

رشد دارایی ها: واکنش های منطقی و غیر منطقی سرمایه گذاران

دکتر محمدرضا مهربان پور^۱

حیدر ربیعی^۲

چکیده

رشد داراییهای شرکتها نشان دهنده افزایش حجم داراییهای سال جاری نسبت به سال گذشته میباشد. مطالعات انجام شده نشان داد که در بازارهای سرمایه کشورهای توسعه یافته، سرمایه گذاران در عین دنبال حفظ سرمایه خود، به دنبال کسب سود متناسب با میزان ریسک هستند. رشد حاصل در اقلام سمت راست ترازنامه حاوی مخابرها برای سرمایه گذاران و سهامداران است. یکی از آن مخابرها، وجود فرصت رشدی در آینده می باشد، هرچند این مخابر باید با دقت بررسی و موضع ارزیابی واقع شود. . تدبیر مدیریت و افزایش سرمایه گذاری، زمینه سود آوری شرکت را نیز افزایش می دهد. این موضوع به مرور زمان به رشد داراییها و کاهش بازده های سرمایه گذاری در آینده منجر میگردد، زیرا سرمایه گذاری در چنین شرکتهایی با کاهش ریسک و طبیعتاً به تبع از آن با کاهش بازده مورد انتظار سرمایه گذاران همراه است. این مقاله واکنش سرمایه گذاران در برابر رشد دارایی ها مورد بحث قرار داده و رفتار سرمایه گذاران و سهامداران طبق چند نظریه تفسیر نموده است.

واژگان کلیدی:

رشد داراییها، سرمایه گذاران، تصمیم گیری

^۱ عضو هیئت علمی دانشگاه تهران

^۲ استاد دانشگاه تهران و مشاور استراتژیهای مالی، اقتصادی و سرمایه گذاری

مقدمه

تصمیم‌های سرمایه‌گذاران برای انتخاب فرصت‌های سودآوری^۱ یکی از مسائل مهم بازار سرمایه است. با پیشرفت بازارهای سرمایه و افزایش ثروت، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران همراه ریسک‌های بیشتر و روز به روز پیچیده‌تر می‌شود. نتایج سرمایه‌گذاری‌ها می‌تواند بر زندگی سرمایه‌گذاران و سهامداران تاثیرات با اهمیتی داشته باشد. هدف این مقاله، ارائه مروری درباره رفتارها و واکنش‌های سرمایه‌گذاران^۲ در برابر شرکت‌هایی که دارای رشد در دارایی‌ها^۳ می‌باشد. سرمایه‌گذاران و سهامداران بر مبنای اندازه ریسک^۴، اهداف و بازده مورد انتظار^۵شان و درک عوامل موثر بر رشد دارایی‌های شرکت‌هایی که دارای فرصت سودآوری، درمورد سرمایه‌گذاری واکنش نشان می‌دهند. برخی از واکنش‌های سرمایه‌گذاران بر مبنای تصمیم‌گیری عقلایی^۶ و منطقی^۷، برخی دیگر نیز بر مبنای تصمیم‌های هنجاری^۸ و غیر منطقی^۹ صورت می‌گیرد.

رفتارهای نامناسب سرمایه‌گذاران موجب ایجاد انحراف در اتخاذ تصمیم‌گیری می‌شود. تحقیقات نشان داد که بین اهداف رفتاری و رفتار واقعی رابطه وجود دارد و در نتیجه باید اهداف رفتاری بیش از رفتار واقعی مورد بررسی قرار گیرد (کارپنتر و ریمرز^{۱۰}، ۲۰۰۵، ص ۱۱۶). از آنجاییکه اهداف رفتاری سهامداران و سرمایه‌گذاران باهم متفاوت است، می‌تواند باعث بروز رفتارهای عقلایی و منطقی یا رفتارهای غیر منطقی شود. درک و توانایی ارزیابی رشد دارایی‌ها نیز بر واکنش‌های سرمایه‌گذاران تاثیر می‌گذارد. از همین رو، برای تفسیر واکنش‌های سرمایه‌گذاران و توضیح رفتار آن‌ها هنگام تصمیم‌گیری

^۱ Profitability

^۲ Investors Reactions

^۳ Assets Growth

^۴ Risk Size

^۵ Required Return

^۶ Rational

^۷ Logical

^۸ Normative

^۹ Irrational

^{۱۰} Carpenter and Reimers

درمورد سرمایه گذاری در شرکت هایی که دارای رشد در دارایی ها، نیاز است که اهداف سرمایه گذاران و توانایی ارزیابی عوامل موثر بر رشد دارایی ها را بررسی و مورد مطالعه گردد.

