



محتوای اطلاعاتی تغییرات دارایی‌های غیر جاری عملیاتی در گزارش توجیهی افزایش سرمایه

حمیده اثنی‌عشری*، محمدحسین صفرزاده**، پرنیاز صفت‌جو***

چکیده

شرکت‌ها به منظور تأمین نقدینگی مورد نیاز برای توسعه فعالیت‌ها می‌توانند اقدام به افزایش سرمایه کنند، و از این رو ملزم به تهیه و تصویب گزارش توجیهی افزایش سرمایه هستند. سرمایه‌گذاران جهت تصمیم‌گیری در خصوص مشارکت در طرح افزایش سرمایه شرکت‌ها به نرخ بازده سهام توجه خاص می‌کنند. عوامل متعددی بر بازده سهام تأثیر می‌گذارد که بررسی آنها می‌تواند جهت پیش‌بینی بازده سهام اثرگذار باشد. از این رو، این مقاله واکنش سرمایه‌گذاران به پیش‌بینی‌های مدیریت از تغییر در دارایی‌های غیر جاری عملیاتی ناشی از افزایش سرمایه را می‌سنجد. جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران بود و نمونه آماری با لحاظ برخی معیارها انتخاب شد (۷۰۲ شرکت - سال). فرضیه‌های پژوهش با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته آزمون شدند. نتایج نشان داد پیش‌بینی‌های مدیریت از تغییرات دارایی‌های غیر جاری عملیاتی در گزارش توجیهی افزایش سرمایه با بازده غیرعادی آتی سهام رابطه معکوس و معناداری دارد. ضمن آن که، تغییرات همه اجزای دارایی‌های غیر جاری عملیاتی برای بازار محتوای اطلاعاتی دارد که با کم‌واکنشی همراه است.

واژه‌های کلیدی: تغییر در دارایی‌های غیر جاری عملیاتی، بازده غیرعادی آتی

سهام، گزارش توجیهی افزایش سرمایه

تاریخ دریافت: ۱۶/۰۷/۱۴۰۰

تاریخ پذیرش: ۲۰/۱۲/۱۴۰۱

نویسنده مسئول: محمدحسین صفرزاده

hosein470@gmail.com

* استادیار حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران

** استادیار حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران

*** دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران

مقدمه

گسترش فزاینده و پیچیدگی فعالیت‌های اقتصادی و تحول سریع و روز افزون معاملات بازرگانی در دنیای امروز، اعم از تجارت داخلی یا بین‌المللی، و نیاز شرکت‌ها برای حفظ ظرفیت با توسعه فعالیت‌ها و طرح‌ها، سرمایه‌گذاری در جهت حفظ یا افزایش قدرت رقابت از عرصه‌های داخلی و جهانی نیاز این شرکت‌ها به منابع مالی را افزایش داده است (سماوی، ۱۳۹۵). بسیاری از شرکت‌ها به منظور تأمین نقدینگی مورد نیاز برای طرح‌های توسعه‌ای خود و همچنین در مواردی در چارچوب الزامات سازمان بورس و یا برای عضویت در بورس اوراق بهادار، اقدام به افزایش سرمایه می‌کنند (مهام و همکاران، ۱۳۸۸). طبق ماده ۱۶۱ قانون تجارت، شرکت‌های سهامی برای انجام افزایش سرمایه، ملزم به تنظیم و تصویب گزارش توجیهی افزایش سرمایه و ارائه آن به بازرس قانونی برای بررسی و اظهار نظر می‌باشند و بعد از آن مجمع عمومی فوق‌العاده در مورد افزایش سرمایه اتخاذ تصمیم می‌کند.

سرمایه‌گذاران به عنوان تأمین‌کنندگان منابع مالی مورد نیاز واحدهای اقتصادی، با انگیزه دریافت سود سرمایه‌گذاری می‌نمایند (عبادی و حسن‌پور، ۱۳۹۰). افزایش سرمایه به سهامدارانی تعلق می‌گیرد که در زمان برگزاری مجمع عمومی فوق‌العاده مبنی بر افزایش سرمایه، مالک سهام شرکت باشند. سرمایه‌گذاران برای تصمیم‌گیری در خصوص مشارکت در طرح‌های افزایش سرمایه، نرخ بازده سهام را مورد توجه قرار می‌دهند و محتوای اطلاعاتی اقلام منعکس در گزارش‌های توجیهی افزایش سرمایه به صورت مستقیم و سودآوری حاصل از افزایش سرمایه برای آنها با ابهام همراه است. در این خصوص بررسی رابطه محتوای اطلاعاتی گزارش توجیهی افزایش سرمایه از جمله پیش‌بینی‌های مدیریت از تغییر در دارایی‌های غیرجاری که وضعیت شرکت‌ها را بعد از افزایش سرمایه پیش‌بینی می‌کند، حایز اهمیت است.

پژوهش‌های اخیر اغلب نشان داده است رشد دارایی‌های ثابت از منظر سهامداران به عنوان اخبار بد تفسیر می‌شود (لام و وی، ۲۰۱۷). اخبار بد به این معناست که این افزایش می‌تواند نشانگر انگیزه مدیران در راستای تأمین منافع شخصی خود باشد. برای مثال مدیران برای به دست آوردن حقوق و مزایای بالاتر، خواهان آن هستند که سود شرکت را بیش از اندازه نشان دهند و برای افزایش سود ممکن است مخارج سرمایه‌ای را افزایش دهند در حالی که هزینه فرصت سرمایه به کار گرفته شده را نمی‌توانند پوشش دهند، و به این ترتیب

سود اقتصادی منفی ایجاد می‌کنند. در این شرایط سرمایه‌گذاران آگاه این موضوع را درک کرده و با واکنش منفی به این موضوع، بازده آتی منفی را سبب می‌شوند (مشایخی و همکاران، ۱۳۹۲)، از این رو بین رشد دارایی‌ها و بازده آتی سهام یک رابطه منفی وجود دارد، اما این مسأله که این رابطه منفی توسط کدام یک از اجزای دارایی‌ها توضیح داده می‌شود و محل تأمین منابع این دارایی‌ها بر این ارتباط اثرگذار است یا خیر، هنوز مبهم است (ریچاردسون و اسلوان، ۲۰۰۳).

مقاله حاضر بر آن است به بررسی واکنش سهامداران به پیش‌بینی‌های مدیریت از تغییر در دارایی‌های غیرجاری در گزارش توجیهی افزایش سرمایه بپردازد. این که سرمایه‌گذاران سازگار با ادبیات حاضر افزایش در دارایی غیرجاری عملیاتی از محل افزایش سرمایه را آیا به عنوان نوعی خبر بد تفسیر می‌کنند یا خیر؟ سپس به بررسی واکنش سرمایه‌گذاران به اجزای افزایش در دارایی‌های غیرجاری عملیاتی بپردازد و تعیین نمایند که آیا سرمایه‌گذاران محتوای اطلاعاتی متفاوتی را برای تغییرات در دارایی‌های ثابت مشهود و سایر اقلام دارایی‌های غیرجاری ناشی از افزایش سرمایه قائل هستند یا خیر؟ پاسخگویی به این پرسش‌ها می‌تواند تبیین‌کننده واکنشی باشد که سرمایه‌گذاران به تغییرات دارایی‌های غیرجاری عملیاتی و اجزای آن در گزارش توجیهی افزایش سرمایه از خود نشان می‌دهند و این موضوع به طور غیرمستقیم می‌تواند نشانگر برداشت آنها از اهداف مدیریت در خصوص افزایش سرمایه باشد. یکی از دلایلی که پرداختن به این موضوع را جذاب می‌کند آن است که با وجود تعدد افزایش سرمایه در بازار سرمایه ایران، به ویژه از محل تجدید ارزیابی و سود انباشته، تاکنون پژوهشی به بررسی رفتار سرمایه‌گذاران در خصوص محتوای اطلاعاتی گزارش‌های توجیهی افزایش سرمایه نپرداخته است و اغلب پژوهش‌ها در این حوزه بر اقلام گزارش‌های مالی سالانه یا میان‌دوره‌ای متمرکز بوده‌اند که این نکته را می‌توان از ویژگی‌های دانش افزایی مقاله حاضر دانست. ساختار مقاله شامل مبانی نظری و تبیین فرضیه‌ها، پیشینه، روش‌شناسی، یافته‌ها و در نهایت بحث و نتیجه‌گیری می‌باشد.

