

بررسی تأثیر رشد دارایی‌ها و قابلیت‌های بازاریابی بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

بهنام گیلانی نیای صومعه سرائی*^۱

عبدالله فتوحی فستمی^۲

حسن فتوحی فستمی^۳

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۷/۱۵ تاریخ چاپ: ۱۳۹۸/۰۸/۳۰

چکیده

این تحقیق با هدف بررسی تأثیر رشد دارایی‌ها و قابلیت‌های بازاریابی بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شد. قابلیت‌های بازاریابی و رشد دارایی‌ها به عنوان متغیر مستقل و بازده غیرعادی سهام متغیر وابسته پژوهش بودند. نمونه آماری تحقیق شامل ۱۳۷۶ سال-شرکت مشاهده (۸ سال مالی و ۱۷۲ شرکت) طی بازه زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۶ از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. تجزیه و تحلیل فرضیه‌های تحقیق با استفاده از روش رگرسیون ترکیبی و رگرسیون پانل دیتا با استفاده از نرم‌افزار اقتصادسنجی Eviews9 انجام گردید. تجزیه و تحلیل اطلاعات در این تحقیق با استفاده از روش تخمین EGLS در سطح اطمینان ۹۵ درصد نشان داد که رشد دارایی‌ها و قابلیت‌های بازاریابی شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر بازده غیرعادی سهام شرکت دارند یعنی با افزایش هر یک از متغیرهای رشد دارایی‌ها و قابلیت‌های بازاریابی شرکت، بازده غیرعادی سهام شرکت نیز افزایش می‌یابد.

واژگان کلیدی

رشد دارایی‌ها، قابلیت بازاریابی، بازده غیرعادی سهام.

۱. گروه حسابداری، واحد رودسر و املش، دانشگاه آزاد اسلامی، رودسر، ایران. (نویسنده مسئول:

behnam.gilaninia@gmail.com)

۲. دانش آموخته کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه غیر انتفاعی مهرآستان، آستانه، گیلان، ایران.

A.fotohi69@gmail.com)

۳. دانش آموخته کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه گیلان، رشت، گیلان، ایران. (hassan.fotouhi0@gmail.com).

مقدمه

شرکت‌های مختلف در بازار سرمایه، بخشی از نقدینگی خود را از راه‌هایی مثل انتشار سهام عادی تأمین می‌کنند. ارزش برند و شهرت بازاری شرکت‌ها بر اساس قابلیت بازاریابی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران برای خرید و فروش سهام و در نهایت بر قیمت و بازدهی سهام مؤثر هستند. بدین سبب، بررسی رابطه بین ارزش برند و بازدهی غیرنرمال سهام ناشی از تغییر ارزش برندها، به‌عنوان دغدغه اصلی بسیاری از پژوهش‌ها است (براتی و همکاران، ۱۳۹۴). مور و فیرهارست^۱ (۲۰۰۳)، اظهار می‌کنند که رقابت در خرده‌فروشی‌ها در بازارهای مصرف، در سرتاسر جهان همچنان افزایش می‌یابد و بازاریابان به دنبال استراتژی‌هایی هستند که منافع و وفاداری مصرف‌کنندگان را حفظ کند (مور و فیرهارست، ۲۰۰۳).

اهمیت موجود در قابلیت‌های خاص عملیاتی و بازاریابی می‌تواند پیامدهای مهمی برای تصمیم‌گیری و تخصیص منابع در یک شرکت داشته باشد و می‌تواند تأثیر پایداری بر سطوح پایین شرکت داشته باشد. هرچه اهمیت بیشتری به یک قابلیت داده شود، نفوذ، تأثیر و نقش آن در تصمیم‌گیری شرکت‌ها بیشتر است (احمد و همکاران^۲، ۲۰۱۴). قابلیت‌ها مجموعه‌ای پیچیده از مهارت‌ها و دانش در فرآیندهای سازمانی است که موجب می‌گردد یک شرکت نسبت به رقبای به‌خوبی عمل کند و منابع موجود در شرکت را به خروجی‌های ارزشمندی تبدیل کند (دی^۳، ۱۹۹۴؛ مورگان^۴، ۲۰۱۲). از سوی دیگر رشد به‌عنوان یکی از محرک‌های اصلی قیمت سهام شرکت، برای سرمایه‌گذاران و مدیران از اهمیت اساسی برخوردار است. اگرچه رشد درآمد و سود شاخص‌های مهم اثربخشی قابلیت بازاریابی و همچنین بخش‌های حیاتی مورد نیاز بازاریابان هستند اما تأثیر رشد بلندمدت در اندازه‌گیری عملکرد بازاریابی نامشخص است؛ بنابراین در ادبیات تحقیق دانش نسبتاً کمی در مورد ابزار رشد شرکت و به‌ویژه تأثیر متقابل آن بر قابلیت‌های (بازاریابی و عملیاتی) مختلف شرکت و عملکرد رشد شرکت وجود دارد (فنگ و همکاران^۵، ۲۰۱۷).