بررسی و مطالعه عوامل رفتاری که اهداف رفتاری سرمایه گذاران را تقویت می کنند می تواند به عنوان راهنمایی برای مدیران، حسابداران، سرمایه گذاران و سهامداران در راستای سیاست های کنترلی رویدادهای مربوطه باشد (سیتی ۱، ۲۰۱۱، ص ۱۷۳). بر اساس تحقیقاتی صورت گرفته و بررسی رفتار بازیگران بازار سرمایه، اهداف سرمایه گذاران، از دو عامل اساسی نشات می گیرد. عامل اول، نگرش سرمایه گذار و عامل دوم، هنجار انتزاعی شکل می باشد. نگرش سرمایه گذار منعکس کننده احساس و علاقه سرمایه گذار درمورد یک تصمیم است، در حالیکه هنجارهای انتزاعی نشان دهنده تاثیر گروه های مختلف مانند اعضای خانواده، دوستان یا آنها بی که به سرمایه گذار نزدیک هستند، که میتواند نظر یا عقیده سرمایه گذار را تغییر دهد (کارپنتر و ریمز، ۲۰۰۵، ص ۱۱۸). نویسنده گان بوسیله این مقاله، قصد جلب توجه خوانندگان و استفاده کنندگان از اطلاعات حسابداری به واکنش های سرمایه گذاران و نظریه هایی مرتبط و آن رفتارها را تفسیر و توضیح کردند، نمایند.

واکنش سرمایه گذاران در برابر رشد دارایی های شرکت ها

سرمایه گذار با رفتار منطقی، در صورت مواجه شدن با یک اندازه از ریسک در دو فرصت یا زمینه سرمایه گذاری، سرمایه گذاری را انتخاب می نماید که بازده بالاتر داشته باشد (آقایی و مختاریان، ۱۳۸۳، ص ۲). امروز در بازارهای سرمایه، هرچند سرمایه گذاران برای انتخاب سرمایه گذاری سعی می کنند دامنه وسیعی از عوامل را مد نظر قرار دهند، اما برخی وقت ها تصمیم گیری سرمایه گذاران بر اساس آزمون و خطاب، تجربه و به صورت شهودی اتخاذ می شود. مطالعات گذشته بیان گر این است که برخی از رفتارهای سرمایه گذاران از روی پیروی از تصمیم گیری دیگر سرمایه گذاران و همنوا شدن با آن ها صورت

می‌گیرد (وکیلی‌فرد، فروغ نژاد و خوشنود، ۱۳۹۲، ص ۲۰). بیشتر تحقیقات و مطالعات انجام شده در مورد روانشناسی مالی نشان می‌دهد که تصمیم‌های سرمایه‌گذاری ممکن است تحت تاثیر عوامل داخلی مانند خودشناسی و همچنین عوامل خارجی از قبیل نحوه انتخاب سرمایه‌گذار قرار می‌گیرد (شلیفر، ۲۰۰۰، ۱). تصمیم‌های زیاد بدون اطلاعات کافی و بدون ارزیابی منطقی، ریسک‌های بالا تحمل می‌کنند. از دلائل رفتارهای غیر منطقی سرمایه‌گذاران، شفاف نبودن اطلاعات حسابداری و گزارشگری مالی شرکت‌ها و عدم کسب تخصص حسابداری و مالی کافی توسط سهامداران و سرمایه‌گذاران می‌باشد.

واکنش منطقی سرمایه‌گذاران به اطلاعات جدید، از مفروضات اساسی بازار سرمایه کارا به حساب می‌آید. شواهد زیادی وجود دارد، بیان گر این است، که سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات جدید واکنش بیش از اندازه نشان می‌دهند. اغلب شرکت‌هایی که بیشتر سرمایه‌گذاری ۲ می‌کنند و یا کل دارایی‌های خود را افزایش می‌دهند، پس از مدتی، بازده‌های تعديل شده^۳ با ریسک پایین^۴ را تجربه می‌کنند (پاپاناستالسیوپولوس، ۲۰۱۷، ۵، ۴۱). معمولاً سرمایه‌گذاران و سهامداران به دنبال سود متناسب با ریسک موجود و به حداقل رساندن عواید خود از سرمایه‌گذاری هستند و این موضوع را به عنوان هدف از سرمایه‌گذاری قرار می‌دهند، به این دلیل میزان رشد حاصل در دارایی‌ها بر تصمیم‌گیری سهامداران و سرمایه‌گذاران تاثیر می‌گذارد. تحقیقات نشان داد که در صورت تحقق رشد بالا در دارایی‌ها، سود کمتری عاید سهامداران و سرمایه‌گذاران می‌شود. اکثر تحقیقات انجام شده در سطح بین‌المللی، به خصوص در کشورهای دارای بازارهای مالی^۶ پیشرفت‌ه و به نوع کارا، از وجود رابطه منفی بین نرخ رشد حاصل در ترازنامه و بازده‌های آینده اشاره داشتند (آکیکو، یان و تونگ، ۲۰۱۳، ص ۵۲۹). دلائل وجود رابطه منفی^۸ مذکور

^۱ Shleifer

^۲ Investment

^۳ Adjusted Returns

^۴ low Risk

^۵ Papanastasopoulos

^۶ Financial Market

^۷ Akiko, Yan and Tong

^۸ Negative Relation

اغلب به رفتار سرمایه گذاران^۱ در مورد تفسیر رشد حاصل در دارایی های^۲ یک شرکت تعریف گردیده است. در مورد دلایل آن انحرافات رفتاری هنوز بین پژوهش گران و محققان اتفاق نظری وجود ندارد، اما به طور کلی در مورد تفسیر آن انحراف دو دیدگاه^۳ موجود است. دیدگاه اول مبتنی بر رفتار غیر منطقی^۴ و دیگری مبتنی بر رفتار منطقی و عقلایی^۵ سرمایه گذاران می باشد.