مبانی نظری

الزامات قانونی و فرآیند اجرائی افزایش سرمایه در ایران

مطابق ماده ۱۵۷ اصلاحیه قانون تجارت، سرمایه شرکت را می‌توان از طریق صدور

سهام جدید یا بالا بردن مبلغ اسمی سهام موجود، افزایش داد. اگرچه افزایش سرمایه از طریق بالا بردن مبلغ اسمی سهام موجود در صورتی که برای صاحبان سهام ایجاد تعهد کند ممکن نیست، مگر آن که کلیه صاحبان سهام با آن موافق باشند (ماده ۱۵۹ اصلاحیه قانون تجارت). چنانچه هیات‌مدیره شرکتی که نزد سازمان بورس ثبت شده است قصد افزایش سرمایه داشته باشد باید پس از تهیه گزارش توجیهی افزایش سرمایه و گزارش بازرس قانونی، نسبت به افشای مستقیم آنها براساس دستورالعمل مراحل زمانی افزایش سرمایه، در سامانه کدال و دریافت مجوز افزایش سرمایه از سازمان بورس و اوراق بهادار اقدام نماید. گزارش توجیهی افزایش سرمایه باید متضمن توجیه لزوم افزایش سرمایه و نیز شامل گزارشی درباره امور شرکت از بدو سال مالی در جریان و اگر تا آن موقع مجمع عمومی نسبت به حسابهای سال مالی قبل تصمیم نگرفته باشد حاکی از وضع شرکت از ابتدای سال مالی قبل باشد (تبصره ۲ ماده ۱۶۱ اصلاحیه قانون تجارت). گزارش بازرس یا بازرسان نیز باید شامل اظهار نظر درباره پیشنهاد هیئت‌مدیره باشد بعد از دریافت مجوز افزایش سرمایه، شرکت باید نسبت به برگزاری مجمع عمومی فوق‌العاده اقدام کند. مجمع عمومی فوق‌العاده می‌تواند به هیات‌مدیره اجازه دهد که ظرف مدت معینی که نباید از پنج سال تجاوز کند، سرمایه شرکت را تا میزان مبلغ معینی به یکی از طرق مذکور در این قانون افزایش دهد (ماده ۱۶۲ قانون تجارت).

چالش‌های سهامداران در زمان افزایش سرمایه

سهامداران برای تصمیم‌گیری در خصوص شرکت در افزایش سرمایه با چالش‌های مختلفی مواجهند که وابسته به روش افزایش سرمایه شرکت و به شرح زیر می‌باشد:

- افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات: افزایش سرمایه در روش مطالبات و آورده نقدی زمان‌بر است تا جایی که ممکن است حتی تا شش ماه طول بکشد که سهام منتشر شده پس از افزایش سرمایه به پرتفوی منتقل گردد و متناسب با تعداد سهم از سهامداران فعلی شرکت خواسته می‌شود به حساب شرکت پول واریز کنند و با توجه به شرایط فعلی بازار که مشخص نیست بازار رشد می‌کند یا ریزش ادامه دارد، تصمیم‌گیری برای مشارکت یا عدم مشارکت در این نوع افزایش سرمایه برای سهامداران مشکل خواهد بود (پارس سهام، ۱۳۹۹).

- افزایش سرمایه از محل سود انباشته: در این روش افزایش سرمایه، بدون دریافت هیچ مبلغی، تعداد سهام سهامداران افزایش و قیمت سهم کاهش می‌یابد. در این روش درصد مالکیت سهامداران حفظ می‌شود که همین امر موجب افزایش جذابیت سهم برای سرمایه‌گذاران می‌شود اما از طرف دیگر افزایش سرمایه در این روش سبب می‌شود تا سودی بین سهامداران تقسیم نشود (پارس سهام، ۱۳۹۹).
- افزایش سرمایه از محل صرف سهام: مهم‌ترین مؤلفه افزایش سرمایه به شیوه صرف سهام، تمایل سهام‌دار اصلی شرکت است. عمده‌ترین چالش پیش روی سهامداران عمده در شرکت‌ها در بحث افزایش سرمایه از محل صرف سهام این است که علی‌رغم عدم تغییر ارزش دارایی‌های سهامداران فعلی شرکت پس از عملیاتی شدن افزایش سرمایه، درصد مالکیت و در واقع درصد تاثیرگذاری سهامداران در تصمیم‌گیری‌های آتی کاهش خواهد یافت. در کنار مزایای این نوع از تامین مالی در صورتی که کاهش درصد مالکیت سهامداران عمده موجب از دست دادن کنترل و مدیریت شرکت گردد، امکان عملیاتی نمودن افزایش سرمایه، به دلیل عدم تمایل سهام‌داران عمده، کان لم یکن خواهد شد (پارس سهام، ۱۳۹۹).
- افزایش سرمایه از محل تجدید ارزیابی: به دلیل تورم بالای حاکم بر اقتصاد کشور و رشد قابل توجه ارزش دارایی‌های شرکت‌ها، افزایش سرمایه از این محل برای شرکت‌ها و سهامداران جذابیت پیدا کرده است. از جمله مزیت‌های افزایش سرمایه از محل تجدید ارزیابی دارایی‌ها، امکان خروج از ماده ۱۴۱ قانون تجارت، افزایش کارآیی اطلاعات و به‌روزرسانی صورت‌های مالی، تقویت ظرفیت تامین مالی، واقعی‌تر شدن وضعیت صورت‌های مالی است ولی چالش این نوع افزایش سرمایه برای سهامداران، زمان‌بر بودن چرخه افزایش سرمایه است که سیکل زمانی آن ممکن است بین ۱ الی ۲ ماه زمان ببرد. در آن زمان سهامداران قادر نخواهند بود تا سهام خود را به فروش برسانند (ظفری، ۱۳۹۹).

رشد دارایی‌ها و بازده سهام

به طور کلی افزایش در دارایی‌های شرکت می‌توان بیان‌کننده مسیر سودآوری آتی شرکت باشد و به همین دلیل شناخت اجزای رشد دارایی‌ها و اینکه این رشد از کدام منبع تامین مالی شده است می‌تواند با ایجاد ادراک بهتر از رشد دارایی‌ها اطلاعات بهتری را در

خصوص بازده آتی شرکت در اختیار قرار دهد. شاخص رشد دارایی‌ها می‌تواند توامان حامل اخبار مثبت و منفی باشد. به این ترتیب که مخارج سرمایه‌ای همبستگی مثبت و قابل ملاحظه با فرصت سرمایه‌گذاری دارد. ضمن آنکه، نشانگر اعتماد تامین‌کنندگان منابع مخارج سرمایه‌ای به مدیر می‌باشد. در عین حال، چنانچه مدیر از توانمندی لازم برای کسب بازده مناسب از مخارج سرمایه‌ای برخوردار نباشد و نتواند انتظارات را پاسخ دهد آنگاه افزایش مخارج سرمایه‌ای به معنای کاهش قیمت در آینده و بازده‌های منفی آتی است. این رابطه منفی به عنوان اثر سرمایه‌گذاری یا رشد دارایی شناخته می‌شود (لام و وی، ۲۰۱۷). دو توضیح رفتاری و عقلانی برای این رابطه منفی وجود دارد: توضیح رفتاری: استدلال می‌کند که رابطه منفی بین مخارج سرمایه‌ای و قیمت آتی سهم به آن دلیل ایجاد شده است که بازار نتوانسته در زمان افزایش مخارج سرمایه‌ای واکنش درستی نشان دهد که این موضوع تورم قیمت سهم را به همراه داشته که با گذشت زمان موجبات بازده منفی را فراهم می‌آورد (لام و وی، ۲۰۱۴)؛ و توضیح عقلانی: دارایی‌های ثابت را به طور طبیعی کم ریسک می‌داند. بنابراین هنگامی که یک شرکت در دارایی‌های ثابت سرمایه‌گذاری می‌کند، ریسک کلی شرکت کاهش می‌یابد و کاهش ریسک با بازده پایین همراه است (لی و همکاران، ۲۰۱۲).

خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده سهام

رشد داراییها به سه مؤلفه رشد خالص دارایی‌های عملیاتی، رشد بدهی‌های عملیاتی و رشد وجه نقد و اوراق بهادار قابل فروش می‌شود (کائو، ۲۰۱۶؛ کوپر و همکاران، ۲۰۰۸): در این بین تنها مؤلفه اول است که با بازده رابطه منفی دارد که در این خصوص دلایل زیر ارائه شده است:

مدیریت سود فرصت طلبانه: خالص دارایی‌های عملیاتی بالا می‌تواند مورد سوءاستفاده قرار گیرد زیرا مدیران سود را به سمت بالا دستکاری می‌کنند. وقتی خالص دارایی‌های عملیاتی بالا است مدیران شرکت هزینه‌ها را به طور نامناسبی را به دارایی‌های مشهود و نامشهود منتسب می‌کنند یا روش‌های استهلاکی را انتخاب می‌کنند که متناسب با عمر مفید و کاربست دارایی‌های ثابت نیستند. به این ترتیب، با مدیریت سود معکوس، بازار ناامید می‌شود و واکنش منفی به افزایش در خالص دارایی‌های عملیاتی نشان می‌دهد (پاپاناستازوپولوس و همکاران، ۲۰۱۱).

سرمایه‌گذاری بیش از حد ناشی از مساله نمایندگی: خالص دارایی‌های عملیاتی می‌تواند به دلیل سرمایه‌گذاری مدیران در پروژه‌هایی باشد که نه تنها برای ذینفعان ارزش زانیستند بلکه می‌توانند مخرب ارزش نیز باشند. وقتی بازار می‌فهمد که چنین شرکت قصد سرمایه‌گذاری در خالص دارایی‌ها با چنین نتایجی را دارد، قیمت سهام به سمت پایین اصلاح می‌شود (پاپاناستازوپولوس و همکاران، ۲۰۱۱).

