

Original Research

The Impact of Abnormal Growth of Inventories on Expected Stock Returns for Listed Companies on the Tehran Stock Exchange

Loghman Mohamadpour¹, Azad Noori^{2*}

¹Lecturer, Accounting Department, Saqez Technical and Vocational School, Technical and Vocational University (TVU), Kurdistan, Iran.

²Lecturer, Department of Electrical and Computer Engineering, Saqez Technical and Vocational School, Technical and Vocational University (TVU), Kurdistan, Iran.

ARTICLE INFO

Received: 01.26.2020

Revised: 12.05.2020

Accepted: 12.07.2020

Keyword:

abnormal growth of inventories
expected stock returns
panel data
systematic risk

***Corresponding Author:**

Azad Noori

Email: a-noori@tvu.ac.ir

ABSTRACT

This study was aimed at examining the impact of abnormal growth of inventories on expected stock returns for listed companies on the Tehran Stock Exchange. This study was based on library, analytical-causal study and analysis of panel data (data panel). It deals with financial information from 102 listed companies on the Tehran Stock Exchange between 2003 -2014 (1224 companies). The results suggested that the abnormal growth of inventories had a significant, direct impact on expected stock returns whereas similar studies in other countries, for instance the U.S.A, have demonstrated contradictory results. One main reason for the contradictory results might be inflation in Iran to the point that the unusual increase of inventories led to the rise in prices and thus more return.

تأثیر رشد غیرعادی موجودی‌ها بر بازده مورد انتظار سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

لقمان محمدپور^۱، آزاد نوری^{۲*}

۱- مربی، دپارتمان حسابداری، دانشکده فنی و حرفه‌ای سقز، دانشگاه فنی و حرفه‌ای استان کردستان، ایران.
۲- مربی، دپارتمان مهندسی برق و کامپیوتر، دانشکده فنی و حرفه‌ای سقز، دانشگاه فنی و حرفه‌ای استان کردستان، ایران.

چکیده

اطلاعات مقاله

هدف این پژوهش، بررسی تأثیر رشد غیرعادی موجودی‌ها بر بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها است. این پژوهش، از نوع مطالعه کتابخانه‌ای و تحلیلی- علی و مبتنی بر تحلیل داده‌های تابلویی (پانل دیتا) است. در این پژوهش، اطلاعات مالی ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۲ به کمک تکنیک‌های داده‌کاوی بررسی شده است (۱۲۲۴ شرکت- سال). نتایج تحقیق در ارتباط با تأیید فرضیه، نشان از آن داشت که رشد غیرعادی موجودی‌ها، بر بازده مورد انتظار سهام، تأثیر معنادار و مستقیمی دارد. در حالی که تحقیقات مشابه انجام شده در سایر کشورها از جمله آمریکا، بر عکس نتیجه مورد نظر به دست آمده است؛ بنابراین با بررسی تحقیق انجام شده در ایالات متحده و ایران، دو نتیجه معکوس حاصل شد که در تفسیر تحقیقات فوق می‌توان به این نکته اشاره کرد که عامل اصلی معکوس بودن دو نتیجه، احتمالاً تورم در ایران است که افزایش غیرعادی موجودی با افزایش قیمت آنها همراه می‌شود؛ در نتیجه، بازده بیشتری حاصل می‌گردد.

دریافت مقاله: ۱۳۹۸/۱۱/۰۶

بازنگری مقاله: ۱۳۹۹/۰۹/۱۵

پذیرش مقاله: ۱۳۹۹/۰۹/۱۷

کلید واژگان:

رشد غیرعادی موجودی‌ها
بازده مورد انتظار سهام
پانل دیتا
ریسک سیستماتیک

*نویسنده مسئول: آزاد نوری

پست الکترونیکی:

a-noori@tvu.ac.ir

مقدمه

در تعریف سرمایه‌گذاری می‌توان گفت که سرمایه‌گذاری، نوعی دارایی است که واحد سرمایه‌گذار برای افزایش منافع اقتصادی، نگهداری می‌کند. سرمایه‌گذاری ممکن است به اشکال مختلفی صورت گیرد و به دلایل گوناگونی نگهداری شود که یکی از انواع سرمایه‌گذاری‌ها، سرمایه‌گذاری در افزایش سطح موجودی‌های شرکت‌ها می‌باشد. دلیل اصلی مطالعه سرمایه‌گذاری آن است که نوسانات سرمایه‌گذاری، به شناخت چرخه کسب‌وکار کمک می‌کند. دلیل دیگر آن است که سطح مخارج سرمایه‌گذاری می‌تواند به‌طور چشمگیری تحت تأثیر سیاست‌های مالی قرار گیرد. در بازار سرمایه، همواره تمایل زیادی برای ارزیابی عملکرد سرمایه‌گذاری در موجودی‌ها وجود دارد؛ زیرا ارزیابی عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری به عنوان ارزیابی عملکرد متخصصان سرمایه‌گذاری، یکی از مباحث مطرح در حوزه سرمایه‌گذاری می‌باشد. مدیران با سرمایه‌گذاری در طرح‌های و پروژه‌های مختلف تلاش دارند تا سودآوری و جریان وجه نقد آتی شرکت را نیز تأمین کنند؛ از این رو گاهی، مدیران، اقدام به سرمایه‌گذاری‌های بیش از اندازه در موجودی‌های شرکت‌ها می‌کنند که باعث بروز مسائلی از جمله کاهش وجه نقد نگهداری شده در شرکت می‌شود و می‌تواند منجر به بروز مسئله نمایندگی و کاهش توان مالی شرکت در انتخاب تصمیم‌گیرهای مختلف نیز شود.

موجودی‌های شرکت‌ها یکی دیگر از عوامل حساس و مهم در زمینه پیشبرد اهداف بلندمدت و کوتاه‌مدت شرکت‌ها هستند. تغییرات در سطح موجودی‌ها به نحوی در ارتباط با کاهش یا افزایش نقدینگی شرکت و فروش شرکت‌ها است؛ بنابراین افزایش و کاهش فروش شرکت‌ها به نوعی با توان مالی شرکت‌ها در ارتباط می‌باشد. رشد غیرعادی موجودی‌ها، عاملی اساسی و بنیادی در ارتباط با سرمایه‌گذاری‌ها و تصمیمات سرمایه‌گذاران است. سرمایه‌گذاران و خریداران سهام، در وضعیت عادی، به دنبال شرکت‌هایی می‌گردند که بازده سهام واقعی و پیش‌بینی شده بالاتری داشته باشند و کمتر به ریسک شرکت توجه کنند و بیشتر نظر خود را معطوف به بزرگی و کوچکی شرکت‌ها کنند. در واقع، آن چیزی که بازدهی یک شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد، در حالت کلی، وضعیت درون‌سازمانی و برون‌سازمانی است، برخی از آن‌ها عبارتند از: ریسک سیستماتیک، اندازه شرکت، ارزش بازار سهام و نرخ رشد قیمت سهام، نسبت سرمایه‌گذاری در موجودی‌ها. برخی معتقد بودند که اندازه شرکت، بر بازده سهام، تأثیر دارد؛ یعنی طبق طبقه‌بندی شرکت‌ها به دو گروه شرکت‌های بزرگ و کوچک، می‌توان نسبت به انجام سرمایه‌گذاری با سودآوری بالاتر، تصمیم گرفت. پس اگر سرمایه‌گذار، مجموعه عوامل درون‌سازمانی و برون‌سازمانی را در ارتباط با بازدهی مدنظر قرار دهد، قطعاً به نتایج مطلوبی در ارتباط با انتخاب شرکت مورد نظر برای خرید سهام و سرمایه‌گذاری در آن خواهد رسید. همچنین سرمایه‌گذاران در ارتباط با خرید انواع سبد سهام پیش روی، حساسیت‌های متفاوتی از خود نشان می‌دهند و بیشترین توجه خود را معطوف به بازدهی سهام در سال مورد بررسی می‌کنند. با توجه به مطالب پیش‌گفته، هدف اصلی ما در این پژوهش، پاسخ به این سؤال اصلی است که آیا رشد غیرعادی موجودی‌ها، بر بازده سهام در بلندمدت، تأثیر دارد یا خیر؟