دیدگاه اول بر اساس تفسیر غیر منطقی و غیر علمی اطلاعات ترازنامه^۶ توسط سرمایه گذاران و سهامداران و عدم توانایی انعکاس دادن تمام آن اطلاعات در قیمت سهام^۷ به طور صحیح و به موقع صورت می گیرد (کوپر، گیولن و اسکیل، ۲۰۰۸، ص ۱۶۳۳). دیدگاه دوم، بر اساس توضیح منطقی اطلاعات صورت های مالی صورت توسط سرمایه گذاران اتفاق می فتد. مدیران برای کاهش هزینه سرمایه گذاری، اقداماتی را اتخاذ می نمایند که به بهبود فعالیت و عملکرد شرکت ها و بهینه مصرف کردن منابع و دارایی های در اختیار آنان منجر می شود. این مسئله باعث تشویق سرمایه گذاران به سرمایه گذاری بیشتر خواهد شد. تدبیر مدیریت و افزایش سرمایه گذاری، زمینه سودآوری شرکت را نیز افزایش می دهد. این موضوع به مرور زمان به رشد دارایی ها و کاهش بازده های سرمایه گذاری در آینده منجر می گردد، زیرا سرمایه گذاری در چنین شرکت هایی با کاهش ریسک و طبیعتاً به تبع از آن با کاهش بازده مورد انتظار سرمایه گذاران همراه است (لی و ژانگ، ۲۰۱۰، ص ۳۰۲).

تجزیه و تحلیل واکنش سرمایه گذاران

^۱ Investors Behavior

^۲ Assets Growth

^۳ Overview

^۴ Irrational Behavior

^۵ Rational Behavior

^۶ Balance Sheet Information

^۷ Stock Price

^۸ Cooper, Gulen and Schill

^۹ Li and Zhang

طبق دیدگاه مبني بر رفتار عقلائي و منطقى بودن تصميمات سرمایه‌گذاران، محققان بر مبنای چهار فرضيه، فرضيه اكتساب^۱، فرضيه هزينه نمايندگى^۲، فرضيه استخراج^۳ و فرضيه زمان‌بندی بازار^۴ رفتار سرمایه‌گذاران را به طور مفصل‌تر تفسير کرده‌اند (چان، کاريسکي، لاكونيشوك و سوگيانيس^۵، ۲۰۰۸، ص^۶).

فرضيه اكتساب (تصاحب)

يکی از ابزارهای و برنامه‌ريزی‌های رشد و توسعه، تصالح و تملک شركت‌ها است. تملک یا اكتساب یک مفهوم عمومی است که به انتقال کنترل مدیريت شركت هدف از یک گروه اط سهامداران به گروه دیگر از سهامداران گفته می‌شود. تصالح شركت‌ها یا دارايی‌ها شامل ادغام دو شركت، خريد سهام یک شركت دیگر به هدف کنترل و به دست آوردن هيئت مدیره است. دلائل متعددی وجود دارد، مدیران را به تملک شركت‌های دیگر و تصالح دارايی‌ها تشويق می‌کنند، مانند كسب هم افزایي به هدف صرفه جويي در مقاييس^۷، افزایش سهم بازار، افزایش کاري، افزایش توان تحقيق و توسعه، کاهش ريسك، رشد دارايی‌ها و افزایش ثروت صاحبان سهام است (جهانخانی، ثقفي و عارفي، ۱۳۸۵، ص^۸).

تملك شركت‌ها از لحظه هدف اكتساب به دو روش انجام می‌شود، خريidar مالي و خريidar استراتژيك است. خريidar مالي، به دنبال سرمایه‌گذاری و استفاده از فرصت‌های سود، شركت‌ها را تصالح می‌کند، در حاليكه خريidar استراتژيك تصالح شركت‌ها را برای جذب فناوري، بقا در بازار و توسعه كسب و کار انجام می‌دهد. از لحظه نوع رفتار تصالح

^۱ The Ownership Hypothesis

^۲ The Managerial Agency Cost Hypothesis

^۳ The Extrapolation Hypothesis

^۴ The Market Timing Hypothesis

^۵ Chan, Karceski, Lakonishok and Sougionuis

^۶ افزایش در اندازه و حجم تولید، هزینه‌ها و بهای تمام شده محصولات را کاهش می‌دهد. کاهش بهای تمام شده به علت افزایش تولید را صرفه جويي در مقاييس ناميده می‌شود (جهانخانی، ثقفي و عارفي، ۱۳۸۵، ص^۹).