تغییرات نامطلوب در شرایط کسب و کار: خالص دارایی‌های عملیاتی بالا می‌تواند منعکس‌کننده سرمایه‌گذاری بالایی در دارایی‌های ثابت باشد که بازده بالایی همراه نباشند. سرمایه‌گذاران اغلب به آهستگی یا واکنش کم، به اطلاعات موجود در تغییرات ارقام منعکس در صورت‌های مالی پاسخ می‌دهند. به این ترتیب، ممکن است در واکنش به خالص دارایی‌های عملیاتی ناهنجاری پدید آید زیرا بازار در ابتدا نسبت به اطلاعات نامطلوب در مورد شرایط تجاری شرکت کم واکنشی نشان داده و که در طول زمان اصلاح می‌شود (پاپاناستازوپولوس و همکاران، ۲۰۱۱).

خطاها در انتظارات در مورد رشد آتی: از آنجا که شرکت‌هایی که خالص دارایی‌های عملیاتی بالایی دارند ویژگی‌های بعضاً مشابهی با شرکت‌های رشدی دارند، بنابراین ممکن است سرمایه‌گذاران بازدهی موردانتظار آنها را بیش از واقع ارزیابی کنند و در نتیجه در آینده بازدهی ناامیدکننده‌ای را تجربه کنند که واکنش منفی را در پی داشته باشد (پاپاناستازوپولوس و همکاران، ۲۰۱۱).

مبانی نظری، پیشینه و فرضیه‌ها

کسب حداکثر بازده همواره در مرکز تصمیمات سرمایه‌گذاری قرار داشته و به همین دلیل مطالعات متعددی پیرامون این متغیر انجام شده است. کادپلی (۲۰۱۵)، متغیرهایی موثر بر بازده را در سه طبقه ۱- متغیرهای مبتنی بر چرخه تجاری مانند تورم، نرخ رشد تولید داخلی، ۲- متغیرهای مالی مانند سود خالص، نقدینگی و ونوسانات ارزی و ۳- احساسات سرمایه‌گذاران قرار داده است. این در حالیکه که ژانگ (۲۰۰۵)، عوامل موثر بر بازده سهام را در طبقات ۱- متغیرهای ترکیبی مانند نسبت ارزش دفتری به بازار، ۲- متغیرهای مبتنی بر بازار مانند شتاب قیمت و ۳- متغیرهای مالی مانند خالص دارایی‌های عملیاتی قرار داده است. اگرچه، پژوهش‌های دیگر دسته بندی متفاوت ارائه کردند از جمله ولی‌زاده و

همکاران (۱۳۹۷)، ۶ گروه صورتهای مالی، کیفیت افشا، راهبری شرکتی، کیفیت حسابرسی، ویژگی‌های بازار و عوامل کلان اقتصادی را در پیش‌بینی رفتار بازده موثر می‌دانستند. به این ترتیب، متغیرهای مالی در اغلب طبقه‌بندی‌های ارائه شده حضور داشته و به همین دلیل همواره مورد توجه بوده‌اند. کائو (۲۰۱۶)، رشد کل دارایی‌ها را به سه مولفه ۱- رشد خالص دارایی‌های عملیاتی، ۲- رشد بدهی‌های عملیاتی و ۳- رشد وجه نقد و اوراق بهادار قابل فروش تقسیم کرد و بیان کرد تنها مولفه رشد خالص دارایی‌های عملیاتی می‌تواند با بازده منفی آتی در ارتباط باشد. از این رو، ناهنجاری رفتاری سرمایه‌گذاران به رشد دارایی‌ها را نتیجه واکنش آنها به رشد خالص دارایی‌های عملیاتی دانست. به همین ترتیب، ون (۲۰۱۹)، دریافت رشد دارایی با بازده بازار سهام رابطه منفی دارد؛ بعلاوه، رشد دارایی‌ها حاوی اطلاعاتی در مورد بازده آتی بازار است که توسط متغیرهای سنتی کلان اقتصادی و سایر معیارهای سرمایه‌گذاری قابل توضیح نیست. وکیل (۲۰۲۰)، نشان داد ارزش دفتری کل دارایی دفتری یا بازده غیرعادی ارتباط دارد که این ارتباط توسط متغیر ریسک شرکت توضیح داده نمی‌شود؛ از طرفی این بازده‌های غیرعادی مربوط به ارقام تعهدی یا ناهنجاری رشد دارایی نیست. این شواهد از استدلال رفتاری سرمایه‌گذاران حمایت کرد. لو و همکاران (۲۰۱۹)، بر اساس مثبت یا منفی بودن ارتباط رشد دارایی و ارقام تعهدی جاری، شرکت‌ها را تقسیم‌بندی کردند آنها دریافتند ارقام تعهدی در پیش‌بینی بازده آتی سهام برای هر دو گروه همبستگی مثبت و منفی همچنان موثر است. گری و همکاران (۲۰۱۸)، دریافتند خالص دارایی‌های عملیاتی تأثیر تعدیل‌کننده مهمی در اثر ارقام تعهدی بر بازده سهام دارد. به این معنی که سطح بالای ارقام تعهدی لزوماً خبر بدی نیست. اثر منفی ارقام تعهدی فقط برای شرکت‌هایی به وجود می‌آید که سابقه پایدار در تبدیل نکردن ارقام تعهدی به جریان وجوه نقد دارند. پتروویچ و همکاران (۲۰۱۶)، تأثیر تغییرات دارایی‌های عملیاتی غیرجاری و تغییرات در اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات بر بازده غیرعادی آتی سهام را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد نشان داد سرمایه‌گذاران به افزایش در دارایی‌های عملیاتی کم واکنشی نشان می‌دهد و رابطه منفی بین تغییرات آنها با بازده آتی سهام برقرار است. وانگ و همکاران (۲۰۱۵)، نیز به بررسی تأثیر سرمایه‌گذاری شرکت بر بازده سهام پرداختند. نتایج نشان داد که سهام با سرمایه‌گذاری بالاتر بازده آتی کمتری دارند.

فیض‌اللهی و لشکری‌زاده (۱۴۰۰)، تأثیر کیفیت ارقام تعهدی به عنوان معیار کیفیت سود، بر ریسک بازدهی سهام را بررسی کردند. نتایج نشان داد با افزایش کیفیت ارقام تعهدی نوسان‌پذیری بازده سهام افزایش می‌یابد. ودیعی و ساعی (۱۳۹۸)، نشان دادند بین ارقام تعهدی اختیاری خاص شرکت و بازده غیرعادی آتی شرکت رابطه معکوس و معناداری وجود دارد و بهتر است سرمایه‌گذاران هنگام ارزش‌گذاری شرکت‌ها، بین پایداری اجزای سود (جزء نقدی و تعهدی) تفاوت قائل شوند. نمازی و عوض‌زاده فتح (۱۳۹۵)، نشان دادند ارتباط مثبت و معنادار بین رشد کل دارایی‌ها، نرخ رشد دارایی‌های جاری و رشد دارایی‌های ثابت با بازده آتی سهام است. همچنین جریان نقدی عملیاتی، اندازه شرکت و اهرم مالی تأثیر معناداری بر ارتباط بین رشد دارایی‌ها با بازده آتی سهام دارند و در شرکت‌های دارای جریان نقدی عملیاتی بالا و شرکت‌های بزرگ ارتباط بین رشد دارایی‌ها با بازده آتی سهام بیشتر و قوی‌تر از شرکت‌های دارای جریان نقد عملیاتی پایین و شرکت‌های کوچک بوده است. عبادی و حسن‌پور (۱۳۹۰)، به بررسی تأثیرگذاری عوامل مؤثر بر بازده غیرعادی سهام به هنگام افزایش سرمایه پرداختند. نتایج حاکی از وجود بازده غیرعادی تجمعی منفی به هنگام افزایش سرمایه بوده است و تنها متغیر عامل واریانس بازده روزانه سهم بر بازده غیرعادی تأثیر گذار بوده است.