تحقیقات گوناگون در ارتباط با قیمت‌گذاری دارایی‌ها نشان می‌دهد که رویدادهای شرکت‌های مرتبط با رشد دارایی با دوره‌های بازده سهام پایین‌تر در ارتباط است. به همین ترتیب، رویدادهای شرکتی که منجر به کاهش دارایی می‌شوند، به دنبال آن بازده سهام بالاتر را در پی دارند. اثر رشد دارایی بر بازده سهام توسط کوپر و همکاران^۶ (۲۰۰۸) و پولک و اسپینزا^۷ (۲۰۰۹) به این صورت گزارش شده است که یک رابطه منفی بین رشد دارایی و بازده آتی سهام نشان دهنده شواهدی در راستای قیمت‌گذاری اشتباه دارایی‌های سرمایه‌ای است. لیسون و همکاران^۸ (۲۰۰۹) تلاش می‌کند تا رابطه منفی بین رشد و بازده سهام را بر اساس دو توضیح منطقی، یعنی جبران ریسک و هزینه‌های آربیتراژ توضیح دهد (چودهوری و همکاران^۹، ۲۰۱۷). بر اساس مطالب عنوان شده می‌توان بیان کرد که رشد شرکت می‌تواند به صورت غیرعادی بر بازده سهام شرکت‌ها تأثیر داشته باشد و این امر می‌تواند ناشی از عواملی همچون قیمت‌گذاری نادرست دارایی‌های، ریسک و آربیتراژ باشد.

¹ - Moore and Fairhurst

² - Ahmed et al

³ - Day

⁴ - Morgan

⁵ - Feng et al

⁶ - Cooper et al

⁷ - Polk and Sapienza

⁸ - Lipson et al

⁹ - Chowdhury et al

سؤالاتی مانند چگونگی استفاده از منابع برای خدمت بهتر به مشتریان، چگونگی درک کامل اثر و ارزش فعالیت‌های بازاریابی شرکت‌ها و اینکه چگونه توانایی‌های بازاریابی بر عملکرد شرکت‌ها در طول زمان تأثیر می‌گذارد، زمینه‌های کلیدی برای محققین و متخصصین بازاریابی است. با کمال تعجب، با توجه به علائق مدیریتی و دانشگاهی اخیر در زمینه پاسخگویی بازاریابی، نقش قابلیت‌های بازاریابی در چگونگی ایجاد بازده سهام بالاتر تا حد زیادی بدون پاسخ باقی مانده است. جنبه کلیدی تأثیرات قابلیت‌های بازاریابی این است که چگونه بازارهای سهام اطلاعات مربوط به قابلیت بازاریابی را در بر می‌گیرند، یعنی اینکه چگونه درآمدهای آتی، اطلاعات مربوط به قابلیت بازاریابی را یکپارچه می‌کنند. فاما و فرنچ^۱ (۱۹۹۳) در مطالعه خود استدلال می‌کنند که قابلیت‌های بازاریابی اطلاعات را جهت چشم‌انداز رشد شرکت فراهم می‌نماید که شرکت‌ها را قادر به ایجاد بازده سهام بالاتر می‌کند (آنکلو-رویز و همکاران، ۲۰۱۸). با توجه به مطالب عنوان شده روابط میان قابلیت‌های بازاریابی و رشد دارایی شرکت‌ها می‌تواند مجموعه عوامل مؤثر بر بازده شرکت‌ها را به وجود آورد. لذا این تحقیق با هدف بررسی تأثیر رشد دارایی‌ها و قابلیت‌های بازاریابی بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اجرایی شد.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