کننده، به دو گروه، تصاحب تهاجمی^۱ و تصاحب دوستانه^۲ تقسیم می‌گردد. در صورت عدم تمایل مدیران شرکت‌های هدف به فروش شرکت‌ها و از خود مقاومتی نشان بدهند، مدیران شرکت‌های خریدار با سهامداران شرکت‌های هدف به طور مستقیم وارد مذاکره می‌شوند و شرکت‌ها را به صورت تهاجمی تصاحب می‌نمایند. اما در زمان عدم مقاومت مدیران شرکت‌های هدف و اعلام همکاری با مدیران شرکت‌های خریدار، تصاحب دوستانه صورت می‌گیرد (لوثگران و ویجی^۳، ۱۹۹۷، ص ۱۷۷۲).

بررسی و ارزیابی^۴ اهداف و انگیزه مدیران از تصاحب و ادغام، می‌تواند موفقیت یا شکست معامله را ارزیابی کرد. برخی از مدیران بر این باور هستند، که تملک شرکت‌ها نقش مهمی در حذف مدیران ناکارا و یا فشار به مدیران فعلی برای افزایش سودآوری دارد. اهداف متفاوتی وجود دارد، باعث تمایل مدیران به تصاحب شرکت‌ها می‌شود، برخی مدیران به دنبال صرفه‌جویی در مقیاس، صرفه‌جویی در حیطه، افزایش سهم بازار و دستیابی به قدرت، ورود به بازارهای بین المللی، کاهش نیروی انسانی و مواد اولیه، کاهش هزینه‌های مالی و افزایش ظرفیت بدھی، استفاده از مزیت مالیاتی، کاهش رقابت و ریسک و افزایش ارزش برای شرکت‌ها است. اهداف و انگیزه‌های ذکر شده با اهداف سهامداران همسو و به افزایش ثروت سهامداران منجر می‌شود. اما اهداف برخی مدیران با اهداف سهامداران در تضاد می‌باشد. هدف آن مدیران از تصاحب، اراضی غرور و توسعه طلبی است. آنان خلق ارزش و اهداف سازمان را فرامو و انگیزه‌های شخصی پیدا کردند و تنها به دنبال به ثمر رساندن استعدادها و توانایی‌های خود را پیگیری می‌کنند (جهانخانی، ثقفی و عارفی، ۱۳۸۵، ص ۵۷). این نوع از رشد حاصل در ارقام دارایی‌ها می‌تواند به بروز زیان سهامداران و ورسکستگی شرکت‌ها منجر شود.

بر اساس توضیح گذشته و طبق فرضیه اکتساب (تملک)، شرکت‌ها به هدف گسترش دارایی‌های خود، شرکت‌های دیگر را به تملک خود درمی‌آورند. پژوهش‌های گذشته نشان

^۱ Aggressive Takeover

^۲ Friendly Takeover

^۳ Loughran and Vijh

^۴ Analyses

داده که جذب شرکت‌ها و تملک آن‌ها ممکن است تاثیر منفی بر ثروت سهامداران داشته باشد. در اغلب موقع این اتفاق می‌افتد که مدیران از خرید شرکت‌های دیگر قصد رسیدن به منافع خود دارند و لزوماً به دلیل افزایش دارایی شرکت‌ها نیست. در نتیجه سرمایه‌گذاران پس از مدتی به دلیل شیوه مدیریتی ضعیف و نبودن سیاست و برنامه‌ریزی صحیح جهت استفاده از دارایی‌های جدید، به کاهش مشارکت و سرمایه‌گذاری خود در شرکت خریدار تمایل پیدا می‌کنند (لئوگران و ویجی، ۱۹۹۷، ص ۱۷۷۲).

نظریه هزینه نمایندگی

همانطور که در پیش اشاره شد، مهم‌ترین اهداف واحدهای تجاری حد اکثر نمودن ثروت سهامداران به حساب می‌آید. پس از رشد کردند شرکت‌ها و جدا شدن مالکیت از مدیریت، تصمیم‌گیری روزمره شرکت‌ها به مدیران تفویض شد از طرف سهامداران، این موضوع به ایجاد مشکلی بنام مشکل نمایندگی منجر شد، زیرا در همه موارد منافع مدیریت و مالکیت همسو و هم‌جهت نیست و مدیریت با دست‌کاری اطلاعات می‌تواند به نحوی بر تصمیم‌گیری مالکیت تاثیر بگذارد. به عبارتی دیگر، جدا شدن مدیریت از مالکیت و تفویض تصمیم‌گیری به مدیریت، باعث شد بحث عدم تقارن اطلاعات^۱ بین مالکیت و مدیریت و ایجاد مشکل نمایندگی^۲ به وجود آید (فروزنده، ۱۳۹۲). برخی موقع علاوه بر تضاد منافع مدیریت با سهامداران، تضاد منافع بین مدیریت از یک طرف، و از طرف دیگر با کارکنان، مشتریان، تامین کنندگان مواد اولیه، اعتبار دهنده‌گان و برخی از سازمان‌های دولتی نیز به وجود می‌آید.

مشکل نمایندگی باعث شد، سهامداران را به فکر پیدا کردن راه برای کنترل مدیریت بیفتند. فرض مهم تئوری نمایندگی^۳ این است که کنترل و تایید کارهای مدیریت از طرف مالکیت کار مشکل و پر هزینه است. هزینه‌های نمایندگی ناشی از سعی سهامداران برای کنترل مدیریت که اغلب دارای هزینه سنگینی است (حساس یگانه، ۱۳۸۴، ص ۱۱).