نتایج پژوهش‌ها حاکی از آن است که متغیرهای مالی از عوامل مؤثر بر بازده سهام هستند و ارتباط منفی و معناداری بین ارقام تعهدی و رشد دارایی‌ها و خالص دارایی‌های عملیاتی و تغییرات دارایی‌های عملیاتی غیرجاری با بازده غیرعادی آتی سهام وجود دارد. بنابراین انتظار بر آن است بین تغییرات در دارایی غیرجاری با بازده غیرعادی سهام رابطه منفی وجود داشته باشد؛ که چنین رابطه ناشی از تغییرات در دارایی‌های ثابت مشهود است و دیگر ارقام تغییرات در دارایی‌های غیرجاری در این ارتباط نقشی ندارند (ون، ۲۰۱۹؛ پترویچ و همکاران، ۲۰۱۶؛ ودیعی و ساعی، ۱۳۹۸). علاوه بر این نتایج بیانگر آن است که شرکت‌های با سرمایه‌گذاری بالا بازده کمتری نسبت به شرکت‌های کم سرمایه دارند (وانگ و همکاران، ۲۰۱۵) و بازده غیرعادی تجمعی منفی به هنگام افزایش سرمایه شرکت‌ها به وجود می‌آید (عبادی و حسن‌پور، ۱۳۹۰). بر این اساس فرضیه‌های پژوهش نگارش شدند. بر مبنای مبانی نظری پیشگفته، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر هستند:

فرضیه اول: پیش‌بینی‌های مدیریت از تغییر در دارایی غیرجاری در گزارش توجیهی

افزایش سرمایه با بازده غیرعادی آتی سهام رابطه معکوس و معناداری دارد.
 فرضیه دوم: پیش‌بینی‌های مدیریت از تغییر در دارایی‌های ثابت مشهود در گزارش توجیهی افزایش سرمایه با بازده غیرعادی آتی سهام رابطه معکوس و معناداری دارد.
 فرضیه سوم: پیش‌بینی‌های مدیریت از تغییر در سایر دارایی‌های غیرجاری عملیاتی در گزارش توجیهی افزایش سرمایه با بازده غیرعادی آتی سهام رابطه معکوس و معناداری ندارد.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرابورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نمونه آماری پژوهش به روش حذف سیستماتیک (غربالگری) و با اعمال معیارهای زیر انتخاب شده‌اند:

۱. از سال ۱۳۹۳ در بورس یا فرابورس پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۱۳۹۸ از تابلوهای معاملاتی حذف نشده باشند. انتخاب این بازه زمانی به منظور مدیریت شوک‌های اقتصادی است که اغلب در بازه‌های زمانی بیش از پنج سال بر رفتار متغیرهای مبتنی بر بازار اثرگذار هستند.
۲. شرکت‌های انتخابی از ابتدای سال ۱۳۹۳ تا پایان سال ۱۳۹۸ افزایش سرمایه داشته باشند.
۳. شرکت‌های انتخابی طی دوره مورد بررسی، تغییر سال مالی نداشته باشند.
۴. شرکت‌های مورد بررسی جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری، لیزینگ و بیمه نباشند.
۵. براساس محدودیت‌های موجود در نمونه‌ها، تعداد شرکت‌های مورد بررسی در این پژوهش ۱۱۷ شرکت (۷۰۲ شرکت - سال) است.

روش‌شناسی

این پژوهش از نظر فلسفه از نوع اثباتی، از نظر منطق اجرا از نوع قیاسی، از نظر هدف از نوع کاربردی، از نظر فرآیند اجرا از نوع کمی، از نظر زمان انجام از نوع گذشته‌نگر و از نظر روش گردآوری داده‌ها آرشویی و از نظر شیوه تحلیل داده‌ها از نوع همبستگی می‌باشد. به منظور تعیین شیوه برآورد مدل از آزمون اف لیمر و آزمون هاسمن بهره گرفته شد. به استناد نتایج از روش حداقل مربعات تعمیم یافته برای برآورد پارامترهای مدل استفاده شد. توضیح دهندگی مدل با استفاده از ضریب تعیین تعدیل شده، معناداری مدل توسط آماره F و معناداری ضرایب پارامترهای الگوی رگرسیون توسط آماره t صورت گرفت.

مدل‌ها

برای آزمون فرضیه اول پژوهش از مدل (۱) استفاده می‌شود (پتروویچ و همکاران، ۲۰۱۶):
مدل (۱)

$$ARET_{i,t+6} = \alpha_0 + \beta_1 \Delta NCOA_{i,t} + \beta_2 (-\Delta NCOL_{i,t}) + \beta_3 \Delta WC_{i,t} + \sum_{k=1}^9 \delta_k CONTROLS_{k,i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن؛ $ARET$: بازده غیرعادی آتی سهام است که از تفاوت بازده شرکت در دوره شش ماه بعد از انتشار گزارش توجیهی افزایش سرمایه با بازده بازار در دوره مشابه بدست آمد (ودیعی و ساعی، ۱۳۹۸):

$$ARET_{i,t+6} = R_{i,t+6} - R_{m,i,t+6}$$

بازده بازار به شیوه زیر محاسبه شده است (ودیعی و ساعی، ۱۳۹۸):

$$R_{m,i,t+6} = \frac{TEDPIX_{i,t+6} - TEDPIX_{i,t_0}}{TEDPIX_{i,t_0}} \times 100$$

که در آن؛ $TEDPIX_{i,t+6}$: شاخص بازده نقدی و قیمت بورس اوراق بهادار تهران در پایان ماه ششم بعد از انتشار گزارش توجیهی افزایش سرمایه است.

$\Delta NCOA_{i,t}$: تغییرات در دارایی‌های غیرجاری عملیاتی که از تفاوت دارایی‌های غیرجاری عملیاتی (کل داراییها- دارایی‌های جاری) در وضعیت قبل از افزایش سرمایه و بعد از افزایش سرمایه محاسبه و با میانگین جمع دارایی‌ها در وضعیت قبل از افزایش سرمایه و بعد از افزایش سرمایه مقیاس‌زدایی شد (پتروویچ و همکاران، ۲۰۱۶). علامت منفی به دلیل ماهیت بدهی (سمت چپ ترازنامه) در مدل لحاظ شد.

دارایی‌های غیرجاری عملیاتی به شیوه زیر محاسبه شده است:

$\Delta NCOL_{i,t}$: تغییرات در بدهی‌های غیرجاری عملیاتی است که از تفاوت بدهی‌های غیرجاری عملیاتی (کل بدهیها- بدهی‌های جاری- تسهیلات بلندمدت) در وضعیت قبل از افزایش سرمایه و بعد از افزایش سرمایه محاسبه و با میانگین جمع دارایی‌ها در وضعیت قبل از افزایش سرمایه و بعد از افزایش سرمایه مقیاس‌زدایی شد (بزرگ اصل و شیری، ۱۳۸۹). علامت منفی

$\Delta WC_{i,t}$: تغییرات در سرمایه در گردش غیرنقدی است که از تفاوت سرمایه در گردش غیرنقدی در وضعیت قبل از افزایش سرمایه و بعد از افزایش سرمایه محاسبه و

میانگین جمع دارایی‌ها در وضعیت قبل از افزایش سرمایه و بعد از افزایش سرمایه مقیاس‌زدایی شد. سرمایه در گردش غیرنقدی به شیوه زیر محاسبه شده است (پترویچ و همکاران، ۲۰۱۶):

(دارایی‌های جاری - وجه نقد و معادلهای نقد) - (بدهی‌های جاری - تسهیلات کوتاه‌مدت)

CONTROLS: متغیرهای کنترلی به شرح زیر هستند:

lnSIZE: اندازه شرکت است که از حاصل ضرب آخرین قیمت بازار (آخرین قیمت سهام قبل از انتشار گزارش توجیهی افزایش سرمایه) در تعداد سهام عادی منتشره قبل از انتشار گزارش توجیهی افزایش سرمایه بدست آمد.

BM: نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام شرکت است که از حاصل تقسیم ارزش دفتری سهام عادی شرکت (با استفاده از اطلاعات اولین پیش‌بینی از ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام) در سال اول بعد از افزایش سرمایه و ارزش بازار سهام شرکت (حاصل ضرب آخرین قیمت سهام قبل از انتشار گزارش توجیهی افزایش سرمایه در تعداد سهام عادی منتشره قبل از انتشار گزارش توجیهی افزایش سرمایه) بدست آمد.

MOMRET: نرخ شتاب قیمت یک برگ بهادار و یک متغیر مجازی است، که با لحاظ یک دوره تشکیل پرتفوی و یک دوره آزمون پرتفوی محاسبه شد. به این ترتیب که ابتدا سهام براساس بازده شش ماهه قبل از پایان سال (دوره تشکیل) به شکل صعودی مرتب و برای دوره شش ماهه آتی بعد از پایان سال (دوره نگهداری) نگهداری گردید. سهام در دوره تشکیل براساس استراتژی ۳۰-۴۰-۳۰ به سه طبقه «سهام بازنده» (۳۰ درصد دارای بدترین عملکرد)، طبقه متوسط (۴۰ درصد دارای عملکرد متوسط) و «سهام برنده» (۳۰ درصد دارای بهترین عملکرد) تقسیم شد. اگر تفاوت بین میانگین بازدهی طبقه اول و سوم در دوره نگهداری مثبت باشد، استمرار قیمت (شتاب) وجود دارد و اگر تفاوت منفی باشد، شتاب صفر است (دریائی، ۱۳۹۸). لحاظ تفاوت بازده طبقه اول و سوم به منظور کاهش خطای اندازه‌گیری شتاب است.

CFO: جریان نقدی ناشی از عملیات بعد از افزایش سرمایه است که نسبت به میانگین

جمع دارایی‌ها در وضعیت قبل از افزایش سرمایه و بعد از افزایش سرمایه مقیاس‌زدایی شد.

EP: نسبت سود به قیمت است که حاصل تقسیم اولین پیش‌بینی از سود خالص در سال

اول بعد از افزایش سرمایه بر ارزش بازار سهام شرکت (حاصل ضرب آخرین قیمت سهام قبل از انتشار گزارش توجیهی افزایش سرمایه در تعداد سهام عادی منتشره قبل از انتشار گزارش توجیهی افزایش سرمایه) محاسبه شد (پترویچ و همکاران، ۲۰۱۶).