در بسیاری از شرکت‌ها، موجودی مواد و کالا، یکی از اقلام مهمی است که بر صورت سود و زیان (بهای تمام‌شده فروش) و ترازنامه، مؤثر است. موجودی مواد و کالا در ترازنامه با انعکاس در دارایی‌های جاری و سپس سرمایه در گردش، به نوعی نماد توان مالی در کوتاه‌مدت است. پس از فروش کالای خریداری شده یا ساخته شده، بهای تمام‌شده موجودی‌ها به عنوان یک هزینه در صورت سود و زیان، از درآمد فروش، کسر می‌شود. تفاوت درآمد فروش و بهای تمام‌شده فروش، سود ناخالص است که بیانگر حاشیه سودی است که از فروش به‌دست می‌آید. ارقام مرتبط با موجودی‌ها در صورت‌های مالی نقش بنیادی در تحلیل وضعیت مالی و عملکرد مالی شرکت‌ها دارد و به همین دلیل، شناخت، اندازه‌گیری و افشای آن در حسابداری بسیار مهم است.

موجودی مواد و کالا به دارایی‌هایی اطلاق می‌شود که:

- برای فروش در روال عادی عملیات واحد تجاری نگهداری می‌شود.
- به‌منظور ساخت محصول یا ارائه خدمات در فرایند تولید قرار دارد.

- به‌منظور ساخت محصول یا ارائه خدمات، خریداری شده و نگهداری می‌شود.
 - ماهیت مصرفی دارد و غیرمستقیم در زمینه فعالیت واحد تجاری مصرف می‌شود.
- در دوگروه از شرکت‌ها، موجودی‌ها اهمیت بیشتری دارد: گروه اول، شرکت‌های بازرگانی است که معمولاً یک حساب موجودی دارند. و گروه دوم، شرکت‌های تولیدی است که معمولاً سه گروه موجودی دارند:
- مواد خام: مواد اولیه که در فرایند تولید به محصول یا کالای ساخته‌شده تبدیل می‌شوند.
 - کالای در جریان ساخت: کالایی است که فرایند تولید آن آغاز شده ولی هنوز به طور کامل تکمیل نشده است.
 - کالای ساخته‌شده: کالایی است که فرایند تولید را پشت سر گذاشته است.
- با توجه به پیشینه موضوع تحقیق تاکنون به طور مستقیم تأثیر رشد غیرعادی موجودی‌ها بر بازده موردانتظار سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی نشده است. همچنین شواهد موجود در رابطه با تحقیق‌های انجام شده در زمینه‌های مشابه با این موضوع، بیانگر آن است که تحقیق در این زمینه خصوصاً رابطه رشد غیرعادی موجودی‌های شرکت‌ها که به طور مستقیم در ارتباط با افزایش سرمایه‌گذاری‌های سودآور و اهداف بلندمدت شرکت‌ها است، می‌تواند راه‌گشای اساسی برای دستیابی به اهداف بلندمدت شرکت‌ها که همانا افزایش کمیّت و کیفیت استفاده بهینه از جریان‌های نقدی شرکت است، باشد. با توجه به بررسی‌های به عمل آمده و با توجه به محدودیت‌های موجود در رابطه با رشد غیرعادی موجودی‌ها، این اولین پژوهش در ایران است. از طرفی، نقش اصلی موفقیت در رقابت شرکت‌ها را بازده موردانتظار سهام تعیین می‌کند. شرکت‌ها به رقابت می‌پردازند تا بازگشت سرمایه خود را افزایش دهند، جایگاه خود را در بازار تحکیم بخشند، رقبای خود را از دور خارج کنند و قدرت بازار را در دست گیرند. یکی از نقش‌های اولیه بورس تخصیص بهینه سرمایه است و یکی از موارد مهم تخصیص هزینه در شرکت‌ها، رشد غیرعادی موجودی‌های شرکت‌ها است.

متغیر وابسته

بازده مورد انتظار شرکت: عبارتست از بازده تخمینی که سرمایه‌گذاران انتظار دارند در یک دوره آینده به‌دست آورند. شارپ در تحقیقات خود اثبات کرد که جهت‌گیری بازار ناشی از بازده مورد انتظار یک اوراق بهادار منحصربه‌فرد است که مساوی است با: بازده یک دارایی بدون ریسک به علاوه ریسک نسبی اوراق بهادار (β) ضربدار اختلاف بازده پرتفوی بازار منهای بازده دارایی بدون ریسک.

متغیر مستقل

رشد غیر عادی موجودی‌ها شرکت: برابر است با افزایش نرخ رشد موجودی‌ها بر نرخ رشد فروش شرکت که نرخ رشد موجودی‌ها از مبلغ موجودی‌ها در سال جاری بر مبلغ موجودی‌ها در سال قبل و نرخ رشد فروش نیز با مبلغ بهای تمام‌شده کالای فروش‌رفته در سال جاری بر مبلغ بهای تمام‌شده کالای فروش‌رفته در سال قبل (با توجه به اینکه موجودی بخشی از بهای تمام شده کالای فروش‌رفته می‌باشد) قابل محاسبه می‌باشد.

متغیرهای کنترلی

- ریسک سیستماتیک شرکت: تغییرپذیری قیمت سهام نسبت شاخص کل سهام (تعیین توسط شاخص بتا).
- ارزش بازار شرکت: ارزش کل سهام شرکت با توجه قیمت سهام در تابلوی بورس اوراق بهادار تهران.
- اندازه شرکت: لگاریتم طبیعی ارزش دفتری مجموع دارایی‌های یک شرکت در طول یک دوره مالی گفته می‌شود.
- نسبت سودآوری شرکت: از رابطه سود خالص دوره جاری نسبت به ارزش دفتری کل دارایی‌ها به‌دست می‌آید.

پیشینه تحقیق

پیشینه داخلی

از جمله مسائلی که بر بازارهای سرمایه در دنیا و همچنین بر میزان سرمایه گذاری در این بازارها نقش دارند متغیرهای کلان اقتصادی می‌باشند که نوسانات آن بر روی بازدهی سهام اثر می‌گذارد (دهقان، ۱۳۹۸: ۲۲-۱۵). از طرفی بین حاشیه سود ناخالص و دوره واریز بستانکاران، نرخ بازده دارایی و دوره واریز بستانکاران و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و دوره واریز بستانکاران، رابطه معناداری وجود دارد (نورزاده، ۱۳۹۷: ۱۳-۱۲).

جعفری و شیخ (۱۳۹۴) به بررسی تأثیر هزینه سرمایه بر بازده موردانتظار سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. جامعه آماری آنها شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ بود که حجم نمونه با توجه به روش غربالگری و پس از حذف مشاهدات پرت، برابر با ۱۰۲ شرکت می‌باشد. در این تحقیق، مورد جریان‌های نقدی پیش‌بینی شده و هزینه سرمایه، به عنوان متغیرهای مستقل در نظر گرفته شده تا تأثیر آنها بر بازده موردانتظار سهام مورد بررسی قرار گیرد. در این تحقیق که از داده‌های تلفیقی و پانل (تابلویی) با اثرات ثابت استفاده شده، نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل ۱۰۲ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ شرکت با استفاده از رگرسیون چندمتغیره در سطح اطمینان ۹۵ درصد نشان می‌دهد جریان‌های نقدی پیش‌بینی شده، تأثیر مستقیم و هزینه سرمایه، تأثیر معکوس بر بازده مورد انتظار سهام دارد.