^۱ Information Asymmetry

^۲ Agency Problem

^۳ Agency Theory

هیل و جونز^۱ (۱۹۹۲) هزینه های نمایندگی اینگونه تعریف کردند "مجموع هزینه های کنترل کارگزاران (مدیریت)، هزینه های الزام کارگزاران و هر گونه زیان مازاد باقی مانده"، هزینه های نمایندگی، هزینه هایی هستند که مالکیت به دلیل نظارت بر عملکرد، فعالیت ها و اقدامات مدیریت متحمل می شود تا از اهداف مالکیت به خصوص حد اکثر رساندن منافع سهامداران اطمینان لازم را به دست آورد، به عبارتی دیگر، هزینه های که سهامداران در جهت کم کردن تضاد منافع مدیریت با خود می پردازند. برخی از صاحب نظران، هزینه های نمایندگی به سه گروه تقسیم کردند، هزینه های نظارت بر عملکرد مدیران مانند حسابرسی و رویه های کنترلی، هزینه های مربوط به ساختار سازمانی جهت محدود کردن رفتار نامطلوب مدیریت و هزینه های فرصت از طریق ایجاد محدودیت برای مدیریت است.

فرضیه هزینه نمایندگی، دلیل رفتار مدیران که در فرضیه اکتساب ذکر شد را توضیح می دهد. بر مبنای این فرضیه مدیران و سهامداران در مورد آینده و اهداف سازمانی با هم تضاد منافع دارند. زیرا ممکن است در حالی که سهامداران به تحقق سودآوری و بهرهوری بالای شرکت علاقه مند هستند، مدیران به دلیل تمایل به افزایش سلطه و نفوذ خود، انگیزه توسعه و رشد شرکت ها را پیدا کنند که ممکن است این مهم به کاهش بهرهوری شرکت ها نیز منجر شود، زیرا این مسئله باعث رشد قدرت و افزایش اعتبار و منابع تحت کنترل آنها می گردد. از طرف دیگر، رشد در اندازه شرکت^۲ به طور غیر مستقیم با مزایا و پاداش مدیران در ارتباط است (جنسن^۳، ۱۹۸۶، ص ۳۲۵). در نتیجه، اگر افزایش رشد دارایی ها به دلیل ساختن امپراتوری مدیریت باشد، پیش بینی می شود در نتایج عملکرد و درآمد در آینده تاثیر منفی خواهد داشت. از این رو سرمایه گذاران که انگیزه واقعی مدیران را نمی دانند در مرحله اول به میزان افزایش حاصل در دارایی ها اهمیت داده و آن را مورد توجه قرار می دهند اما در سال های پس از ملاحظه عملکرد و درآمد شرکت،

^۱ Hill and Jones

^۲ Firm Size

^۳ Jensen

تصمیم پیشین را اصلاح کرده و بر مبنای اطلاعات جدید، تصمیم پسین را اتخاذ می-نمایند.

روش‌های استخراج

روش‌های استخراج^۱، فرآیندی یا تکنیک آماری برای بدست آوردن داده‌های مجهول مورد نیاز از داده‌های معلوم. از استخراج در پیش‌بینی داده‌های آینده با به کارگیری داده‌های تاریخی نیز استفاده می‌شود، به طور مثال برآورد میزان جمعیت پس از چند سال آینده بر مبنای میزان جمعیت فعلی و نرخ رشد آن جمعیت در سال‌های گذشته (آکیکو، یان و تونگ، ۲۰۱۳، ص ۵۳۹). نتایج حاصل از روش‌های استخراج، زمانی می-توانند درست باشند که در داده‌های گذشته هیچ وقفه‌ای ایجاد نشده باشد. هرچند در دنیای واقعی، روش‌های استخراج به طور قاطع نمی‌توانند نتایج دقیق بدهد، زیرا همیشه عواملی غیر قابل پیش‌بینی وجود دارند که می‌توانند روند کنونی و آینده با روند گذشته را متفاوت کنند (لاکونیشک، شلیفر و ویشنی، ۱۹۹۴، ص ۱۵۵۱).

به عبارتی دیگر، روش‌های استخراج همان برآورد ارزش‌های حقایق نامعلوم که در منطقه مجهول قرار دارند، بر اساس یک سلسله متوالی از ارزش‌ها یا واقعیت‌های معلوم و شناخته شده است. از روش‌های استخراج می‌توان در پیش‌بینی‌های کوتاه مدت یا دور مدت استفاده نمود. تجربه نشان داد، زمانی خطاهای پیش‌بینی روش‌های استخراج افزایش می‌یابد که از آن‌ها برای پیش‌بینی حقایق و ارزش‌ها طی مدت طولانی استفاده شود. روش‌های استخراج به سه گروه تقسیم می‌شوند، روش‌های استخراج ساده، که این روش از دقیق‌ترین روش‌های استخراج به حساب می‌آید. روش‌های استخراج ساده دارای ساختارهای ریاضی ساده و تنها به داده‌های دو نقطه‌ای نیاز دارند. گروه دوم روش‌های استخراج کامل می‌باشد. این روش‌ها دارای ساختار ریاضی پیچیده‌تر از روش‌ها گروه اول و به تعدادی از داده‌ها و ارزیابی آمای از پارامترهای مدل نیاز دارند. گروه سوم روش‌های

^۱ Extrapolation Method

^۲ Lakonishok, Shleifer and Vishnt

استخراج ضریب همبستگی است. این روش بیان گر جمعیت کوچک‌تر به عنوان درصدی از جمعیت بزرگ‌تر می‌باشد.