FLEV: اهرم مالی است که از حاصل تقسیم کل بدهی بعد از افزایش سرمایه بر ارزش بازار سهام شرکت (حاصل ضرب آخرین قیمت سهام قبل از انتشار گزارش توجیهی افزایش سرمایه در تعداد سهام عادی منتشره قبل از انتشار گزارش توجیهی افزایش سرمایه) محاسبه شد (همان منبع، ۲۰۱۶).

SALES: فروش است که از پیش‌بینی از فروش در سال اول بعد از افزایش سرمایه بدست آمد و با میانگین جمع دارایی‌ها در وضعیت قبل از افزایش سرمایه و بعد از افزایش سرمایه مقیاس زدایی شد (همان منبع، ۲۰۱۶).

DY: بازده سود سهام نقدی است که از حاصل تقسیم سود سهام پرداختی بعد از افزایش سرمایه بر ارزش بازار سهام شرکت محاسبه شد (پترویچ و همکاران، ۲۰۱۶).

EFY: پایان سال مالی شرکت است. اگر سال مالی شرکت منتهی به تاریخ پایان اسفند ماه باشد، یک و در غیراینصورت صفر است.

برای آزمون فرضیه‌ها دوم و سوم پژوهش از مدل (۲) استفاده می‌شود (پترویچ و همکاران، ۲۰۱۶):

مدل (۲)

$$RET_{i,t+6} = \alpha_0 + \beta_1 \Delta FA_{i,t} + \beta_2 \Delta INTANG_{i,t} + \beta_3 \Delta ONCOA_{i,t} + \beta_4 (-\Delta NCOL_{i,t}) + \beta_5 \Delta WC_{i,t} + \sum_{k=1}^9 \delta_k CONTROLS_{k,i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن $\Delta FA_{i,t}$: تغییرات در دارایی ثابت مشهود است که از تفاوت دارایی ثابت مشهود در وضعیت قبل از افزایش سرمایه و بعد از افزایش سرمایه محاسبه و با میانگین جمع دارایی‌ها در وضعیت قبل از افزایش سرمایه و بعد از افزایش سرمایه مقیاس زدایی شد.

$\Delta INTANG_{i,t}$: تغییرات در دارایی نامشهود است که از تفاوت دارایی نامشهود در وضعیت قبل از افزایش سرمایه و بعد از افزایش سرمایه محاسبه و با میانگین جمع دارایی‌ها

در وضعیت قبل از افزایش سرمایه و بعد از افزایش سرمایه مقیاس‌زدایی شد. $\Delta ONCOA_{i,t}$: تغییرات در سایر دارایی‌های غیر جاری عملیاتی است که از تفاوت سایر دارایی‌های غیر جاری عملیاتی در وضعیت قبل از افزایش سرمایه و بعد از افزایش سرمایه محاسبه و با میانگین جمع دارایی‌ها در وضعیت قبل از افزایش سرمایه و بعد از افزایش سرمایه مقیاس‌زدایی شد.

برای محاسبه تمامی متغیرهای پژوهش از اطلاعات گزارش توجیهی افزایش سرمایه استفاده شده است و منظور از بعد از افزایش سرمایه در تعریف متغیرها، اولین سال مندرج در گزارش توجیهی بعد از افزایش سرمایه است.

تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

در این پژوهش ابتدا پایایی متغیرهای پژوهش با استفاده از آزمون لوین، لین و چو بررسی شد، نتایج حاکی از آن بود که متغیرهای پژوهش در سطح پایا هستند. سپس به منظور تعیین روش برآورد، آزمون اف لیمر و سپس آزمون هاسمن انجام شد. براساس نتایج آزمون اف لیمر و هاسمن، هر دو مدل پژوهش به شیوه تابلویی - اثرات ثابت برآورد شدند. آماره دوربین - واتسون برای هر دو مدل نشان‌دهنده عدم وجود خود همبستگی بین جملات اخلاص بود. معنادار بودن آماره آزمون در هر دو مدل پژوهش نشان‌دهنده ناهمسانی واریانس باقی‌مانده‌ها بود، از این رو از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته جهت برآورد مدل استفاده شد. چنانچه β_1 در مدل (۱) منفی و معنی‌دار شود، فرضیه اول پژوهش رد نمی‌شود. در صورتی که β_1 در مدل (۲) منفی و معنی‌دار شود، فرضیه دوم پژوهش رد نمی‌شود. چنانچه β_2 یا β_3 در مدل (۲) منفی و معنی‌دار شود، فرضیه سوم پژوهش رد می‌شود.

آمار توصیفی

برای ارائه یک نمای کلی از خصوصیات مهم متغیرهای محاسبه شده، در جدول ۱ برخی از مفاهیم آمار توصیفی این متغیرها ارائه شده است.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرها

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف	چولگی	کشدگی
بازده غیرعادی آبی سهام	-۱/۵۴۰	-۱/۵۲۲	۰/۷۰۷	-۳/۴۹۷	۰/۶۲۶	-۰/۰۲۲	۳/۰۷۰
تغییرات در دارایی غیرجاری عملیاتی	۰/۱۸۵	۰/۰۰۵	۳۱/۱۸۱	-۶/۳۹۴	۱/۵۸۸	۱۲/۲۶۲	۲۱۹/۷
تغییرات در دارایی ثابت مشهود	۰/۱۸۵	۰/۰۲۵	۸/۷۲۴	-۱/۱۶۲	۰/۶۹۴	۷/۵۹۱	۷۲/۶۲
تغییرات در دارایی نامشهود	۰/۰۰۲	۰/۰۱۰	۱/۴۲۰	-۱/۷۶	۰/۲۶۴	-۰/۲۷۶	۱۰/۲۹
تغییرات در سایر دارایی‌های غیرجاری عملیاتی	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	۰/۷۶۹	-۰/۵۲۰	۰/۱۲۹	۰/۲۰۹	۷/۱۰۹
تغییرات در بدهی‌های غیرجاری عملیاتی	۰/۵۹۱۴	۰/۰۰۰۵	۱۴۱/۸۱	-۱۲/۲۱	۶/۶۳۹	۱۵/۶۰	۳۰۴/۸
تغییرات در سرمایه در گردش غیر نقدی	۰/۰۰۰۳	۰/۰۱۰۰	۰/۵۹۰۰	-۱/۱۲۰	۰/۱۷۶	-۰/۹۷۰	۷/۲۷۴
اندازه شرکت	۱۵/۲۴۸	۱۵/۰۴۵	۲۲/۰۵۰	۱۱/۰۲۰	۱/۷۷۲	۰/۵۰۸	۳/۰۰۷
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام	۴/۳۰۳	۲/۱۳۰	۴۷/۷۸۰	۰/۶۱۰	۵/۱۲۸	۳/۵۰۴	۲۰/۵۸
نرخ شتاب قیمت	۰/۴۰۸	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۹۱	۰/۳۷۰	۱/۱۳۷
جریان نقدی ناشی از عملیات	۰/۱۰۹	۰/۱۰۰۰	۰/۷۳۰	-۱/۳۱	۰/۱۳۶	-۱/۲۷۰	۲۰/۴۷
نسبت سود به قیمت	۰/۰۴۹	۰/۰۴۰	۰/۵۷۷	-۱/۰۰۹	۰/۱۱۲	-۱/۸۱۵	۲۰/۷۲
اهرم مالی	۰/۱۳۱	۰/۰۸۰	۲/۳۵۰	۰/۰۰۰	۰/۱۷۸	۶/۰۹۳	۶۱/۸۰
فروش	۰/۲۵۳	۰/۱۶۰	۶/۵۶۰	-۰/۷۴	۰/۵۲۲	۴/۳۱۵	۴۰/۳۴
بازده سود سهام نقدی	۰/۰۴۸	۰/۰۲۰	۰/۶۱۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۷۲	۲/۹۴۴	۱۵/۶۵
پایان سال مالی	۰/۸۹۷۴	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۳۰۳	-۲/۶۱۹	۷/۸۶۴

بررسی داده‌ها حاکی از آن است که بازار به طور میانگین به اقلام مندرج در گزارش توجیهی افزایش سرمایه واکنش منفی نشان می‌دهد. به نظر می‌رسد اغلب تغییرات در دارایی‌های غیرجاری عملیاتی مربوط به تغییرات در دارایی‌های ثابت مشهود است و تغییرات در دارایی‌های نامشهود و سایر اقلام دارایی‌های غیرجاری عملیاتی سهم چندانی ندارند. این موضوع می‌توانسته ناشی از آن باشد که اغلب افزایش سرمایه‌ها از مازاد ناشی از تجدید ارزیابی به منظور بهره‌مندی از مزایای مالیاتی آن بوده است. متغیرهایی تغییرات در بدهی‌های غیرجاری عملیاتی، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، تغییرات در دارایی‌های ثابت مشهود و تغییرات در دارایی‌های غیرجاری عملیاتی از پراکندگی بالایی برخوردار بودند. در خصوص متغیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، این موضوع ناشی از متغیر قیمت که متغیری مبتنی بر بازار است و گاه تلاطم‌های زیادی دارد ناشی می‌شود. اما در خصوص دیگر متغیرها می‌توان گفت آنها متغیرهایی هستند که در گزارش توجیهی افزایش سرمایه و به منظور انعکاس پیش‌بینی‌های مدیریت از موارد مصرف منابع حاصل از افزایش سرمایه ناشی می‌شوند که سبک‌های مختلف مدیریتی را نمایندگی کرده و تحت تاثیر انگیزه‌های مدیریت سود هم قرار می‌گیرند. مثبت

بودن میانگین جریان‌های نقدی عملیاتی حاکی از آن است میانگین شرکت‌های مورد بررسی در پژوهش دارای جریان‌های نقدی حاصل از عملیات بوده‌اند و اغلب در مرحله بلوغ یا رشد بوده‌اند. مثبت بودن میانگین نسبت سود به قیمت، میانگین رشد فروش و کوچک بودن میانگین اهرم مالی نیز خود مویده این موضوع می‌باشد. اگرچه کوچک بودن میانگین متغیر بازده سود سهام نقدی و بالا بودن میانگین رشد فروش حکایت از آن دارد که سهم شرکت‌هایی که در مرحله رشد هستند بیشتر است که این موضوع با ماهیت نیاز به افزایش سرمایه سازگار است. میانگین متغیر پایان سال مالی نیز نشان می‌دهد عمده شرکت‌هایی که افزایش سرمایه داشته و در این پژوهش بعنوان نمونه مورد بررسی قرار گرفته‌اند دارای سال مالی منتهی به اسفندماه بوده‌اند.

