $(EV/EBIT)$ رابطه معناداری وجود دارد.

روش پژوهش

با توجه به اینکه این پژوهش به منظور بررسی رابطه تمایلات سرمایه گذاران بر جریان‌های نقدی مازاد و الگوهای ارزش گذاری سهام شرکت انجام می شود و تلاشی برای پاسخ دادن به یک معضل و مشکل عملی است که در دنیای واقعی وجود دارد لذا این پژوهش تجربی با استفاده از روش همبستگی خطی به توصیف ارتباط بین تمایلات سرمایه گذاران بر جریان‌های نقدی مازاد و الگوهای ارزش گذاری سهام می پردازد. در پژوهش های همبستگی سعی می شود رابطه بین متغیرهای مختلف با استفاده از ضریب همبستگی کشف یا تعیین شود. روش شناسی پژوهش نیز از نوع پس رویدادی می باشد، زیرا از اطلاعات واقعی گذشته استفاده شده است. اطلاعات مربوط به صورت های مالی از نرم افزار ره آورد نوین و نیز شرکت اطلاعات مالی شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران تهیه و پس از مقایسه و حصول اطمینان از مطابقت آنها مورد استفاده قرار گرفت. در نهایت با استفاده از نرم افزار اکسل متغیرهای تحقیق محاسبه و سپس در نرم افزار Eviews الگوهای رگرسیونی برآورد شده و آزمون های لازم انجام خواهد شد.

جامعه و نمونه آماری و دوره زمانی پژوهش

جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۱-۱۳۹۷ می باشد که نمونه انتخابی با استفاده از نمونه گیری حذفی سیستماتیک انجام می گیرد باید توجه داشت که نمونه انتخابی باید دارای شرایط زیر باشد:

- ۱- سال مالی به پایان اسفند منتهی باشد
- ۲- در دوره مورد بررسی، تغییر سال مالی نداده باشد.

- ۳- تمامی اطلاعات مربوط به اجزای محاسبه متغیرهای معادلات در دسترس و افشا شده باشد.
- ۴- شامل شرکتهای سرمایه گذاری و واسطه گری مالی و بیمه ها و بانک ها نباشد. شرکت های سرمایه گذاری، مالی و واسطه گری به دلیل اینکه صورت های مالی متفاوتی نسبت به سایر شرکت ها دارند از نمونه انتخابی حذف می شوند.

روش تجزیه و تحلیل داده ها

با توجه به اینکه در این تحقیق از آمار توصیفی و استنباطی جهت تجزیه و تحلیل داده ها استفاده می شود، به طوری که در سطح توصیفی، میانگین و انحراف استاندارد و فراوانی و درصد و در سطح آمار استنباطی از روش های آماری همبستگی پیرسون (جهت بررسی معنی دار بودن فرضیه ها) و از روش رگرسیون (جهت متغیرهای پیش بینی کننده) استفاده خواهد شد، ابزارهای تجزیه و تحلیل نرم افزارهایی از قبیل نرم افزار eviwes و اکسل و ... می باشد.

مدل و متغیرهای پژوهش

بر اساس مطالعات ارزش گذاری شرکت (الکساندر، ۲۰۱۷) و تمایلات سرمایه گذاران (یانگ و همکاران، ۲۰۱۷) از معادله رگرسیون تمایلات سرمایه گذاران زیر برای بررسی رابطه تمایلات سرمایه گذاران بر جریان نقدی مازاد و الگوهای ارزش گذاری سهام شرکت در فرضیه های پژوهش استفاده می کنیم:

$$FCFM_{it} = \alpha_0 + \beta_1 EMSI_{it} + \beta_2 LEVERAGE_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$P/E_{it} = \alpha_0 + \beta_1 EMSI_{it} + \beta_2 LEVERAGE_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$EV/EBIT_{it} = \alpha_0 + \beta_1 EMSI_{it} + \beta_2 LEVERAGE_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر مستقل