شیرنژاد و خردیار (۱۳۹۴) به بررسی رابطه بین نوسانات اضافی قیمت سهام با بازده مورد انتظار سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای دستیابی به هدف مذکور دو فرضیه اصلی و پنج فرضیه فرعی تدوین گردیده است. نمونه مورد بررسی شامل ۳۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ است. برای اندازه گیری متغیرهای پژوهش از رگرسیون ماه به ماه، فاما-مکبث استفاده شده است. یافته‌ها نشان می‌دهد که رابطه منفی و معناداری بین نوسانات اضافی قیمت سهام با بازده مورد انتظار سهام وجود دارد. یافته دیگر این پژوهش حاکی از این است که بازده مورد انتظار سهام با حجم معاملات، ارتباط معناداری ندارد.

عزیزی و همکاران (۱۳۹۳) به بررسی رابطه بین ریسک عدم تقارن اطلاعاتی و اندازه شرکت‌ها و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام با بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها توسط الگوی فاما و مکبث می‌پردازند. ریسک عدم تقارن اطلاعاتی توسط دو معیار ارزش در معرض خطر و ریسک بازار یعنی انحراف استاندارد سالانه بازده شرکت‌ها اندازه‌گیری شد. مقدار ارزش در معرض خطر در سطح اطمینان ۹۵ درصد محاسبه گردید. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که قدرت توضیحی معیار انحراف استاندارد سالانه بازده شرکت‌ها نسبت به معیار ارزش در معرض خطر برای سنجش ریسک عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر است. همچنین نتایج حاکی از وجود رابطه مثبت و معنادار بین اندازه شرکت‌ها و بازده مورد انتظار سهام شرکت و رابطه منفی و معنادار بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها است.

مدرس و عسگری (۱۳۸۸) به شناسایی عوامل موثر بر بازده غیرعادی سهام عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از تحلیل داده‌های آنها بیانگر وجود بازده غیرعادی مثبت طی ۲۴ ماه پس از عرضه اولیه سهام شرکت‌های نمونه در بورس اوراق بهادار تهران است. از میان متغیرهای عمر شرکت، اندازه شرکت، افق زمانی پیش‌بینی سود هر سهم، نسبت اهرمی، نسبت حاشیه سود خالص، شرایط عمومی بازار قبل از عرضه، خطای پیش‌بینی سود هر سهم، نوع صنعت و نوع مؤسسه حسابرسی، تنها سه متغیر نوع مؤسسه حسابرسی، اندازه شرکت و خطای پیش‌بینی سود هر سهم رابطه معنی داری با بازده غیرعادی سهام داشتند.

آشتاب (۱۳۸۶) به بررسی رابطه بین دقت پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی سهام شرکت‌های تازه‌وارد به بورس، طی سال‌های ۱۳۸۴-۱۳۷۸ پرداخت. یافته‌های او گویای این نکته بود که بین دقت پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی سهام جدید، رابطه منفی وجود دارد.

فاطمی (۱۳۸۵) در پژوهشی با عنوان «پیش‌بینی بازده سهام با استفاده از نسبت‌های مالی» به بررسی ارتباط بین نسبت‌های سود به قیمت (E/P)^۱، ارزش دفتری به قیمت (B/P)^۲، فروش به قیمت (S/P)^۳، سود تقسیمی به قیمت (D/P)^۴ و بازده آتی سهام عادی پرداخت.

رزمیدیده (۱۳۸۵) در تحقیق خود که با عنوان «بررسی رابطه بازده سهام با ریسک سیستماتیک شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» طی سال‌های ۱۳۸۴-۱۳۷۷ و با استفاده از داده‌های سری زمانی انجام داده است، به هیچ رابطه معنی‌داری بین اهرم مالی و ریسک سیستماتیک نرسیده است. در این تحقیق، نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام به عنوان اهرم مالی و ضریب بتا به عنوان ریسک سیستماتیک در نظر گرفته شده است. عده تبریزی و دموری (۱۳۸۲) در تحقیقی با عنوان «شناسایی عوامل موثر بر بازده بلندمدت سهام شرکت‌های جدید پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، شرکت‌هایی را بررسی کردند که سهام آنها برای نخستین بار در بورس اوراق بهادار تهران عرضه شده بودند. در این تحقیق، شرکت‌های تازه‌وارد به بازار طی سال‌های ۱۳۶۹ تا ۱۳۷۴ بررسی شده‌اند و عوامل مؤثر بر بازده بلندمدت این شرکت‌ها به‌طور خاص آزمون شده است. این عوامل عبارت از حجم معاملات سالانه سهام، اندازه شرکت و بازده کوتاه‌مدت حاصل از خرید و فروش سهام شرکت‌های مربوط است. نتایج این تحقیق نشان‌دهنده وجود بازده کوتاه‌مدت بیشتر سهام شرکت‌های تازه‌وارد به بازار نسبت به شاخص بازار و بازده بلندمدت کمتر سهام این شرکت‌ها نسبت به شاخص بازار بوده است؛ بنابراین آنان عملکرد قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های تازه‌وارد به بورس ایران را مشابه بازارهای سرمایه در کشورهای مختلف دانسته‌اند.

مهرانی و مهرانی (۱۳۸۲) در تحقیقی تحت عنوان «رابطه بین نسبت‌های سودآوری و بازده سهام در بازار بورس تهران» به این نتیجه دست یافتند که برخی نسبت‌ها نظیر بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام، ارتباط معناداری با بازده سهام دارند. همچنین تغییرات برخی از متغیرها نظیر بازده حقوق صاحبان سهام و بازده دارایی‌ها، تغییرات بازده سهام را به خوبی پیش‌بینی می‌کنند.

در این پژوهش از روش آماری (PLS)^۵ برای آزمون فرضیات پژوهش استفاده شد و هدف پژوهش، بررسی ارتباط بین متغیرهای مالی مربوط به هر سهم و بازدهی سهام مربوطه بود. نمونه آماری این پژوهش شامل ۷۸ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بود که با استفاده از این روش آماری (PLS)، ارتباط تک تک سهام را با بازدهی آن؛ طی سال‌های ۷۸ تا ۸۳ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج این پژوهش نشان داد که بین نسبت E/P و بازده آتی سهام رابطه معنی‌داری وجود ندارد و بین نسبت B/P، S/P، D/P و بازده آتی سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد.

پیشینه خارجی

تحقیقات اخیر نشان می‌دهد که نوسانات موجودی کل نه تنها تهدیدی برای عملکرد عملیاتی یک شرکت به شمار می‌رود بلکه بازده سهام یک شرکت را نیز افزایش می‌دهد (بندیک^۱، ۲۰۱۸: ۳۷-۴۹). یافته‌ها حاکی از آن است که بین رشد غیرطبیعی سالانه و فصلی موجودی و بازده بلندمدت سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد (تیموری، ۲۰۱۶: ۹۳-۸۱). کاکلایان^۲ و همکاران (۲۰۱۲) در پژوهشی با عنوان «موجودی‌ها، فروش‌های نامتقارن و توان مالی شرکت‌ها» به بررسی تأثیر رابطه بین این عوامل پرداختند. آنها این موضوع را بررسی کردند که آیا فروش‌های نامتقارن منشأ گرفته از توان مالی شرکت‌ها است یا ریشه در سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در موجودی‌ها دارد. بر مبنای داده‌های پانل دیتا در ارتباط با شرکت‌های تولیدی به این نتیجه رسیدند که فروش‌های نامتقارن نشأت گرفته از افزایش در سطح سرمایه‌گذاری در موجودی‌ها می‌باشد که به نوعی در ارتباط با افزایش توان مالی شرکت‌ها است. همچنین نتایج آنها شواهدی را در ارتباط با توان مالی و تأثیر آن بر فروش‌های نامتقارن فراهم آورد.