نتایج آزمون فرضیه اول

یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه اول (مدل اول پژوهش) به شرح زیر می‌باشد:

جدول ۲: نتایج آزمون مدل اول

متغیرها	ضریب	خطای دارد	آماره t	سطح معناداری
α_0	-۳/۴۶	۰/۳۱	-۱۰/۸۵	۰/۰۰۰
$\Delta NCOA$	-۰/۰۲۰	۰/۰۰۵	-۴/۰۸	۰/۰۰۰۱
$\Delta NCOL$	-۰/۰۰۸	۰/۰۰۲۱	-۳/۹۰	۰/۰۰۰۱
ΔWC	-۰/۱۹	۰/۰۹۵	-۲/۰۳۶	۰/۰۴۲
LNSIZE	۰/۱۲	۰/۰۲۱	۵/۸۰	۰/۰۰۰۰
BM	۰/۰۰۱	۰/۰۰۴	۰/۲۴	۰/۸۰
MOMRET	۰/۱۳۵	۰/۰۴۶	۲/۸۹	۰/۰۰۳
CFO	-۰/۳۹	۰/۱۶	-۲/۴۳	۰/۰۱۵
EP	-۰/۰۶۳	۰/۱۹	-۰/۳۲	۰/۷۴
FLEV	۰/۰۲۲	۰/۱۱	۰/۱۹۰	۰/۸۴
SALES	۰/۰۲۲	۰/۰۴۱	۰/۵۴	۰/۵۸
DY	۰/۶۹	۰/۳۷	۱/۸۷	۰/۰۶۱
EFY	-۰/۰۳	۰/۰۵۷	-۰/۶۲	۰/۵۳
ضریب تعیین	۰/۶۰	آماره F		۶/۷۵
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۱	سطح معناداری		۰/۰۰
دوربین واتسون	۲/۴۸			

نتایج نشان داد آماره F مدل در سطح ۹۹٪ معنی دار است به این معنی می‌توان گفت که مدل پژوهش توانسته است رفتار متغیر وابسته را به گونه‌ای مناسب برازش کند و این مدل در سطح اطمینان معنی دار است. بر این اساس، متغیر تغییرات در دارایی‌های غیر جاری عملیاتی توانسته است رابطه منفی و معنی‌داری (در سطح ۹۹٪) را نشان دهد. این در حالیست که شدت رابطه متغیر بدهی‌های غیر جاری عملیاتی بسیار اندک است اگرچه در سطح ۹۹٪ معنی دار را توضیح می‌دهد؛ از اینرو، می‌توان بیان کرد بازار در ارزش‌گذاری دارایی‌های غیر جاری عملیاتی به منابع تامین آن واکنش مناسبی نشان نمی‌دهد. بعلاوه، متغیر تغییرات در سرمایه در گردش غیر نقدی هم رابطه منفی و معنی‌دار قوی با متغیر بازده غیر عادی دارد که این موضوع می‌تواند نشانگر واکنش بازار به تغییرات در دارایی‌های جاری در کنار تغییرات در دارایی‌های غیر جاری در گزارش افزایش سرمایه باشد. به این ترتیب، مدل توانسته است ۵۱٪ از رفتار متغیر وابسته را نمایش دهد (نتایج ضریب تعیین تعدیل شده). بنابراین فرضیه اول پژوهش که انتظار وجود رابطه منفی بین متغیر تغییرات در دارایی‌های غیر جاری عملیاتی و بازده غیر عادی سهام را داشت، رد نشد. بررسی رفتار متغیرهای کنترلی حاکی از آن بود که متغیر جریان نقدی عملیاتی رابطه منفی و معنی‌دار و متغیرهای نرخ شتاب قیمت و اندازه شرکت رابطه مثبت و معنی‌دار با متغیر بازده غیر عادی سهام پس از افزایش سرمایه دارند. به این ترتیب، هر چه اندازه شرکت بزرگتر بوده بازده غیر عادی پس از افزایش سرمایه نیز کوچکتر بوده است (عدد منفی کوچکتر). بعلاوه، پیش‌بینی جریان‌های نقدی در گزارش افزایش سرمایه با افزایش خوش‌بینی سهامداران (کم واکنشی) در زمان انتشار گزارش افزایش سرمایه با بازده غیر عادی سهام پس از انتشار گزارش افزایش سرمایه مشاهده رابطه منفی را سبب شده است.

نتایج آزمون فرضیه‌های دوم و سوم

یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌ها دوم و سوم (مدل دوم پژوهش) به شرح زیر می‌باشد:

جدول ۳: نتایج آزمون مدل دوم

متغیرها	ضریب	خطای	آماره t	سطح
α_0	-۳/۳۵	۰/۳۱	-۱۰/۶۰	۰/۰۰۰۰
$\Delta INTANG$	-۰/۰۵۴	۰/۰۲۶	-۲/۰۵۹	۰/۰۴
$\Delta ONCOA$	-۰/۰۱۳	۰/۰۶۲	-۲/۱۶	۰/۰۳
$\Delta NCOA$	-۰/۰۵۴	۰/۱۲	-۴/۳۰	۰/۰۰
$\Delta NCOL$	-۰/۰۰۹	۰/۰۰۱	-۵/۰۹۷	۰/۰۰۰۰
ΔWC	-۰/۰۱۸	۰/۰۹۱	-۱/۹۷	۰/۰۴۸
LNSIZE	۰/۱۱	۰/۰۲۱	۵/۴۹	۰/۰۰
BM	۰/۰۰۳	۰/۰۰۴	۰/۷۰	۰/۴۷
MOMRET	۰/۱۴	۰/۰۴۵	۳/۱۸	۰/۰۰۱
CFO	-۰/۰۴۴	۰/۱۶	-۲/۷۵	۰/۰۰۶
EP	-۰/۰۱۵	۰/۱۹	-۰/۷۹	۰/۴۲
FLEV	۰/۰۱۷	۰/۱۱	۰/۱۴	۰/۸۸
SALES	۰/۰۱۲	۰/۰۴	۰/۳۰۶	۰/۷۵
DY	۰/۶۶	۰/۴۰	۱/۶۳	۰/۱۰
EFY	-۰/۰۰۵	۰/۰۵۸	-۰/۰۹۴	۰/۹۲
ضریب تعیین	۰/۶۲	F آماره	۷/۳۲	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۳	سطح معناداری	۰/۰۰	
دوربین واتسون	۲/۴۸			

نتایج نشان داد آماره F مدل در سطح ۹۹٪ معنی‌دار است به این معنی می‌توان گفت که مدل پژوهش توانسته است رفتار متغیر وابسته را به گونه‌ای مناسب برازش کند و این مدل در سطح اطمینان معنی‌دار است. نتایج پژوهش حاکی از آن بود که متغیرهای تغییرات در دارایی‌های ثابت مشهود، دارایی‌های نامشهود و سایر دارایی‌های غیر جاری عملیاتی با بازده غیرعادی سهام رابطه منفی و معنی‌دار دارند. به این ترتیب، بازار به پیش‌بینی‌های مدیریت از کلیه اجزای دارایی‌های غیر جاری عملیاتی واکنش منفی نشان می‌دهد، به گونه‌ای که واکنش منفی به سایر دارایی‌های غیر جاری عملیاتی در مقایسه با دیگر اقلام دارایی‌های غیر جاری