تمایلات سرمایه گذاران ($EMSI_{it}$): در نظریه مالی، سرمایه گذاران منطقی تلقی می شوند و هرگونه تغییر در ریسک فرض می شود که نتیجه حرکت در عوامل اساسی می باشد. با توجه به این موضوع، معاملات سرمایه گذاران به عنوان عامل ریسک و تغییر در رفتار آنان مطرح می شود (دیوالت و همکاران، ۲۰۱۹). از اینرو به منظور سنجش این متغیر از رفتار و الگوهای معاملاتی سرمایه گذاران استفاده می کنیم (یانگ و همکاران، ۲۰۱۷). بدین صورت که ابتدا رفتار نامتقارن خرید و فروش سرمایه گذاران به شرح زیر تبیین می گردد:

$$BS_{i,t} = (BV_{i,t} - SV_{i,t}) / (BV_{i,t} + SV_{i,t}) \quad (۱) \text{ رابطه}$$

در مدل فوق؛ $SV_{i,t}$ حجم کل فروش سهام و $BV_{i,t}$ بیانگر حجم کل خرید سهام در سال t و شرکت i می باشد. در ادامه؛ به منظور سنجش سطح تمایلات سرمایه گذار از باقی مانده ($u_{i,t}$) مدل (۱) استفاده می گردد:

$$BS_{i,t} = b_0 + b_1 \times Market_{i,t} + u_{i,t} \quad (۱) \text{ مدل}$$

در مدل فوق؛ $BS_{i,t}$ رفتار نامتقارن خرید و فروش سرمایه گذاران، $Market_{i,t}$ بیانگر صرف ریسک بازار می باشد. صرف ریسک در اصل میزان بازده اضافی بر بازده بدون ریسک می باشد. به معنای دیگر، وقتی که در بازار مالی، معامله ای انجام می شود بنا به طبقه سهم و خطر مرتبط با آن، سرمایه گذاران سود بیشتر را بر اساس خطر تحمل شده می طلبند.

این بازده مورد تقاضا صرف ریسک می باشد. از اینرو به منظور سنجش صرف ریسک بازار از رابطه (۲) استفاده می شود:

$$\text{Market}_{i,t} = R_{mt} R_{ft} \quad \text{رابطه (۲)}$$

در رابطه فوق؛ R_{mt} بازده بازار و R_{ft} بازده بدون ریسک می باشد؛ بنابراین باقی مانده اجزای مدل (۱) بیانگر سطح تمایلات سرمایه گذاران می باشد: $u_{i,t} = EMSI$

متغیرهای وابسته

جریان‌های نقدی مازاد ($FCFM_{it}$): جریان نقد مازاد برای شرکت معیاری است که سودآوری شرکت را پس از همه هزینه ها و سرمایه گذاری ها اندازه گیری می کند. معیار مزبور یکی از معیارهای متعدد است که برای مقایسه و تجزیه و تحلیل مالی شرکتها استفاده می شود. رشد جریان‌های نقدی مازاد غالباً مقدمه ای بر افزایش درآمدها و سود می باشد. شرکت‌هایی که تجربه افزایش جریان‌های نقدی مازاد را دارند می توانند در آینده به سرمایه گذاران پاداش دهند (بوکیت واسکندر، ۲۰۰۹). در این پژوهش به منظور سنجش جریان‌های نقدی مازاد از رابطه زیر به دست می آید که حاصل تقسیم بر جمع دارایی های شرکت می شود.

$$FCFM_{it} = CF_{it} - I_{it}$$

جریان‌های نقدی عملیاتی (CF): بخش اول از صورت جریان وجوه نقد را فعالیت های عملیاتی تشکیل می دهد. آن بخش از دارایی ها و بدهی های موسسه که به طور مستقیم با فعالیت عملیاتی شرکت ارتباط دارد در این قسمت طبقه بندی خواهد شد.

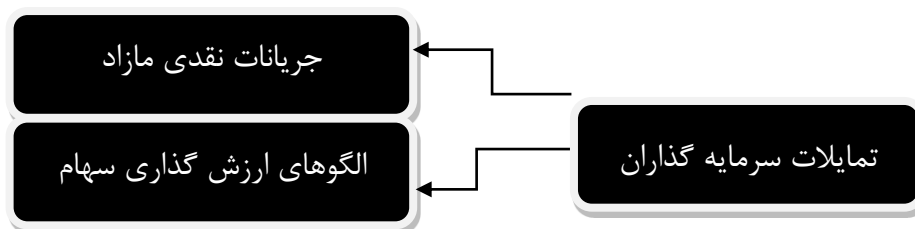
مخارج سرمایه ای (I): مخارج سرمایه ای نیز مخارجی هستند که به حفظ، تداوم یا افزایش ظرفیت تولید کالا و خدمات می انجامد و برای شرکت سودآوری آتی دارند. مخارج سرمایه ای از تغییر دارایی ثابت بین سال های t و $t-1$ به دست می آید.