اکنون پس از آشنایی جزئی با روش‌های استخراج، به بحث اصلی این مقاله برمی‌گردیم. نظریه استخراج، در مورد علل انحراف تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و ضعف عملکرد شرکت‌هایی که رشد سریع در دارایی‌های خود داشته‌اند، در سال‌های متوالی آن رشد توضیح متفاوتی ارائه می‌نماید. اکثر سرمایه‌گذاران برای پیش‌بینی وضعیت، عملکرد و درآمد شرکت‌ها بر فعالیت و عملکرد شرکت‌ها در گذشته تکیه می‌کنند. به عبارتی دیگر، سرمایه‌گذاران و سهامداران معتقدند که شرکت‌هایی که دارای درآمد بالا در گذشته بوده‌اند، سودآوری خود را در آینده نیز حفظ خواهند کرد. در نتیجه، سهامداران و سرمایه‌گذاران ممکن است شرکت‌های دارای رشد بالا در دارایی‌ها را بیش از ارزش واقعی آن‌ها ارزیابی کنند، زیرا احتمال می‌دهند که سودآوری گذشته را در آینده نیز داشته باشند. با این حال، هر کاهشی در عملکرد و درآمد آن شرکت‌ها ممکن است سرمایه‌گذاران را غافل‌گیر کند. در چنین شرایط سرمایه‌گذاران از ادامه سرمایه‌گذاری صرف نظر کرده و تصمیم خود را با شرایط جدید تغییر می‌دهند (آکیکو، یان و تونگ، ۲۰۱۳، ص ۵۳۴).

نظریه زمان‌بندی بازار

تئوری زمان‌بندی بازار^۱، یکی از نظریه‌هایی که موضوع تامین نقدینگی لازم جهت انجام پروژه‌های اقتصادی و تعیین ساختار سرمایه شرکت‌ها را بررسی و موضع مطالعه قرار می‌دهد. طبق آن نظریه، به طور کلی شرکت‌ها در ابتدا به منبع تامین سرمایه مورد نیاز اهمیتی نمی‌دهند و سرمایه اولیه از طریق بدھی یا از طریق آورده صاحبان سرمایه چندان تفاوتی ندارد، اما در زمانی که قیمت سهام به ارزش بالاتر از ارزش دفتر بررسند شرکت‌ها اقدام به تغییر ساختار سرمایه و نقدینگی لازم را تامین مینمایند. نظریه زمان‌بندی بازار به دلائل بالا رفتن قیمت و ارزش بازاری سهام پرداخت نمی‌کند، بلکه فرض می‌کند که شرکت‌ها در آن زمان زودتر از سایر بازیگران بازار سرمایه از تغییر ارزش سهام مطلع

^۱ Market Timing Theory

می‌شوند (Baker و Wurgler^۱، ۲۰۰۲، ص ۳). به عبارتی دیگر، شرکت‌ها زمان انتشار سهام را بر مبنای ارزش سهام در بازار تعیین می‌کنند. مدیریت زمانی اقدام به انتشار سهام می‌کند، که نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام شرکت‌ها بالا باشد. مدیران بر این عقیده هستند، سهام شرکت‌ها در موقعیت‌ها مختلف در بازارهای سرمایه بیش از واقع قیمت-گذاری می‌شود. انتشار سهام در آن زمان به نفع شرکت‌ها است (کردستانی و پیرداوری، ۱۳۹۱، ص ۱۲۳).

طبق نظریه زمان‌بندی بازار، افزایش دارایی‌های یک شرکت ممکن است زمانی رخ دهد که مدیران با توجه به قیمت بالای سهام در بازار سرمایه که ممکن است بیش از ارزش واقعی خود باشد به هدف کنترل قیمت سهام در بازار، یا تامین نقدینگی مورد نیاز یک پروژه سرمایه‌گذاری سهام جدید عرضه نمایند. در این حالت، اعداد و ارقام دارایی‌های کل افزایش می‌یابد، زیرا شرکت‌ها از طریق فروش سهام جدید، مبالغ نقد دریافت می‌کند و از محل وجود نقد دریافتی، دارایی‌های ثابت خرید می‌نماید. هنگامی که شرکت‌ها سهام جدید را عرضه کنند، سرمایه‌گذاران متوجه می‌شوند (احتمالاً با تاخیر) که قیمت سهام شرکت فراتر از واقع بوده و این مسئله منجر به تصحیح تصمیم آنها در مورد ادامه سرمایه-گذاری می‌شود (Constantinou، Karali و Papanastasopoulos^۲، ۲۰۱۷، ص ۷۳۳)، و انحراف در رفتار سرمایه‌گذاران ایجاد می‌شود.