عملیاتی قوی‌تر و واکنش منفی به تغییرات در دارایی‌های ثابت مشهود در مقایسه با دیگر اقسام دارایی‌های غیرجاری عملیاتی ضعیف‌تر (قدر مطلق کوچکتر) است. بعلاوه، متغیر تغییرات در سرمایه در گردش غیرنقدی هم رابطه منفی و معنی‌دار قوی با متغیر بازده غیرعادی دارد که این موضوع می‌تواند نشانگر واکنش بازار به تغییرات در دارایی‌های جاری در کنار تغییرات در دارایی‌های غیرجاری در گزارش افزایش سرمایه باشد. به این ترتیب، مدل توانسته است ۵۳٪ از رفتار متغیر وابسته را نمایش دهد (نتایج ضریب تعیین تعدیل شده). بنابراین فرضیه دوم پژوهش که انتظار وجود رابطه منفی بین متغیر تغییرات در دارایی‌های ثابت مشهود و بازده غیرعادی سهام را داشت، رد نشد. اما فرضیه سوم پژوهش که انتظار داشت بین تغییرات در سایر دارایی‌های غیرجاری عملیاتی با بازده غیرعادی سهام رابطه‌ای وجود نداشته باشد رد شد. بررسی رفتار متغیرهای کنترلی حاکی از آن بود که متغیر جریان نقدی عملیاتی رابطه منفی و معنی‌دار و متغیرهای نرخ شتاب قیمت و اندازه شرکت رابطه مثبت و معنی‌دار با متغیر بازده غیرعادی سهام پس از افزایش سرمایه داشتند. به این ترتیب، بازده غیرعادی در شرکت‌هایی که با شتاب قیمتی همراه هستند در مقایسه با دیگر شرکت‌ها پس از انتشار گزارش توجیهی افزایش سرمایه کاهش کمتری می‌یابد. ضمن آنکه اندازه شرکت در شفافیت محیط اطلاعاتی و کم‌واکنشی سهامداران به گزارش توجیهی افزایش سرمایه موثر است.

بحث و نتیجه‌گیری

به‌طور کلی تصمیم به افزایش سرمایه، اقدامی مطلوب در راستای تأمین منافع آتی سهامداران است؛ زیرا به بهبود وضعیت یا رشد تولید و سودآوری شرکت می‌انجامد اما در شرایط کنونی اقتصاد کشور بسیاری از شرکت‌ها تنها با هدف تأمین مخارج عادی خود اقدام به افزایش سرمایه می‌کنند و افزایش سرمایه بیشتر در شرکت‌هایی که طرح‌های توسعه و برنامه‌ریزی‌های دقیق دارند موجب رشد شدید سودآوری می‌شود. در چنین شرایطی سهامداران درخصوص مشارکت در طرح‌های افزایش سرمایه تردید دارند و باید شرایط و بنیاد شرکت را بررسی کرده و این نتیجه را بگیرند که لزوم افزایش سرمایه منطقی و برای شرکت و سهامداران سودآوری خواهد داشت. گزارش توجیهی افزایش سرمایه که شرکت‌های سهامی در زمان افزایش سرمایه براساس قانون تجارت ملزم به تهیه آن هستند می‌تواند این اطلاعات را در اختیار سهامداران قرار دهد. در این گزارش‌ها پیش‌بینی‌های

مدیریت از وضعیت شرکت بعد از افزایش سرمایه آورده شده است. بررسی ارتباط برخی از این متغیرهای پیش‌بینی شده مانند تغییر در دارایی‌های غیر جاری با بازده سهام که عامل تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و بر آن مؤثر است، می‌تواند راهنمای سرمایه‌گذاران جهت تصمیم‌گیری بهتر باشد.

این پژوهش واکنش سرمایه‌گذاران به پیش‌بینی‌های مدیریت از تغییر در دارایی‌های غیر جاری عملیاتی را در گزارش توجیهی افزایش سرمایه سنجد. نتایج پژوهش نشان داد پیش‌بینی‌های مدیریت از تغییرات در دارایی غیر جاری عملیاتی در گزارش توجیهی افزایش سرمایه با بازده غیرعادی آتی سهام رابطه معکوس و معناداری دارد. از دلایل این ناهنجاری می‌توان قیمت‌گذاری نادرست ناشی از فروواکنش (واکنش کم) سرمایه‌گذاران به پیامدهای منفی سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت‌ها را بیان کرد. این قیمت‌گذاری نادرست می‌تواند به دلیل مدیریت سود مدیران هم باشد تا سود را بیشتر نشان دهند و منافع خود را گسترش دهند و وقتی مدیریت سود معکوس می‌شود، بازار ناامید می‌شود و به طور نزولی ارزیابی خود را اصلاح می‌کند. این یافته با نتایج پژوهش‌های وانگ و همکاران (۲۰۱۵)، پتروویچ و همکاران (۲۰۱۶)، گری و همکاران (۲۰۱۸)، ون (۲۰۱۹)، ودیعی و ساعی (۱۳۹۸) همگرا است.

نتایج پژوهش نشان داد پیش‌بینی‌های مدیریت از تغییر در دارایی‌های ثابت مشهود در گزارش توجیهی افزایش سرمایه با بازده غیرعادی آتی سهام رابطه معکوس و معناداری دارد، زیرا رشد دارایی ثابت منجر به افزایش هزینه استهلاک و در نتیجه کاهش سود می‌شود، به همین دلیل رشد دارایی ثابت باعث کاهش بازده غیرعادی آتی سهام می‌شود. اگرچه واکنش منفی بازار به دارایی‌های ثابت مشهود در مقایسه با دیگر اقلام دارایی‌های غیر جاری عملیاتی کمتر بود که این موضوع نیز با این فرضیه که تغییرات در دارایی‌های ثابت با ریسک کمتری همراه است سازگار می‌باشد. همچنین خطاهای تخمین در محاسبه استهلاک دارایی ثابت وجود دارد که منجر به قیمت‌گذاری نادرست می‌شود و بعدها این اشتباه از طریق بازده آتی سهام اصلاح می‌گردد. این یافته با نتایج یائو و همکاران (۲۰۱۱)، پتروویچ و همکاران (۲۰۱۶)، ودیعی و ساعی (۱۳۹۸) همگرا است.

نتایج پژوهش نشان داد پیش‌بینی‌های مدیریت از تغییر در سایر دارایی‌های غیر جاری عملیاتی در گزارش توجیهی افزایش سرمایه بعد از مستثنی کردن دارایی‌های ثابت مشهود با

بازده غیرعادی آتی سهام رابطه معکوس و معناداری دارد. بنابراین، می‌توان گفت تغییرات در دارایی‌های غیرجاری عملیاتی که دارایی‌های ثابت مشهود از آن حذف شده است، همچنان می‌تواند بازده غیرعادی آتی سهام را دستخوش تغییر نمایند. این یافته با نتایج پژوهش‌های پترویچ و همکاران (۲۰۱۶) در تضاد است. پژوهش‌های دیگر به جداسازی دارایی‌های غیرجاری عملیاتی پرداخته‌اند. به این ترتیب، می‌توان نتیجه گرفت مدیران ایرانی در گزارش توجیهی افزایش سرمایه منابع حاصل از افزایش سرمایه را در دارایی‌های ثابت و دیگر اقلام دارایی‌های غیرجاری عملیاتی تزریق می‌کنند که برای بازار محتوای اطلاعاتی دارد و موجب کم واکنشی می‌شود که بازده غیرعادی منفی آتی همراه است.

هر پژوهش در مسیر خود با محدودیت‌هایی روبه‌رو است که در تفسیر نتایج باید مدنظر قرار گیرد؛ این پژوهش نیز از این موضوع مبری نبود. تغییرات متغیرهای پژوهش از تفاوت در وضعیت اولین سال مندرج در گزارش توجیهی بعد از افزایش سرمایه و قبل از افزایش سرمایه محاسبه شده است و از اطلاعات پیش‌بینی متغیرها برای سال‌های دوم به بعد مندرج در گزارش توجیهی افزایش سرمایه به دلیل نداشتن اطلاعات بازده غیرعادی آتی سهام برای همه سالهای پژوهش استفاده نشده است.

نتایج پژوهش حاضر بستری مناسب برای ارائه پیشنهاداتی برای پژوهش‌های آتی فراهم می‌کند. با توجه به این که تغییر در دارایی‌های غیرجاری ناشی از تأمین مالی داخلی و خارجی است، پیشنهاد می‌شود نقش منابع تأمین مالی بر رابطه بین تغییر در دارایی‌های غیرجاری و بازده غیرعادی آتی سهام شرکت‌ها بررسی شود. علاوه بر این، با توجه به تضاد منافع سهامداران و مدیران، بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین تغییر در دارایی‌های غیرجاری و بازده غیرعادی آتی سهام شرکت‌ها، از دیگر موضوعات شایسته پژوهش است. پرداختن به موضوع کیفیت گزارش بازرسی قانونی در خصوص گزارش توجیهی افزایش سرمایه و عوامل موثر بر آن می‌تواند بسیار راهگشا باشد.