ارزش گذاری سهام شرکت: به منظور اندازه گیری ارزش گذاری سهام شرکت به پیروی از پژوهش الکساندر (۲۰۱۷) از دو نسبت (P/E) و $(EV/EBIT)$ استفاده شده است. نسبت (P/E) ، بیانگر ارزش گذاری سهام شرکت از دیدگاه سودآوری می باشد. این نسبت بیان کننده نسبت قیمت ($Price$) یک سهم به پیش بینی سود سهام (EPS) است که با سود با حداقل ریسک (شامل سود بانکی و سود اوراق مشارکت) قابل قیاس است. این نسبت دوره بازگشت سرمایه است. یکی دیگر از مولفه های ارزش گذاری شرکت نسبت $(EV/EBIT)$ است که حاوی مولفه های میزان بدهی و حقوق صاحبان سهام هستند. این نسبت مورد استفاده و تأیید بسیاری از تحلیلگران و در قالب های مدل سازی و همچنین مورد استفاده بسیاری از پایگاه های مالی از جمله بلبرگک می باشد (الکساندر، ۲۰۱۷).

متغیرهای کنترلی

$LEVERAGE_{it}$ اهرم مالی که از نسبت بدهی به دارایی های شرکت i در سال t استفاده می شود.

$SIZE_{it}$ اندازه شرکت که از لگاریتم دارایی های شرکت i در سال t استفاده می شود.



مدل مفهومی تحقیق (بر اساس پژوهش الکساندر، ۲۰۱۷ و یانگ و همکاران، ۲۰۱۷).

آزمون فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: بین تمایلات سرمایه گذاران و جریان وجه نقد مازاد رابطه معناداری وجود دارد.

نتایج حاصل از برآورد مدل اول به شرح جدول (۱) می باشد.

$$FCFM_{it} = \alpha_0 + \beta_1 EMSI_{it} + \beta_2 LEVERAGE_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۱- آزمون رگرسیون مدل اول

متغیر	ضرایب	آماره t	سطح معناداری (sig)
C (عرض از مبدأ)	3.514654	12,09498	0.0000
تمایلات سرمایه گذاران	1.220114	2.038117	0.0436
اندازه شرکت	5.143505	-0.001679	0.0087
اهرم مالی	0.000404	0.096980	0.0228
AR(1)	0.313823	5.850634	0.0000
آماره F فیشر	۱۲۳۰۲۴,۲	آماره دوربین واتسون	۲,۲۷۲۲۷۶
سطح معنی داری آماره F فیشر	۰,۰۰۰۰	ضریب تعیین	۰,۴۹۹۹۶۱

قبل از آزمون فرضیه پژوهش بر اساس نتایج به دست آمده، باید از صحت نتایج اطمینان حاصل نمود. بدین منظور برای بررسی معناداری کل مدل از آزمون F استفاده گردید. با توجه به احتمال آماره F محاسبه شده (۰,۰۰۰۰)، می توان ادعا

نمود که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است. با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می‌توان ادعا نمود، حدود ۴۹ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل (جریان وجه نقد مازاد)، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. ضریب برآوردی متغیر مستقل تمایلات سرمایه گذاران (۲,۰۳۸۱۱۷) در جدول بالا نشان‌دهنده رابطه مثبت و معنادار میان تمایلات سرمایه گذاران و جریان وجه نقد مازاد در سطح خطای ۰,۰۵ است؛ زیرا میزان $p\text{-value}$ محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰,۰۵ به دست آمده است؛ بنابراین می‌توان گفت که بین تمایلات سرمایه گذاران و جریان وجه نقد مازاد در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین تمایلات سرمایه گذاران و ارزش گذاری سهام شرکت با استفاده از الگوی (P/E) رابطه معناداری وجود دارد.