¹ Bendig

² Caglayan

کمپل^۱ و همکاران (۲۰۰۹) به بررسی سرمایه‌گذاران نهادی، بازده سهام و اعلان سود پرداختند. یافته‌های پژوهش این محققان حاکی از آن است تغییرات در دارایی‌های سهام نهادی به صورت متوالی و مثبتی با بازده سهام آینده هم‌بسته است.

کای^۲ و همکاران (۲۰۰۸) با استفاده از داده‌های بورس شانگهای چین به بررسی عملکرد بلندمدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه و عوامل مؤثر بر آن پرداختند. نتایج تحقیق آنها سطوحی از عملکرد نامتعارف را نشان داد. همچنین خوش‌بینی بیش از حد اولیه و اندازه شرکت عرضه‌کننده سهام، فاکتورهای توضیحی مهمی برای این عملکرد نامتعارف بود.

لین^۳ و همکاران، به بررسی رابطه بین سود و بازده در محیط آسیای شرقی پرداختند و نشان دادند بین سود و بازده غیرعادی رابطه معنی‌داری وجود دارد. آنها از معنی داری مدل رگرسیونی سود بازده به عنوان معیاری برای ارزیابی محتوای اطلاعاتی سود استفاده کردند و بیان داشتند وجود رابطه معنی دار بین سود و بازده غیرعادی نشان دهنده محتوای اطلاعاتی سود است.

برادشا^۴ و همکاران (۲۰۰۶) در تحقیق خود با عنوان «رابطه بین فعالیت‌های تأمین مالی، پیش‌بینی تحلیل‌گران و بازده سهام» در یک دوره ۳۰ ساله، به این نتیجه رسیدند که رابطه معکوس بین خالص وجه نقد مربوط به هر یک از طبقات فعالیت‌های تأمین مالی (انتشار سهام و اسقراض) با بازده سهام و همچنین سودآوری شرکت وجود دارد. نوآوری طرح تحقیق استفاده از صورت جریان وجه نقد، برای اطلاعات حاصل از تأمین مالی بود که از این لحاظ رویکردی کاملاً نقدی به موضوع مورد بحث داشته و سایر موارد تغییرات در ساختار سرمایه مانند افزایش سرمایه از محل مطالبات، افزایش سرمایه از محل سود انباشته و اندوخته‌ها و تبدیل بدهی به سرمایه را مورد نظر قرار نمی‌داد. در این تحقیق به طور هم‌زمان، دو فرضیه قیمت‌گذاری نادرست و انتقال ثروت بررسی شد.

اهداف مشخص، سؤال و فرضیه تحقیق

هر تحقیقی برای دستیابی به اهداف خاصی صورت می‌گیرد، این هدف، خود را در قالب مسأله تحقیق نمودار می‌سازد و از طریق بیان آن آشکار می‌شود. بنابراین هدف نظری تحقیق، تبیین تأثیر رشد غیر عادی موجودی‌ها بر بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها است. در حالی که این پژوهش در بخش کاربردی نیز اهداف زیر را دنبال می‌کند.

۱- سازمان بورس اوراق بهادار تهران می‌تواند با استفاده از نتایج به‌دست آمده از این پژوهش از تأثیر رشد غیرعادی موجودی‌ها بر بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها اطلاع حاصل کند.

۲- سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی و سایر استفاده‌کنندگان می‌توانند با توجه به نتایج به دست آمده از این پژوهش، به تأثیر رشد غیرعادی موجودی‌ها بر مورد انتظار سهام، شرکت‌های موردنظر خود برای سرمایه‌گذاری را ارزیابی و نسبت به قابلیت اتکای اقلام صورت‌های مالی آن شرکت‌ها تصمیم‌گیری کنند.

۳- مؤسسات حسابرسی می‌توانند با توجه به نتایج به‌دست آمده از این پژوهش نسبت به وضعیت فعلی شرکت‌های صاحب‌کار اطلاع حاصل کنند و در راستای پیش‌برد اهداف و برنامه‌های حسابرسی خود برای انجام یک حسابرسی با کیفیت برنامه‌ریزی کنند.

۴- مدیران شرکت‌ها می‌توانند با توجه به نتایج به‌دست آمده از این پژوهش از تأثیر رشد غیرعادی موجودی‌ها بر بازده مورد انتظار سهام، شرکت‌های خود اطلاع حاصل کنند.

1 Campbell

2 Cai

3 Lin

4 Bradshaw

سؤال پژوهش عبارت است از: آیا رشد غیرعادی موجودی‌ها بر بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها تأثیر دارد؟
فرضیه پژوهش عبارت است از: رشد غیر عادی موجودی‌ها بر بازده مورد انتظار سهام تأثیر دارد.

روش و مواد

این پژوهش در چارچوب استدلال قیاسی - استقرایی می‌باشد؛ بدین معنی که مبانی نظری و پیشینه پژوهش از راه مطالعات کتابخانه‌ای، مقالات و سایت‌ها در قالب قیاسی و گردآوری اطلاعات برای تأیید یا رد فرضیه‌ها در قالب استقرایی می‌باشد و در این پژوهش در پی یافتن رابطه معناداری بین متغیرهای تحقیق هستیم و همین‌طور به مطالعه حدود تغییرات متغیر وابسته با توجه به حدود تغییرات متغیرهای مستقل می‌پردازیم، در زمره پژوهش‌های همبستگی قرار دارد، بنابراین روش پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی یک پژوهش از نوع همبستگی می‌باشد که برای کشف همبستگی بین متغیرها به روش پس‌روبدادی عمل خواهد شد. تحقیق حاضر از لحاظ نوع کار تحقیقاتی و از نظر هدف، یک تحقیق کاربردی است که از اطلاعات واقعی و روش‌های مختلف آماری برای رد یا رد نشدن فرضیه‌ها استفاده می‌گردد، و در حوزه تئوری اثباتی قرار می‌گیرد.

جامعه آماری تحقیق حاضر شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. بنابر اعلام سایت رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران کلیه شرکت‌های پذیرفته شده تا پایان سال ۱۳۹۲ شامل ۵۲۰ شرکت در ۳۷ گروه صنعتی بوده‌اند. بنابراین در تحقیق حاضر کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران در یک بازه زمانی دوازده ساله، از سال ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۲، جامعه آماری تحقیق می‌باشند.

در این مطالعه برای این‌که نمونه پژوهش یک نماینده مناسب از جامعه آماری موردنظر باشد، برای انتخاب نمونه از روش غربالگری (حذفی) استفاده شده است. برای این منظور معیارهای زیر در نظر گرفته شده و در صورتی که یک شرکت کلیه معیارها را احراز کرده باشد به عنوان یکی از شرکت‌های نمونه انتخاب شده است.

۱- با توجه به اطلاعات مورد نیاز از سال ۱۳۸۱، شرکت‌هایی که حداکثر تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۸۰ در بورس و اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند و نام آن‌ها تا پایان سال ۱۳۹۲ از فهرست شرکت‌های یاد شده، حذف نشده باشد.