به پستوانه نتایج حاصل از پژوهش می‌توان پیشنهادهایی کاربردی را برای بهره‌مندی نهادهای مربوطه ارائه کرد. نتایج این پژوهش نشان داد بین پیش‌بینی‌های مدیریت از تغییرات در دارایی غیرجاری در گزارش توجیهی افزایش سرمایه با بازده غیرعادی آتی سهام رابطه معکوس و معناداری وجود دارد، به این ترتیب پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران در گزارش توجیهی افزایش سرمایه را با دقت بیشتری مورد توجه قرار داده و به برنامه‌های

عملی مدیریت در استفاده از منابع حاصل از افزایش سرمایه دقت کنند و صرفاً تغییرات در دارایی‌ها را که در اثر افزایش سرمایه حاصل می‌شوند مدنظر قرار ندهند. آنها باید در واکنش به اطلاعات مندرج در گزارش افزایش سرمایه به ویژگی‌های رفتاری مدیریت نیز توجه نمایند و به پیش‌بینی‌های مثبت یا خوش‌بینانه از مدیرانی که عملکرد مناسبی ندارند و یا برآوردهای کم‌ریسکی را در گزارش‌هایشان ارائه نمی‌دهند وزن چندانی ندهند. از آنجایی که گزارش‌های توجیهی افزایش سرمایه مبتنی بر اطلاعات مالی آتی است و قضاوت‌های مدیریت در آن بسیار اثرگذار است پیشنهاد می‌شود نهاد ناظر اقدام به رتبه‌بندی مدیران یا شرکت‌ها از منظر قابلیت اتکا یا خوش‌نامی در ارائه قضاوت‌های کم‌ریسک یا کیفیت قضاوت نمایند. در پایان پیشنهاد می‌شود بازرس قانونی در ارزیابی گزارش توجیهی افزایش سرمایه موضوع کم واکنشی سهامداران به تغییرات در دارایی‌های غیرجاری عملیاتی را مورد توجه قرار داده و رسیدگی‌های خود به قضاوت‌های مدیریت را به گونه‌ای برنامه‌ریزی کند که موجبات ارائه گزارش توجیهی قابل اتکا را فراهم آورد.

منابع

- بزرگ‌اصل، موسی و شیرینی، یحیی، (۱۳۸۹)، رابطه بین خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده آینده سهام، *مجله توسعه و سرمایه*، دوره ۳، شماره ۱، صص ۷-۲۹.
- خدای پور، احمد؛ هوشمندزعفرانی، رحمت‌اله و محمدرضاخانی، وحید، (۱۳۹۲)، اثر ساختار سرمایه بر بازده غیرعادی آتی سهام با در نظر گرفتن سطح تمرکز در صنعت، *راهبرد مدیریت مالی*، دوره ۱، شماره ۳، صص ۱۳۱-۱۴۶.
- دریائی، شبنم، (۱۳۹۸)، تعامل اثرات مومنتوم و اثر اندازه و ارزش شرکت، کنفرانس بین‌المللی مدیریت، حسابداری، اقتصاد و بانکداری در هزاره سوم، تهران.
- سماوی، محمدابراهیم، (۱۳۹۵)، بررسی روش‌های تامین مالی از طریق افزایش سرمایه بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چهارمین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های کاربردی در مدیریت و حسابداری، تهران.
- عبادی، جواد و حسن‌پور، اسماعیل، (۱۳۹۰)، افزایش سرمایه و تأثیر آن بر بازدهی غیرعادی براساس شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، دوره ۴، شماره ۱۰، صص ۴۵-۶۲.

فیض‌اللهی، سلاله و لشکری‌زاده، مریم، (۱۴۰۰)، تأثیر کیفیت ارقام تعهدی بر نوسانات بازده سهام، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۳، شماره ۴۹، صص ۳۱-۵۱.
مشایخی، بیتا، افتخاری، وحید و پروایی، اکبر، (۱۳۹۲)، بررسی معیارهای مختلف رشد دارایی‌ها در پیش‌بینی بازده آتی سهام در بورس اوراق بهادار تهران (با در نظر گرفتن رویکرد تحلیل عاملی)، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۶، شماره ۱۹، صص ۹۹-۱۱۲.

مهام، کیهان، روحی، علی و علم‌اهرمی، مریم، (۱۳۸۸)، بررسی ضرورت وجو چارچوبی جهت تهیه گزارش‌های توجیهی افزایش سرمایه، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱، شماره ۳، صص ۵۱-۷۴.

نمازی، سیده راضیه و عوض‌زاده فتح، فریبرز، (۱۳۹۵)، بررسی تاثیر جریان نقدی عملیاتی، اهرم مالی و اندازه شرکت بر ارتباط بین رشد دارایی و بازده آتی سهام (مطالعه موردی: بورس اوراق بهادار تهران)، تحقیقات جدید در علوم انسانی، دوره ۲، شماره ۲، صص ۵۳-۶۶.
وديعی، محمدحسین و ساعی، محمدحسین، (۱۳۹۸)، بررسی ارتباط بین ارقام تعهدی اختیاری خاص شرکت و بازده غیرعادی آتی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۶، شماره ۱، صص ۱۵۱-۱۶۸.

Bozor-asl, M. and Shiri, Y., (2009), the relationship between net operating assets and future stock returns, *Development and Capital Journal*, 3(1), pp. 29-7. [In Persian].

Cao, S, (2016), Reexamining growth effects: are all types of asset growth the same? *Contemporary Accounting Research*, 33(4), 1518-1548.

Ebadi, J. and Hasanpour, A., (2018), capital increase and its effect on abnormal returns based on evidence from Tehran Stock Exchange, *Financial Science Journal of Securities Analysis*, 4(10), pp. 45-62. [In Persian].

Faizullahi, S. and Lashkarizadeh, M., (1400), the effect of the quality of accruals on the volatility of stock returns, *Financial Accounting and Audit Research*, 13(49), pp. 31-51. [In Persian].

Gordon, M. J., & Shapiro, E, (1956), Capital equipment analysis: the required rate of profit, *Management science*, 3(1), 102-110.

Gray, P., Liao, I. S., & Strydom, M, (2018), The profitability of trading NOA and accruals: One effect or two? *International Review of Financial Analysis*, 58, 211-224.

Hirshleifer, D., Hou, K., Teoh, S. H., & Zhang, Y, (2004), Do

- investors overvalue firms with bloated balance sheets? *Journal of Accounting and Economics*, 38, 297-331.
- Khodamipour, A.; Houshmand Zaafraniyeh, R. and Mohammad Rezakhani, V., (2013), the effect of capital structure on the future abnormal returns of stocks considering the level of concentration in the industry, *Financial Management Strategy*, 1(3), pp. 131-146. [In Persian].
- Lam, F. E. C., & Wei, K. J, (2014), Betting on Total Asset Growth Reversal: The Role of Style Investing and Extrapolation Bias.
- Lam, F. Y., & Wei, K. C, (2017), Ex-ante Expectation Errors and the Asset Growth Effect, In AFA 2013 San Diego Meetings Paper.
- Li, X., Becker, Y., & Rosenfeld, D, (2012), Asset growth and future stock returns: International evidence, *Financial Analysts Journal*, 68(3), 51-62.
- Luo, M., Chen, T., & Cai, J, (2019), Stock return predictability when growth and accrual measures are negatively correlated, *China Finance Review International*, 4(10), 117-136.
- Maham, K., Rouhi, A. and Alam Ahrami, M., (2008), examining the necessity of a framework for preparing capital increase justification reports, *Financial Accounting and Auditing Research*, 1(3), 51-74. [In Persian].
- Mashayikhi, B; Eftekhari, and Parvai, A., (2012), Investigating various asset growth criteria in predicting future stock returns in Tehran Stock Exchange (taking into account the factor analysis approach), *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 6(19), 99-112. [In Persian].
- Namazi, S.R. and Awadzadeh Fateh, F., (2016), Investigating the effect of operating cash flow, financial leverage and company size on the relationship between asset growth and future stock returns (case study: Tehran Stock Exchange), *New Research in Humanities*, 2(2), 53-66. [In Persian].
- Papanastasopoulos, G., Thomakos, D., & Wang, T, (2006), Information in Balance Sheets for Future Stock Returns: Evidence from Net Operating Assets, University of Peloponnese and City University of New York working paper.
- Papanastasopoulos, G., Thomakos, D., & Wang, T, (2011), Information in balance sheets for future stock returns: Evidence from net operating assets, *International Review of Financial Analysis*, 20(5), 269-282.
- Petrovic, N., Manson, S., & Coakley, J, (2016), Changes in noncurrent assets and in property, plant and equipment and future stock returns: The UK evidence, *Journal of Business Finance &*

-
- Accounting*, 43(9-10), 1142-1196.
- Richardson, S. A., & Sloan, R. G, (2003), External financing and future stock returns, Rodney L, White Center for Financial Research Working Paper.
- Samavi, M. (2015), Investigating methods of financing through capital increase on stock returns of companies listed on the Tehran Stock Exchange, 4th International Conference on Applied Research in Management and Accounting, Tehran. [In Persian].
- Vadiei, M.H. and Saei, M.H., (2018), investigating the relationship between company-specific discretionary accruals and future abnormal returns on shares of companies listed on the Tehran Stock Exchange, *Accounting and Auditing Quarterly*, 26(1), 151-168. [In Persian].
- Wakil, G, (2020), Levels of Total Book Assets and Future Stock Returns: Risk or Mispricing? Available at SSRN 3654554.
- Wang, Y., Liu, C., Lee, J. S., & Wang, Y, (2015), The relation between asset growth and the cross-section of stock returns: Evidence from the Chinese stock market, *Economic Modelling*, 44, 59-67.
- Wen, Q, (2019), Asset growth and stock market returns: A time-series analysis, *Review of Finance*, 23(3), 599-628.