نتایج حاصل از برآورد مدل دوم به شرح جدول (۲) می‌باشد.

$$P/E_{it} = \alpha_0 + \beta_1 EMSI_{it} + \beta_2 LEVERAGE_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۲- آزمون رگرسیون مدل دوم

متغیر	ضرایب	آماره t	سطح معناداری (sig)
C (عرض از مبدأ)	0.156942	1.639947	0.1015
تمایلات سرمایه گذاران	0.188060	2.911078	0.0000
اندازه شرکت	-0.004100	-0.623304	0.0033
اهرم مالی	-0.011467	-0.772630	0.0400
متغیر وابسته با تاخیر	0.942432	7.048921	0.0000
آماره F فیشر	۸۷۱,۸۲۳۱	آماره دورین واتسون	۱,۵۲۲۹۲۵
سطح معنی‌داری آماره F فیشر	۰,۰۰۰۰	ضریب تعیین	۰,۵۵۹۵۹۷

قبل از آزمون فرضیه پژوهش بر اساس نتایج به دست آمده، باید از صحت نتایج اطمینان حاصل نمود. بدین منظور برای بررسی معناداری کل مدل از آزمون F استفاده گردید. با توجه به احتمال آماره F محاسبه شده (۰,۰۰۰۰)، می‌توان ادعا نمود که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است. با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می‌توان ادعا نمود، حدود ۵۵ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل (ارزش گذاری سهام شرکت با استفاده از الگوی (P/E))، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود.

ضریب برآوردی متغیر مستقل تمایلات سرمایه گذاران (۲,۹۱۱۰۷۸) در جدول بالا نشان‌دهنده رابطه مثبت و معنادار میان تمایلات سرمایه گذاران و ارزش گذاری سهام شرکت با استفاده از الگوی (P/E) در سطح خطای ۰,۰۵ است؛ زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰,۰۵ به دست آمده است؛ بنابراین می‌توان گفت که بین تمایلات سرمایه گذاران و ارزش گذاری سهام شرکت با استفاده از الگوی (P/E) در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: بین تمایلات سرمایه گذاران و ارزش گذاری سهام شرکت با استفاده از الگوی (EV/EBIT) رابطه معناداری وجود دارد

نتایج حاصل از برآورد مدل سوم به شرح جدول (۳) می‌باشد.

$$EV/EBIT_{it} = \alpha_0 + \beta_1 EMSI_{it} + \beta_2 LEVERAGE_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۳- آزمون رگرسیون مدل سوم

متغیر	ضرایب	آماره t	سطح معناداری (sig)
C (عرض از مبدأ)	0.159833	1.589717	0.1123
تمایلات سرمایه گذاران	0.234806	2.578760	0.0048
اندازه شرکت	0.004793	0.678533	0.0077
اهرم مالی	-0.011633	-0.728416	0.0666
متغیر وابسته با تاخیر	0.944413	7.764204	0.0000
آماره F فیشر	۱۰۲۸,۴۰۸	آماره دوربین واتسون	۱,۵۲۲۲۳۰
سطح معنی‌داری آماره F	۰,۰۰۰۰	ضریب تعیین	۰,۵۷۸۳۷۵

قبل از آزمون فرضیه پژوهش بر اساس نتایج به‌دست‌آمده، باید از صحت نتایج اطمینان حاصل نمود. بدین منظور برای بررسی معناداری کل مدل از آزمون F استفاده گردید. با توجه به احتمال آماره F محاسبه شده (۰,۰۰۰۰)، می‌توان ادعا نمود که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است. با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می‌توان ادعا نمود، حدود ۵۷ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل (ارزش گذاری سهام شرکت با استفاده از الگوی (EV/EBIT))، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود.

ضریب برآوردی متغیر مستقل تمایلات سرمایه گذاران (۲,۵۷۸۷۶۰) در جدول بالا نشان‌دهنده رابطه مثبت و معنادار میان تمایلات سرمایه گذاران و ارزش گذاری سهام شرکت با استفاده از الگوی (EV/EBIT) در سطح خطای ۰,۰۵ است؛

زیرا میزان p -value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰,۰۵ به دست آمده است؛ بنابراین می‌توان گفت که بین تمایلات سرمایه گذاران و ارزش گذاری سهام شرکت با استفاده از الگوی (EV/EBIT) در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

با توجه به آنچه گفته شد پژوهش حاضر به بررسی رابطه تمایلات سرمایه گذاران بر جریان‌های نقدی مازاد و الگوهای ارزش گذاری سهام شرکت پرداخت.