۲- در طول دوره موردنظر، سهام آن‌ها به طور فعال در بورس معامله شده باشد.

۳- به منظور افزایش قابلیت مقایسه شرکت‌های مورد بررسی، دوره مالی آنها باید منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد و در دوره مورد مطالعه، تغییر دوره مالی نداشته باشند.

۴- جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی (سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک‌ها و بیمه‌ها) به دلیل متفاوت بودن عملکرد آن‌ها، نباشند.

۵- اطلاعات مورد نیاز در دسترس باشد.

پیش‌فرض‌ها به ترتیب اعمال شدند؛ بدین صورت که هر شرکتی که در پیش‌فرض اول قرار گرفته برای شمارش پیش‌فرض‌های بعدی لحاظ نگردیده است. در این تحقیق بعد از اعمال پیش‌فرض‌ها، از ۵۰۲ شرکت فقط ۱۰۲ شرکت از ۱۹ صنعت باقی ماندند. بنابراین حجم نمونه معادل ۱۲۲۴ شرکت - سال می‌باشد.

در این پژوهش برای مطالعه مبانی نظری و بررسی پیشینه تحقیق، از روش کتابخانه‌ای با بهره‌گیری از کتب و مقالات تخصصی فارسی و لاتین و پایان‌نامه‌ها استفاده می‌گردد. از آن‌جایی که اطلاعات مربوط به متغیرهای این پژوهش شامل بسیاری از اقلام حسابداری مندرج در صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها می‌باشد، داده‌های مورد نیاز از صورت‌های مالی موجود در سایت‌های مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی وابسته به سازمان بورس و اوراق بهادار به نشانی www.rdis.ir، شبکه کدال، سیستم‌های جامع اطلاع‌رسانی ناشران به نشانی www.codal.ir، مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران به نشانی www.fipiran.com و لوح‌های فشرده سازمان بورس و اوراق بهادار به صورت دستی استخراج می‌شود، که به نظر می‌رسد نسبت به سایر منابع موجود از اعتبار بیشتری برخوردار است. همچنین سایر

اطلاعات مورد نیاز مربوط به صورت‌های مالی شرکت‌ها، در بانک اطلاعاتی بورس اوراق بهادار و از نرم‌افزار ره‌آورد نوین که بصورت فایل های Pdf و Excel می‌باشد گردآوری شده است. این اطلاعات شامل سود و زیان، ترازنامه، پیش‌بینی سود و ... می‌باشد.

مدل پژوهش

برای آزمون فرضیه از مدل زیر بهره گرفته خواهد شد. در این مدل اگر ضرایب β_i (ضرایب مربوط به متغیرهای مستقل) در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار باشد به ترتیب فرضیه پژوهش مورد تأیید قرار خواهد گرفت. مدل پژوهش برگرفته از پژوهش چن و همکاران [۱۷] و متغیرهای تعدیل شده پژوهش وانر و مولر (۲۰۱۲) به صورت زیر برآورد شده‌اند:

فرمول شماره ۱:

$$EX\ Return_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 ABI_{i,t} + \beta_2 Beta_{i,t} + \beta_3 HML_{i,t} + \beta_4 Size(MV)_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در این مدل داریم:

i ، بیان گر شرکت (واحدهای مقطعی) و t بیان گر سال می‌باشد.

$$\varepsilon_{i,t} = \text{خطای تصادفی شرکت } i \text{ در سال } t.$$

یافته‌های پژوهش

اعتبار درونی و برونی پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

خلاصه وضعیت آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مدل پس از غربال‌گری و حذف داده‌های پرت^۶ به کمک نرم‌افزار Spss ۲۰ در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	کمترین مقدار	بیشترین مقدار	چولگی	کشدگی
بازده مورد انتظار سهام	۱۲۲۴	۰/۵۵۰۱	۰/۳۷۰۹	۰/۰۰۰۰	۳/۱۱۳۶	۱/۴۴۲	۶/۳۰۳
رشد غیرعادی موجودی‌ها	۱۲۲۴	۰/۶۳۳۹	۰/۵۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۳/۰۰۱۸	۱/۱۲۴	۱/۵۲۷
ریسک سیستماتیک	۱۲۲۴	۰/۹۶۸۱	۰/۳۲۵۹	-۱/۰۱۰۱	۲/۲۷۴۳	-۰/۶۱۵	۳/۱۱۳
ارزش بازار	۱۲۲۴	۴/۱۰۳۳	۰/۸۵۱۱	۲/۵۴۷۸	۷/۰۶۹۹	۰/۶۰۳	-۰/۳۰۲
اندازه شرکت	۱۲۲۴	۵/۷۳۰۳	۰/۶۴۰۳	۴/۰۹۴۵	۸/۰۰۷۴	۰/۷۰۹	۰/۶۱۹
نسبت سودآوری	۱۲۲۴	۰/۲۵۳۸	۰/۳۰۹۱	۰/۰۰۰۴	۳/۸۹۵۷	۵/۸۸۵	۴۹/۱۵۵

با توجه به جدول ۱، بررسی میزان چولگی و کشیدگی این متغیر که باید به ترتیب ۰ و ۳ باشد تا متغیر دارای توزیع نرمال باشد، نشان می‌دهد که این متغیر دارای توزیع نرمال نیست.

آزمون نرمال بودن توزیع متغیر وابسته تحقیق

در انجام این تحقیق به منظور تخمین پارامترهای مدل از روش حداقل مربعات معمولی استفاده می‌گردد. از این رو در ادامه لازم است، نرمال بودن توزیع این متغیر مورد آزمون قرار گیرد. بنابراین نرمال بودن متغیرهای وابسته به نرمال بودن باقیمانده‌های مدل (تفاوت مقادیر برآوردی از مقادیر واقعی) می‌انجامد. پس لازم است نرمال بودن متغیر وابسته قبل از برآورد پارامترها کنترل شود و در صورت برقرار نبودن این شرط راه حل مناسبی برای نرمال نمودن آن‌ها (از جمله تبدیل نمودن آن) اتخاذ کرد. در این مطالعه این موضوع از طریق آماره کولموگروف-اسمیرنوف (K-S) مورد بررسی قرار می‌گیرد. فرض صفر و فرض مقابل در این آزمون به صورت زیر می‌باشد:

$$\begin{cases} H_0 : \text{Normal Distribution} \\ H_1 : \text{Not Normal Distribution} \end{cases}$$

اگر سطح اهمیت آماره این آزمون بیشتر از ۰/۰۵ باشد (Prob>.05) فرضیه H_0 مبنی بر نرمال بودن توزیع متغیر پذیرفته می‌شود. در جدول ۲ نتایج آزمون K-S برای متغیرهای بازده مورد انتظار سهام شرکت‌های نمونه ارائه شده است.

جدول ۲. نتایج آزمون نرمال بودن متغیرهای وابسته تحقیق

سطح اهمیت (Sig)	آماره (K-S)	تعداد (Gaur et al.)	متغیر
۰/۰۰۰	۲/۴۱۵	۱۲۲۴	بازده مورد انتظار سهام

برای متغیرهای بازده مورد انتظار سهام، سطح اهمیت آماره K-S کمتر از ۰/۰۵ است؛ بنابراین فرضیه H_0 مبنی بر نرمال بودن توزیع این متغیرها در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شد و بیان‌گر این است که متغیرهای بازده بلندمدت سهام از توزیع نرمال برخوردار نمی‌باشند.