تأثیر رشد دارایی‌ها در شرکت‌های سودآور و شرکت‌های زیان ده بر تصمیم‌گیری سهامداران و سرمایه‌گذاران

از دیگر موضوعاتی که با رفتار سرمایه‌گذاران و سهامداران ارتباط دارد، واکنش نسبت به شرکت‌های دارای رشد دارایی‌ها اما زیان ده است. طبیعی است که سرمایه‌گذاران در برابر زیان واکنشی متفاوت از واکنش در برابر سود، از خود نشان دهند. از این رو سرمایه‌گذاران معتقدند که طبقه‌بندی کردن شرکت‌ها بر اساس سود (شرکت‌های سودآور و شرکت‌های زیان ده)، یک روش مهم و ساده است که می‌توان از آن به عنوان نقطه مرجعیت استفاده

^۱ Baker and Wurgler

^۲ Constantinou, Karali and papanastasopoulos

کرد، زیرا آنان توان پردازش مقادیر اطلاعات افزایش که با آن روبرو می شوند را ندارند (پینوک، شبکه ۲۰۱۳، ص ۴۲۷).

ویژگی های منحصر به فرد شرکت های زیان ده، همچنین امکان استفاده از شاخص زیان به عنوان معیار رهنما، ممکن است باعث رخدادن خطای سیستماتیک و اتخاذ تصمیم های نادرست در واکنش به اطلاعات مالی آن شرکت ها و علی الخصوص رشد دارایی ها شود. این واکنش به علت عقلانیت محدود سرمایه گذاران و تمایل آنان به کاهش هزینه های پردازش اطلاعات می باشد. به همین دلیل، پیش بینی می شود که انحراف سرمایه گذاری در شرکت های زیان ده دارای رشد در دارایی ها، بیشتر و واضح تر از شرکت های سودآور دارای رشد در دارایی ها باشد (گروبیس ۲۰۱۴، ص ۱۰۱). بسیاری از شرکت ها در سال های اول برنامه ریزی و اجرای طرح های توسعه و رشد با زیان مواجه هستند، زیرا آن سال ها، سال های فن داسیون گذاری به حساب می آید که ثمر آن در سال های بعد قابل مشاهده و لمس می باشد. برخی از پروژه ها قدرت جذب قوی نقدینگی موجود در شرکت ها و در اختیار مدیران را دارند. این مسئله در بعضی مواقع ممکن است بر درآمد و سودآوری شرکت ها در سال های اول تاثیر بگذارد. به همین دلیل فراهم کردن اطلاعات شفاف، ساده، قابل درک عموم سرمایه گذاران و به موقع بودن درباره برنامه ریزی و اهداف مدیران می تواند به سرمایه گذاران کمک کند تا واکنش صحیح و تصمیم های مناسب را اتخاذ نمایند.

خلاصه

برخی از سرمایه گذاران از اینکه توان کسب دانش لازم جهت تجزیه و تحلیل شاخص های حسابداری و گزارش های مالی را ندارند، ناچار هستند از دیگران را پیروی و به رفتار و تصمیم آن ها اعتماد کنند. برخی از سرمایه گذاران در بعضی از تصمیم های سرمایه گذاری رفتار غیر منطقی از خود نشان می دهند. برخی دیگر، هر چند رفتارشان با محاسبات بازار

^۱ Information Values

^۲ Pinnuck and Shekhar

^۳ Grobys

سرمایه ناهمانگ و غیر منطقی به حساب می‌آید اما به سود قابل توجهی می‌رسند. در این مقاله با توجه به شاخص مهم رشد دارایی‌های شرکت‌ها به واکنش سرمایه‌گذاران هنگام تصمیم‌گیری درمورد سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که در دارایی‌های خود رشد دارند یا نشان‌های از رشد در آن‌ها در آینده، تفسیر آن واکنش‌های منطقی و غیر منطقی از دیدگاه چند نظریه، به علاوه مرواری بر واکنش سرمایه‌گذاران در برابر شرکت‌های سودآور و شرکت‌های زیان ده پرداخت شد.

طبعتا سرمایه‌گذاران با کسب دانش لازم در مورد تئوری‌ها و نظریه‌های مالی رفتاری، در مورد رفتار و تصمیم‌گیری درمورد سرمایه‌گذاری تجدید نظری خواهند کرد. شاخص رشد دارایی شرکت‌ها، یک شاخصی که تحت تاثیر عوامل زیاد واقع می‌شود. مهم‌ترین عامل، رفتار و اهداف مدیریت به حساب می‌آید. عملکرد و سابقه مدیریت در سال‌های گذشته، افشاری اطلاعات کامل و لازم در مورد وضعیت شرکت‌ها و اطلاعات مرتبط با رشد دارایی‌ها و ثروت سهامداران، از عواملی که می‌تواند بر رفتار سرمایه‌گذاران تاثیر یگذارد. حسابداران به موضوع رفتار سرمایه‌گذاران در برابر رشد دارایی‌ها مطالعه و توجه لازم از خود نشان بدهند.