نتایج بررسی ها به روش داده های ترکیبی در سطح خطای ۵ درصد نشان داد بین تمایلات سرمایه گذاران و جریان وجه نقد مازاد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بدین معنا که تمایلات سرمایه گذاران موجب افزایش جریان وجه نقد مازاد در شرکت می شود. بر اساس نتایج این فرضیه می توان بیان کرد تمایلات سرمایه گذاران منجر به ایجاد تقاضای نسبی برای سرمایه گذاری های سفته بازانه گردیده و این امر اثرات مقطعی بر جریان وجه نقد مازاد را در پی داشته است. این نتایج همسو با نتایج کومار و لی (۲۰۰۶) و کیم و ها (۲۰۱۰) می باشد. این محققان معتقدند که تمایلات احساسی سرمایه گذاران بطور سیستماتیک بر قیمت و جریان وجه نقد مازاد موثر است. همچنین نتایج پژوهش نشان داد بین تمایلات سرمایه گذاران و ارزش گذاری سهام شرکت با استفاده از دو الگوی (P/E) و (EV/EBIT) رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این نتایج نشان می دهد تمایلات سرمایه گذاران موجب افزایش ارزش گذاری سهام شرکت می شود. این نتایج مطابق با پژوهش (الکساندر، ۲۰۱۷) می باشد. نتایج او نشان داد تمایلات سرمایه گذاران موجب ارزش گذاری سهام شرکتها می شود. بر اساس نتایج پژوهش می توان گفت تمایلات سرمایه گذاران بیانگر فرضیه پیام دهی در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. این مطالعه می تواند بر بهبود درک مالکان و سایر ذی نفعان بازار سرمایه، مؤثر باشد

منابع

- بزازان، فاطمه؛ شیرین بخش ماسوله، شمس الله؛ صفری، سولماز. (۱۳۹۳). اثرات روزهای هفته بر بازده سهام: رویکرد رگرسیون گارچ بوت استرپ. پژوهش های تجربی حسابداری. شماره ۱۲ علمی-پژوهشی، صص ۱۴۹-۱۶۲.
- پیکانی، محسن (۱۳۹۱)، رابطه بین جریان وجوه نقد آزاد و جریان نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی با سود هر سهم در شرکت های خودروسازی. مجله اقتصادی - دوماهنامه بررسی مسائل و سیاست های اقتصادی. شماره ۱۱ و ۱۲. صص ۱۱۱-۱۲۲.
- پور سلطانی، ستار؛ دهقان، عبدالمجید؛ محمدی، محسن (۱۳۹۶). ارتباط احساسات سرمایه گذاران با بازده تعدیل شده براساس ریسک سهام. مطالعات مدیریت و حسابداری، دوره سوم - شماره ۳، صص ۲۲۰-۲۳۸.
- حاجیها، زهره و فیض آبادی، فرشته (۱۳۹۰) بررسی رابطه چرخه تبدیل وجه نقد و نسبت های نقدینگی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مدیریت صنعتی. سال ۶، شماره ۱۸. صص ۱۱۷-۱۲۶.