بررسی همبستگی میان متغیرهای تحقیق

در این بخش با استفاده از ضریب همبستگی پیرسون به بررسی ارتباط متغیرهای تحقیق و همبستگی موجود بین آن‌ها پرداخته می‌شود. ماتریس ضرایب همبستگی بین متغیرهای تحقیق در جدول ۳ ارائه شده است. براساس نتایج حاصل از آماره پیرسون، بازده بلندمدت سهام شرکت‌ها همبستگی مثبت و معنی‌داری با ریسک سیستماتیک و ارزش بازار و همبستگی منفی و معنی‌داری با رشد غیرعادی موجودی‌ها و اندازه شرکت از خود نشان می‌دهد. در ارتباط با رشد غیرعادی موجودی‌ها نیز این متغیر، همبستگی منفی و معنی‌داری با ریسک سیستماتیک و نسبت سودآوری همبستگی مثبت و معنی‌داری با اندازه شرکت از خود نشان می‌دهد. ریسک سیستماتیک نیز دارای همبستگی مثبت و معنی‌داری با ارزش بازار داشته و همبستگی منفی و معنی‌داری با اندازه شرکت از خود نشان می‌دهد. ارزش بازار نیز دارای همبستگی مثبت و معنی‌داری با نسبت سودآوری از خود نشان می‌دهد. هم‌چنین اندازه شرکت، دارای همبستگی منفی و معنی‌داری با نسبت سودآوری از خود نشان می‌دهد.

بررسی هم‌خطی میان متغیرهای تحقیق

در این مطالعه بررسی رابطه هم‌خطی بین متغیرهای مستقل با بهره‌گیری از ضریب همبستگی پیرسون انجام شده است. همان‌طور که در جدول ۳، مشخص می‌باشد، متغیر رشد غیرعادی موجودی‌ها همبستگی مستقیمی با هم دارند که این همبستگی میان این متغیرها بسیار قوی است؛ بنابراین با توجه به وجود مشکل هم‌خطی میان این متغیرها، ورود هم‌زمان این متغیرها در یک مدل امکان پذیر نمی‌باشد و لازم است بررسی و آزمون آن‌ها در

قالب مدل‌های جداگانه صورت گیرد. در ارتباط با سایر متغیرها با توجه به قوی نبودن همبستگی می‌توان گفت مشکل هم‌خطی میان آن‌ها وجود ندارد و ورود هم‌زمان آن‌ها در مدل موجب ایجاد مشکل هم‌خطی نخواهد شد.

جدول ۳. ماتریس ضرایب همبستگی پیرسون بین متغیرهای تحقیق

نسبت سودآوری	اندازه شرکت	ارزش بازار	ریسک سیستماتیک	رشد غیرعادی موجودی‌ها	بازده موردانتظار سهام	عنوان
					۱	بازده مورد انتظار سهام
						(P-Value)
				رشد غیر عادی موجودی‌ها	-۰/۰۳۸	
					(۰/۱۸۷)	۱
						(P-Value)
			ریسک سیستماتیک		-۰/۰۶۳	
					(۰/۰۲۷)	۱
						(P-Value)
			ارزش بازار		۰/۰۴۹	
					(۰/۰۸۵)	۱
						(P-Value)
			اندازه شرکت		-۰/۰۸۶	
					(۰/۰۰۳)	۱
						(P-Value)
			نسبت سودآوری		۰/۰۳۷	
					(۰/۱۹۳)	۱
						(P-Value)

نتایج حاصل از آزمون فرضیه تحقیق

هدف از آزمون فرضیه دوم تحقیق بررسی این موضوع می‌باشد که آیا رشد غیرعادی موجودی‌ها بر بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها تأثیرگذار است یا خیر؟ و فرضیه آماری آن به صورت زیر قابل بیان است:

H_0 : رشد غیرعادی موجودی‌ها بر بازده مورد انتظار سهام تأثیر ندارد.

H_1 : رشد غیرعادی موجودی‌ها بر بازده مورد انتظار سهام تأثیر دارد.

این فرضیه با استفاده از مدل (۲) به صورت داده‌های پانل برآورد می‌شود و در صورتی که ضریب β_1 در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار باشد مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

$$EX Return_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 ABI_{i,t} + \beta_2 Beta_{i,t} + \beta_3 HML_{i,t} + \beta_4 Size(MV)_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$\begin{cases} H_0 : \beta_1 = 0 \\ H_1 : \beta_1 \neq 0 \end{cases}$$

نتایج مربوط به آزمون‌های چاو (جهت مشخص نمودن استفاده از روش داده‌های پانل یا ترکیبی) و هاسمن (جهت مشخص کردن استفاده از روش اثرات ثابت یا تصادفی در روش داده‌های پانل) برای مدل (۲) در جدول ۴ ارائه شده است.

با توجه به نتایج آزمون چاو و P-Value آن (۰/۰۰۰۰)، فرضیه H_0 آزمون در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده و بیان‌گر این است که می‌توان از روش داده‌های پانل استفاده کرد. هم‌چنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن

و P-Value آن (۰/۰۱۵۸) که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرضیه H_0 آزمون در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده و فرضیه H_1 پذیرفته می‌شود. لذا لازم است مدل با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود. در بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک نیز نتایج آزمون جارجیو- برا حاکی از این است که باقیمانده‌های حاصل از برآورد مدل تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد از توزیع نرمال برخوردار هستند، به طوری که احتمال مربوط به این آزمون (۰/۵۳۵۸) بزرگ‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد. همچنین با توجه به سطح اهمیت آزمون برش پاگان که کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۲۰۳)، فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس رد شد و می‌توان گفت مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس می‌باشد. در این فرضیه برای رفع این مشکل در برآورد از روش برآورد حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) استفاده شده است. در آزمون خودهمبستگی باقیمانده‌های مدل که با استفاده از آماره دوربین واتسون (DW) انجام شده، مقدار آماره دوربین - واتسن ۲/۰۵ بوده و از آن جایی که مابین ۱/۵ و ۲/۵ می‌باشد می‌توان نتیجه گرفت باقیمانده‌ها مستقل از هم می‌باشند. علاوه بر این، با توجه به این که سطح اهمیت آزمون رمزی بزرگ‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۷۴۵۴)، بنابراین فرضیه صفر این آزمون مبنی بر خطی بودن مدل تأیید شده و مدل دارای خطای تصریح نمی‌باشد. خلاصه نتایج آزمون‌های فوق در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول ۴. نتایج آزمون چاو و هاسمن برای مدل (۲)

آزمون	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	F	۲/۱۲۱۸	(۱۱۱۶، ۱۰۱)	۰/۰۰۰۰
هاسمن	χ^2	۲/۵۰۴۴	۵	۰/۰۱۵۸

جدول ۵. نتایج آزمون‌های مربوط به مفروضات آماری مدل (۲)

آماره Ramsey		آماره Durbin-Watson		آماره Breusch-Pagan		آماره Jarque-Bera	
$P-Value$	F	D	$P-Value$	F	$P-Value$	χ^2	
۰/۷۴۵۴	۹/۰۸۱۵	۲/۰۵	۰/۰۲۰۳	۲/۸۴۱۸	۰/۵۳۵۸	۱/۶۵۵۰	

با توجه به نتایج حاصل از آزمون‌های چاو و هاسمن و هم چنین نتایج آزمون مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل (۲) تحقیق با استفاده از روش داده‌های پانل و به صورت اثرات ثابت برآورد می‌شود. نتایج برآورد مدل در جدول ۶ ارائه شده است.