منابع

- ۱- آقایی، محمدعلی و مختاریان، امید، (۱۳۸۳)، بررسی عوامل موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه بررسی حسابداری و حسابرسی*، سال یازدهم، شماره ۳۶، تابستان ۱۳۸۳، صص ۲۵-۳.
- ۲- جهانخانی، علی، ثقفی، علی و عارفی، اصغر، (۱۳۸۵)، مبانی تئوریک و کاربردی تصاحب و ادغام شرکت‌ها، *تحقیقات مالی*، سال ۸، شماره ۲۱، بهار و تابستان ۱۳۸۵، صص ۷۴-۴۷.
- ۳- حساس یگانه، یحیی، (۱۳۸۴)، مبانی نظری حاکمیت شرکتی، *حسابدار*، سال بیستم، شماره ۱۶۸، صص ۵۷-۱۰.
- ۴- فروزنده، جواد، (۱۳۹۲)، *تئوری هزینه نمایندگی*، دومین همایش ملی علوم مدیریت نوین، گرگان، موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی حکیم جرجانی،
- 5- https://www.civilica.com/Paper-CMMS02-CMMS02_024.html
- ۶- کردستانی، غلامرضا و پیرداوری، طناز، (۱۳۹۱)، ساختار سرمایه، آزمون تجربی نظری زمانبندی بازار، *مجله دانش حسابداری*، سال سوم، شماره ۹، تابستان ۱۳۹۱، صص ۱۴۲-۱۲۳.
- ۷- وکیلی فرد، حمیدرضا، فروغ نژاد، حیدر و خوشنود، مهدی، (۱۳۹۲)، *ارزیابی رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با روش فرآیند تحلیل شبکه‌ای*، *فصلنامه علمی-پژوهشی مدیریت دارایی و تامین مالی*، سال اول، شماره ۲، ۲، پاییز ۱۳۹۲، صص ۳۴-۱۹.
- 8- Akiko, W., Yan, X., Tong, Y., (2013), The Asset Growth Effect: Insights from International equity markets, *Journal of Financial Economics*, 108, 529-563.
- 9- Baker and Wurgler, "Market Timing and Capital Structure", *The Journal of Finance*, 2002. http://www.blackwellpublishing.com/content/BPL_Images/Journal_Samples/JOFI0022-1082~57~1~414%5C414.pdf

- 10- Carpenter, T. D., Reimers, J. L. (2005). Unethical and fraudulent financial reporting: Applying the theory of planned behavior. *Journal of Business Ethics*, 60(2), 115-129.
- 11- Chan, L., Karceski, J., Lakonishok, J., Sougiannis, T. 2008. Balance sheet growth and the predictability of stock returns. Working paper, available at: http://uic.edu/documents/soug_iannis/paper.pdf
- 12- Cooper, M., Gulen, H., Schill, M., (2008), Asset Growth and the Cross Section of stock returns, *Journal of finance* 63, 1609-1651.
- 13- Constantinou. Georgios, Karali. Angeliki. Papanastasopoulos. Georgios, (2017) "Asset growth and the cross section of stock returns: evidence from Greek listed firms", *Management Decision*, Vol. 55 Issue: 5, doi: 10.1108/MD-05-2016-0344
- 14- Grobys, K. 2014. Momentum in global equity markets in times of troubles: Does the economic state matter? *Economic Letters*, 123, 100-103.
- 15- Hill, C., and Jones, T., (1992), Stakeholder-agency theory, *Journal of Financial Economics*, 3, Octoper.
- 16- Jensen, M. C. (1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323–329.
- 17- Lakonishok, J., Shleifer, A., Vishny, R. W., 1994. Contrarian Investment, extrapolation, and risk. *Journal of Finance*, 49(5), 1541–1578.
- 18- Loughran, T.,Vijh, A. M. (1997). Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions. *Journal of Finance*, 52, p. 1765–1790.
- 19- Siti Noor Hayati, M. Z., Kamil, M. I., Rashidah, A. R., & Wah, Y. B. (2011). Antecedents of NonNormal Financial Reporting. *International Journal of Business and Social Science*, 2(5), 170-178.
- 20- Shleifer, Andrei, (2000), Inefficient Market: An Introduction to Behavioral, *Journal of economic psychology*. Li, D., Zhang, L. (2010), Does q-theory with investment frictions explain anomalies in the cross-section of returns? *Journal of Financial Economics*, 98, 297-314.
- 21- Loughran, T.,Vijh, A. M. (1997). Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions. *Journal of Finance*, 52, p. 1765–1790.
- 22- Papanastasopoulos, G.A., Asset growth anomaly in Europe: Do profits and losses matter?, *Economics Letters* (2017), <http://dx.doi.org/10.1016/j.econlet.2017.04.029>
- 23- Pinnuck, M., Shekhar, C, (2013). The profit versus loss heuristic and firm financing decisions. *Accounting, Organizations and Society*, 38, 420-439.