- حیدر پور، فرزانه؛ تاری وردی، یداله؛ محرابی، مریم. (۱۳۹۲). تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)، شماره ۱۷ علمی-پژوهشی/ISC، صص ۱-۱۴.
- خانی، عبدالله؛ افشاری، حمیده. (۱۳۹۱). تصمیمات سرمایه گذاری، تأمین مالی خارجی و بازده سهام. حسابداری و مدیریت مالی. سال سوم- شماره ۱۱، صص ۶۹-۷۹.
- خواجوی، شکراله؛ بهپور، سجاد؛ ممتازیان، علیرضا و صالحی نیا، محسن. (۱۳۹۳). بررسی رابطه متقابل رشد و سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از سیستم معادلات همزمان. بررسی های حسابداری و حسابرسی. دوره ۲۱، شماره ۱. صص ۷۳-۸۸.
- داغبندان، الهیار؛ علی اکبر نجفی و علیرضا تسخیری، ۱۳۹۴، بررسی تأثیر احساسات سرمایه گذار در تصمیم گیری های سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سومین کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت، تهران، موسسه همایشگران مهر اشراق،
- رستمی نوروزآباد، مجتبی؛ صداقت، پرستو و حبیبی، فاطمه (۱۳۹۲) بررسی عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه گذاران در تمایل به سرمایه گذاری مجدد (مورد مطالعه: سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران). مجله چشم انداز مدیریت مالی. شماره ۱۰. صص ۶۹-۹۴
- ستایش، محمدحسین؛ شمس الدینی، کاظم. (۱۳۹۵). بررسی رابطه ی بین گرایش احساسی سرمایه گذاران و قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پیشرفت های حسابداری، دوره هشتم - شماره ۱ علمی-پژوهشی/ISC، صص ۱۰۳-۱۲۵.
- سلیمانی امیری، غلامرضا؛ حمزی، راضیه. (۱۳۹۰). اثر هموارسازی سود بر اطلاعات نامطمئن، بازده سهام و هزینه سهامداران. بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۶۴ علمی-پژوهشی/ISC، صص ۹۱-۱۱۲.
- سیف الهی، راضیه؛ کردلوئی، حمیدرضا و دشتی، نادر (۱۳۹۴) بررسی مقایسه ای عوامل رفتاری در سرمایه گذاری دارایی های مالی. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری. سال ۴، شماره ۱۵. صص ۳۳-۵۲.
- شیخ، محمد جواد؛ لازمی چلک، سعید؛ محمد نژاد، سعید؛ (۱۳۹۱) جریان های نقد آزاد: اهمیت، کاربرد و نقش آن در مدیریت سود. مجله مطالعات حسابداری و حسابرسی، شماره ۲، صص ۴۶-۶۷.
- عسگری، مهدی؛ احسان حاجی حسن معمار و مریم متین مطلق، ۱۳۹۴، بررسی تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر جریان نقد آزاد، اقلام تعهدی اختیاری و بازده سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سالهای ۱۳۹۲-۱۳۸۸، دومین کنفرانس بین المللی پژوهش های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، کوالالامپور-مالزی، موسسه سرآمد کارین،
- غیور باغبانی، سید مرتضی؛ بهبودی، امید. (۱۳۹۶). عوامل مؤثر در بروز رفتار سرمایه گذاران با رویکرد پدیدارنگاری. مدیریت دارایی و تامین مالی، شماره ۱۸، صص ۵۷-۷۶.

- فیاضی، هادی؛ محمداسماعیل فدایی نژاد و فرزین رضایی، ۱۳۹۳، رابطه میان شاخص واکنش رفتاری سرمایه گذاران با شاخص های بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین المللی حسابداری، اقتصاد و مدیریت مالی، تهران، شرکت دانش محور ارتاچه.
- کاردان، دکتر بهزاد؛ ودیعی، دکتر محمدحسین؛ ذوالفقارآرانی، محمدحسین. (۱۳۹۶). نقش تمایلات رفتاری (احساسات و هیجانات) سرمایه گذاران در ارزش گذاری شرکت. دانش حسابداری، شماره ۳۱، صص ۷-۳۵.
- نیک‌بخت، محمدرضا؛ حسین‌پور، امیرحسین؛ اسلامی مفیدآبادی، حسین. (۱۳۹۵). بررسی تاثیر رفتار احساسی سرمایه گذاران و اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام. پژوهش‌های تجربی حسابداری، شماره ۲۲ علمی-پژوهشی، صص ۲۱۹-۲۴۵.
- وکیلی فرد، حمید رضا؛ فروغ نژاد، حیدر؛ خوشنود، مهدی. (۱۳۹۲). ارزیابی رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با روش فرایند تحلیل شبکه ای. مدیریت دارایی و تامین مالی، شماره ۲ علمی-پژوهشی/ISC، صص ۱۹-۳۴.
- Alexander, J. (2017) Short-Termism and Corporate Myopia: The Values Assigned by the Market to Short-Term and Long-Term Firms. CMC Senior Theses.
- Boussaidi R., (2013), "Representativeness Heuristic, Investor Sentiment and Overreaction to Accounting Earnings: The Case of the Tunisian Stock Market", Procedia - Social and Behavioral Sciences, Volume 81, Pages 9-21.
- Chen, Hailiang. De, Prabuddha. Yu, Hu. and Hwang, Byoung-Hyoun, (2011). "Sentiment Revealed In Social Media and its Effect on the Stock Market", Available at www.ssrn.com.
- Da Costa Jr., N., Goulart, M., Cupertino, C., Macedo Jr., J., Da Silva, S., (2013), "The disposition effect and investor experience", Journal of Banking & Finance, Volume 37, Issue 5, Pages 1669-1675.
- Frederickson, J.R., Zolotoy, L. (2016). Competing earnings announcements: Which announcement do investors process first? Accounting Review, 91(2), 441-462.
- Floros, Christos and Tan, Aaron Yong (2013). Moon Phases, Mood and Stock Market Returns: International Evidence. Journal of emerging Market Finance, 12 (1). Pp. 107-127.
- Ha, J. H. (2011). *Agency Costs of Free Cash Flow and Conditional Conservatism*, Oklahoma State University.
- Harding, N. and He, W. (2011). Does investor mood really affect stock prices? An experimental analysis. Working Paper, SSRN. Com
- Je, drzej bialkowski, Ahmead Etebari, Tomasz piotr Wisniewski. (2012). Fast profits: Investor sentiment and stock returns during Ramadan. Journal of Banking & Finance vol 36. 835-845.