جدول ۶. نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق با استفاده از روش اثرات ثابت

متغیر وابسته: بازده مورد انتظار سهام تعداد مشاهدات: ۱۲۲۴ سال - شرکت			
متغیر	ضریب	آماره t	P-Value
جزء ثابت	۰/۱۷۱۵	۱/۲۵۶۵	۰/۲۰۹۵
رشد غیرعادی موجودی‌ها	۰/۴۴۱۳	۲/۰۶۰۹	۰/۰۰۰۰
ریسک سیستماتیک	۰/۵۵۱۶	۱۲/۳۶۰۲	۰/۰۰۰۰
ارزش بازار	۰/۰۰۲۲	۰/۱۷۸۸	۰/۸۵۸۱
اندازه شرکت	-۰/۰۳۴۱	-۱/۷۴۸۵	۰/۰۸۰۹
نسبت سودآوری	۰/۰۱۶۷	۰/۴۲۶۴	۰/۶۶۹۹
ضریب تعیین مدل	۰/۴۸۲۰		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۳۹۲۳۹		
آماره F	۵/۳۵۵۸		
$(P-Value)$	(۰/۰۰۰۰)		

شکل برآورد شده مدل با استفاده از نرم‌افزار Eviews 7 به صورت زیر خواهد بود:

$$EX\ Return_{i,t} = 0.1715 + 0.4413ABI_{i,t} + 0.5516Beta_{i,t} + 0.0022HML_{i,t} - 0.0341Size(MV)_{i,t} + 0.0167ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در بررسی معنی‌دار بودن کل مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچک‌تر می‌باشد (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار بودن کل مدل تایید می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۴۸/۲۰ درصد از بازده مورد انتظار سهام توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌گردد. و چون تفاوت ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده، کم می‌باشد؛ لذا متغیرهای مستقل اضافه شده به مدل، به درستی انتخاب شده‌اند.

در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در جدول ۶، از آنجایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر رشد غیرعادی موجودی‌ها کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۰۰۰)، در نتیجه وجود تأثیر معنی‌داری رشد غیرعادی موجودی‌ها بر بازده مورد انتظار سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه دوم تحقیق پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت بین رشد غیرعادی موجودی‌ها بر بازده مورد انتظار سهام، تأثیر معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۰/۴۴۱۳) حاکی از وجود تأثیر مستقیم میان رشد غیر عادی موجودی‌ها بر بازده مورد انتظار سهام می‌باشد؛ به طوری که با افزایش ۱ واحدی رشد غیرعادی موجودی‌ها بر بازده مورد انتظار سهام نیز به میزان ۰/۴۴۱۳ واحد افزایش می‌یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه دوم پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که رشد غیرعادی موجودی‌ها بر بازده مورد انتظار سهام تأثیر معنادار و مستقیمی دارد.

بحث و نتیجه‌گیری

تحقیق سباستین استینگر و کای هوبرگ در دانشگاه کوهن، از سال‌های ۱۹۹۱ تا ۲۰۱۰ برای ۱۳۱۱۸ شرکت تولیدی ایالات متحده که شامل ۵۲۵۰۶۷ مشاهده بوده، نشان داده است که با افزایش غیرعادی موجودی‌ها نه تنها باعث افزایش بازده بلندمدت سهام نگردیده است بلکه موجب افزایش خطرات و از دست دادن فرصت‌ها و در نتیجه کاهش بازده بلندمدت سهام گردیده است؛ بنابراین با بررسی تحقیق انجام شده در ایالت متحده و ایران، دو نتیجه معکوس حاصل گردیده است که در تفسیر تحقیقات فوق می‌توان به این نکته اشاره کرد که عامل اصلی معکوس بودن دو نتیجه، تورم در ایران است که افزایش غیرعادی موجودی با افزایش قیمت آنها همراه بوده در نتیجه بازده بیشتری حاصل می‌شود.

در تعریف سرمایه‌گذاری می‌توان گفت که سرمایه‌گذاری نوعی دارایی است که واحد سرمایه‌گذار برای افزایش منافع اقتصادی نگهداری می‌کند. سرمایه‌گذاری ممکن است به اشکال مختلفی صورت گیرد و به دلایل گوناگونی نگهداری شود که یکی از انواع سرمایه‌گذاری‌ها، سرمایه‌گذاری در افزایش سطح موجودی‌های شرکت‌ها می‌باشد. دلیل اصلی مطالعه سرمایه‌گذاری آن است که نوسانات سرمایه‌گذاری به شناخت چرخه کسب‌وکار کمک می‌کند. دلیل دیگر آن است که سطح مخارج سرمایه‌گذاری می‌تواند به‌طور چشمگیری تحت تأثیر سیاست‌های مالی قرار گیرد. در بازار سرمایه همواره تمایل زیادی برای ارزیابی عملکرد سرمایه‌گذاری در موجودی‌ها وجود دارد؛ زیرا ارزیابی عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری به عنوان ارزیابی عملکرد متخصصان سرمایه‌گذاری، یکی از مباحث مطرح در حوزه سرمایه‌گذاری می‌باشد. مدیران با سرمایه‌گذاری در طرح‌های و پروژه‌های مختلف تلاش دارند تا

سودآوری و جریان وجه نقد آتی شرکت را نیز تأمین کنند. لذا گاهی مدیران اقدام به سرمایه‌گذاری‌های بیش از اندازه در موجودی‌های شرکت‌ها می‌کنند که باعث بروز مسائلی از جمله کاهش وجه نقد نگهداری‌شده در شرکت می‌شود و می‌تواند منجر به بروز مسئله نمایندگی و کاهش توان مالی شرکت در انتخاب تصمیم‌گیرهای مختلف نیز بشود. موجودی‌های شرکت‌ها یکی دیگر از عوامل حساس و مهم در جهت پیشبرد اهداف بلندمدت و کوتاه‌مدت شرکت‌ها می‌باشد. تغییرات در سطح موجودی‌ها به نحوی در ارتباط با کاهش یا افزایش نقدینگی شرکت و فروش شرکت‌ها است، بنابراین افزایش و کاهش فروش شرکت‌ها به نوعی به توان مالی شرکت‌ها در ارتباط می‌باشد. رشد غیرعادی موجودی‌ها عاملی اساسی و بنیادی در ارتباط با سرمایه‌گذاری‌ها و تصمیمات سرمایه‌گذاران است؛ بنابراین تعیین میزان تأثیر عواملی که بر روی بازده شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد، هم از جهت سرمایه‌گذاران و هم از جهت مدیران مالی از اهمیت به‌سزایی برخوردار است. با توجه به مطالب ذکر شده هدف اصلی ما در این پژوهش پاسخ به این سؤال اصلی است که آیا رشد غیرعادی موجودی‌ها بر بازده موردانتظار سهام تأثیر دارد یا خیر؟

با ارائه فرضیه فوق کار تحقیق شروع گشت. پس از تدوین فرضیه، برای عملیاتی کردن و تعیین متغیرهایی جهت آزمون آن‌ها، با بهره گرفتن از مبانی نظری حسابداری و تحقیقات انجام شده قبلی، متغیرهایی برای آزمون فرضیه مشخص گردید. این متغیرها در قالب مدلی برای ارزیابی فرضیه، تنظیم گردید. پس از تعیین متغیرها، تلاش برای جست‌جوی روشی برای اجرای تحقیق ادامه یافت و روش رگرسیون چند متغیره، با توجه به مدل‌های مربوطه، بکار گرفته شد. پس از این‌که روش تحقیق مشخص شد، با استفاده از ابزارهای مناسب، داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیه جمع‌آوری، دسته‌بندی و تجزیه و تحلیل و در نهایت فرضیه مربوطه آزمون گردید. نتایج حاصل از آزمون‌های آماری فرضیه نیز ارائه گردید.