- Liston, D. (2016). Sin stock returns and investor sentiment. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 59, 63-70.
- Prechter. R, Jr. Deepak Goel, Wayne D. Parker and Matthew Lampert. (2012).
- Social Mood, Stock Market Performance and U.S. Presidential Elections: A Socionomic Pererspective on Voting Results. available SSRN. com
- Shanmugasundaram, v., Balakrishnan. V and Syed. Zafar, M. (2011). Impact of life-style characteristics in investment decision. Proceedings for International research conference and colloquium.
- Vieira. E. and M. Pereira. (2014). "Herding Behaviour and Sentiment: Evidence in a Small European Market", *Spanish Accounting Review*, 18 (1), pp 78–86.
- Yang, H., Doojin, R & Doowon, R. (2017). Investor sentiment, asset returns and firm characteristics: Evidence from the Korean Stock Market. *Investment Analysts Journal*, DOI: 10.1080/10293523.2016.1277850
- Zhong-Xin, Da-Zhong, Wen-Jun, (2015), “Investor sentiment and its nonlinear effect on stock returns- New evidence from the Chinese stock market based on panel quantile regression model”, *Economic Modelling*, 50 (2015), 266–274.
- Zhu, B. Niu. F. (2016). Investor sentiment, accounting information and stock price: evidence from china.

Investigating the relationship between investors' inclinations on excess cash flows and the company's stock valuation patterns

Saleh Arfizadeh¹

Farhad Dehdar²

Date of Receipt: 2021/03/28 Date of Issue: 2021/04/13

Abstract

In this study, the relationship between investors' tendencies on excess cash flows and the company's stock valuation patterns was investigated. In order to measure the tendencies of investors, investor trading patterns were used. Also, two models (P / E) and EV / EBIT were used to measure stock valuation patterns. The statistical sample of this research includes 120 companies of Tehran Stock Exchange in the period 1391-1397. In order to test the research hypotheses from soft Eviews tool and combined data method have been used. The results of studies at the level of 5% error showed that the tendency of investors increases the cash flow of excess in the company. Also the results showed that between the tendencies of investors and the valuation of company stocks There is a positive and significant relationship using the two models (P / E) and EV / EBIT. Based on the results, it can be stated that investors' tendencies lead to relative demand for speculative investments and this factor expresses the hypothesis. Messaging is on the Tehran Stock Exchange.

Keywords

Investor preferences, surplus cash flows, stock valuation patterns

1. PhD student in Accounting, Islamic Azad University, Shahroud Branch, Shahroud, Iran. EMAIL:

Saleh.orfizadeh2010@gmail.com.

2. Assistant Professor, Department of Accounting, Islamic Azad University, Shahroud Branch, Shahroud, Iran. Email: f.dehdar1971@gmail.com.