پیشنهادهایی مبتنی بر نتایج تحقیق

- ۱- سازمان بورس اوراق بهادار می‌تواند با توجه به نتایج این تحقیق و تحقیقات مشابه اطلاعات جامع‌تری را در خصوص بازده مورد انتظار سهام، برای سهامداران منتشر نماید.
- ۲- توصیه مراجع تدوین استانداردهای حسابداری به افشای اختیاری اطلاعات جامع در خصوص میزان و سطح رشد غیرعادی موجودی‌ها و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها.
- ۳- از آن جهت که افزایش میزان و سطح رشد غیر عادی موجودی‌ها می‌تواند اثرات مهمی بر تصمیم سرمایه‌گذاران داشته باشد، ارائه اطلاعات کامل و شفاف از سوی مدیریت در زمینه رشد غیر عادی موجودی‌ها و بازده مورد انتظار سهام، بسیار راه‌گشا خواهد بود.
- ۴- بهتر است تحلیل‌گران مالی فعال در بازار سرمایه، مشاوران سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار در کنار تحلیل‌ها و تکنیک‌های معمولی که انجام می‌دهند، تحلیل‌های خاصی مبتنی بر وضعیت بازده مورد انتظار سهام و عوامل تأثیرگذار بر آن و رشد غیرعادی موجودی‌ها شرکت‌ها با توجه به استانداردهای حسابداری به عمل آورند.

پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آینده

- به منظور استفاده هرچه بیشتر از نتایج تحقیق و نیز کمک به روشن شدن تأثیر رشد غیرعادی موجودی‌ها بر بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها در آینده می‌توان به موضوع‌های زیر توجه بیشتری را معطوف کرد:
- ۱- مطالعه تأثیر نوع صنعت بر روابط بین رشد غیرعادی موجودی‌ها و بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها.
 - ۲- استفاده از سایر متغیرهای ارزیابی کنترلی مانند محدودیت‌های مالی و شاخص صنعت، در بررسی تأثیر رشد غیرعادی موجودی‌ها بر بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها.
 - ۳- بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی، مانند: تورم، بهای نفت و نرخ ارز بر روی شناسایی تأثیر رشد غیرعادی موجودی‌ها بر بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها.

- ۴- انجام تحقیق مشابه دیگری با در نظر گرفتن رشد غیرعادی موجودی‌ها ناشی از مسائل سیاسی و تأثیر آن بر ارزش ذاتی شرکت‌ها.
- ۵- با توجه به این که شرکت‌های با فعالیت واسطه‌گری مالی از نمونه تحقیق حذف شده بودند، پیشنهاد می‌گردد تحقیقی در رابطه با تأثیر رشد غیرعادی موجودی‌ها بر بازده مورد انتظار سهام در این نوع شرکت‌ها انجام گیرد و نتایج آن با یافته‌های تحقیق حاضر مقایسه گردد.

Reference

- Dehghan Khavari, Saeed and Seyed Ali Bakai, (2019), "The Impact of Economic Variables on Stock Returns", *Fourth International Conference on Industrial Management*, Yazd, Iran.
- Nourzadeh, Navid. (2016), "A study of the relationship between cash conversion cycle and profitability in companies listed on the Tehran Stock Exchange", *National Conference on New and Creative Thoughts in Management, Accounting, Legal and Social Studies*, Islamic Azad University, Zarghan, Iran.
- Jafari, Ahmad and Mohammad Javad Sheikh (2015), "The Impact of Capital Costs on Expected Return on Stocks in Companies", *National Conference on the Third Millennium and Humanities*, Shiraz, Iran Center for Modern Education Development.
- Shir Nejad, Leila and Khordyar, Sina. (2015), "A study of the relationship between additional stock price fluctuations and the expected return on stocks in companies listed on the Tehran Stock Exchange", *International Conference on Management Economics and Social Sciences*, Spain.
- Azizi, Zakia; Azizi, Mostafa and Rezaei, Farzin (2014), "A study of the relationship between information asymmetry risk and expected returns of companies' stocks", *International Conference on Accounting, Economics and Financial Management*, Tehran, Iran.
- Modarres, Ahmad and Asgari, Mohammad Reza. (2009), "The effect of accounting profit transparency on the cost of common stock capital", *Quarterly Journal of Stock Exchange and Securities*, Second Year, pp. 5. 62-50.
- Ashtab, Ali (2007), "A study of the relationship between the accuracy of profit forecasting and abnormal returns of shares of new companies entering the Tehran Stock Exchange", Master's Thesis, Imam Khomeini International University.
- Fatemi, Mahboubeh (2006). "Predicting Stock Returns Using Financial Ratios", M.Sc. Thesis, Al-Zahra University.
- Razmideh, Mosayeb (2006), "A study of the effect of financial leverage on the return and risk of companies listed on the Tehran Stock Exchange". Master's Thesis, Shahid Beheshti University.
- Tabrizi, Abdo and Demouri, Dariush (2003), "Identifying Factors Affecting the Long-Term Return on Shares of Newly Listed Shares on the Tehran Stock Exchange", *Financial Research*, 5 (15), University of Tehran, Tehran, Iran.
- Mehrani, Sasan and Mehrani, Kaveh. (2003), "Relationship between profitability ratios and stock returns on the Tehran Stock Exchange", *Accounting and Auditing Reviews*, No. 33, pp. 105-93.
- Bendig, D., Brettel, M., & Downar, B. (2018). "Inventory component volatility and its relation to returns". *International Journal of Production Economics*, 200, 37-49.
- Teymoori, H., Khodayar, F., & Esfahani, S. T. (2016). "The Relationship between Abnormal Growth of Inventory and Long-Term Stock Returns of Companies Listed in Tehran Stock Exchange". *Journal of Financial Risk Management*, 5(2), 81-93
- Caglayan, M., Maioli, S., & Mateut, S. (2012). "Inventories, sales uncertainty, and financial strength". *Journal of Banking & Finance*, 36(9), 2512-2521.
- Campbell, J. Y., Ramadorai, T., & Schwartz, A. (2009). "Caught on tape: Institutional trading, stock returns, and earnings announcements". *Journal of Financial Economics*, 92(1), 66-91.
- Cai, X., Liu, G. S., & Mase, B. (2008). "The long-run performance of initial public offerings and its determinants: the case of China. Review of Quantitative Finance and Accounting", 30(4), 419-432.
- Lin, Y., Huang, S. Y., Chang, Y., & Tseng, C. (2007). "The relationship between information transparency and the informativeness of accounting earnings". *Journal of Applied Business Research*, 23(3), 23.

18. Bradshaw, M. T., Richardson, S. A., & Sloan, R. G. (2006). "The relation between corporate financing activities, analysts' forecasts and stock returns". *Journal of Accounting and Economics*, 42(1-2), 53-85.

¹ Earning to price

² Book value to price

³ Sale to price

⁴ Dividend per share to price

⁵ Pooled Least Squares

⁶ داده‌های پرت (outliers) مشاهداتی هستند که در فاصله دورتری از سایر داده‌ها قرار می‌گیرند و مقادیر آن‌ها نسبت به مقادیر دیگر در بین مجموعه داده‌ها بزرگ‌تر یا کوچک‌تر است. داده‌های پرت می‌تواند بر تحلیل‌های آماری اثرات نامطلوبی از قبیل افزایش واریانس خطا، کاهش توان آزمون، بر هم زدن توزیع نرمال داده‌ها و برآورد اریب پارامترها بگذارد و لازم است محقق پس از شناسایی آن‌ها در جهت حذف آن‌ها تصمیم‌گیری کند.