با توجه به اصول دیدگاه مبتنی بر منابع و تئوری‌های قابلیت پویا، قابلیت بازاریابی به عنوان ترکیب شرکتی از منابع بازاریابی برای ایجاد فروش‌ها و رضایت مشتریان، تعریف می‌کنند. منابع بازاریابی، به فعالیت‌های بازاریابی اشاره دارند که نیازمند هزینه بازاریابی هستند به طوری که شرکت‌ها، بتوانند هزینه‌ها را استفاده، تخصیص و ترکیب کنند (کلر و لیمن^۲، ۲۰۰۳؛ راست و همکاران^۳، ۲۰۰۴؛ ورهیس و مورگان^۴، ۲۰۰۵). نویسندگان مختلفی مانند مور و فیرهارست (۲۰۰۳) و شارما و همکاران^۵ (۲۰۰۰)، دریافته‌اند که قابلیت تبلیغات و بازاریابی، به عنوان درجه‌ای از تأثیرپذیری در تشخیص از طریق تبلیغات و بازاریابی، به عنوان ضرورتی برای موفقیت در خرده‌فروشی شناخته می‌شوند. شرکت‌ها با به دست آوردن، منابع مختلف از بازارهای مختلف توسط تبلیغات و بازاریابی در طول زمان، می‌توانند از طریق پاسخ‌های مثبت مشتری به محصولات یا سرویس‌ها و همچنین رضایت مشتری در طول زمان بازده سهام ایجاد کنند. این همان فرآیند کسب منابع در طول زمان برای ایجاد دارایی‌های استراتژیک به صورت سهام در طول زمان است که به مفهوم قابلیت بازاریابی اشاره دارد. بیشتر تحقیقات موجود بازاریابی، بر سهم قابلیت بازاریابی در عملکرد مالی، تمرکز کرده‌اند. اولاً، تنها دو مطالعه، چگونگی تأثیرگذاری قابلیت‌های بازاریابی بر عملکرد مالی را بررسی و متغیرهای میانجی‌گر مختلف را تجزیه و تحلیل کرده‌اند (اور و همکاران^۶، ۲۰۱۱، ورهیس و همکاران، ۲۰۱۱). تحقیقات کنونی بازاریابی، بر مطالعاتی بنا شده‌اند تا تأثیر میانجیگری رشد بر ارتباط بین قابلیت‌های بازاریابی و بازده سهام را بررسی کنند. همچنین تحقیقات موجود، بر روی ارتباط قابلیت بازاریابی با شاخص‌های کمی و کیفی عملکرد مالی، تمرکز کرده‌اند. تحقیقات کنونی که بر اساس این مطالعات بنا شده‌اند تحقیقاتی هستند که بر شاخص‌های عملکرد مالی، شناخته شده تأکید می‌کنند (برای مثال، رشد دارایی). با این حال، این مطالعات تا حد زیادی، به ارتباط قابلیت بازاریابی با عملکرد کوتاه‌مدت،

¹ - Fama and French

² - Keller and Lehmann

³ - Rust et al

⁴ - Vorhies and Morgan

⁵ - Sharma et al

⁶ -Orr et al

محدود شده‌اند تا نتایج محدودتری را ارائه دهند؛ بنابراین، تحقیقات حال حاضر، مطالعات مربوط به ارتباط ارزشی و مدل‌های ارزش گذاری دارایی سرمایه‌ای را برای بررسی تأثیر قابلیت بازاریابی بر عملکرد (بازده سهام) بلندمدت، در نظر می‌گیرند (آنکلو-رویز و همکاران، ۲۰۱۸).

آنکلو-ریوز و همکاران (۲۰۱۸) در تحقیق با عنوان چگونه قابلیت بازاریابی به بازده سهام غیرعادی منجر می‌شود؟ نقش واسطه‌ای از رشد بر اساس چارچوب نظری و دیدگاه مبتنی بر منابع و ارزش مرتبط، به بررسی چگونگی تأثیر بازاریابی شرکت بر عملکرد شرکت‌ها پرداختند. در این تحقیق نمونه‌ای از ۲۷۰ شرکت بین سال‌های ۲۰۰ تا ۲۰۰۶ از پایگاه SIC مورد بررسی قرار گرفت. نتایج این تحقیق نشان داد که رشد دارایی در رابطه بین قابلیت بازاریابی و بازده غیرعادی سهام نقش میانجی را دارد. همچنین قابلیت‌های بازاریابی به‌طور کلی و قابلیت‌های بازاریابی شرکت‌های خرده‌فروشی به‌طور خاص اثرات معناداری بر بازده غیرعادی سهام دارند.

آنکلو و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان کارایی بازاریابی و بازده سهام بیان کردند کارایی بازاریابی شرکت، توانایی بهینه‌سازی و استقرار ورودی‌های مختلف بازاریابی برای دستیابی به درآمد فروش بالا و هزینه پایین، با بازده سهام قابل پیش‌بینی پایدار را دارد. نمونه تحقیق حاضر شامل شرکت‌های خدماتی و مالی، در بورس NYSE، AMEX و NASDAQ از سال ۱۹۷۴ تا ۲۰۱۵ بود. نتایج نشان داد شرکت‌هایی با کارایی بازاریابی بالاتر، عملکرد و بازده آتی بهتری را کسب می‌کنند و درآمد قابل ملاحظه‌ای بیشتر از شرکت‌هایی با کارایی بازاریابی پایین‌تر، به‌ویژه در صنایع رقابتی دارند.

چودهوری و همکاران (۲۰۱۷)، در تحقیق با عنوان رشد سهم بازار و بازده سهام به بررسی رابطه منفی بین رشد سهم بازار و بازده سهام پس از آن بر اساس مدل سه و چهار عاملی پرداختند. آنها نمونه‌ای از شرکت‌های را طی سال‌های ۱۹۶۴ تا ۲۰۱۲ در سه بخش مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق نشان داد شرکت‌های با رشد بالا در سهم بازار عملکرد خوب و مثبت را در سه ماهه‌ای که رشد سهم بازار آن اندازه‌گیری شده است گزارش می‌دهند. با این حال، شرکت‌های بزرگ با رشد در سهم بازار، عملکرد را در سه ماهه بعدی کاهش می‌دهند و موجب تعدیل انتظارات سرمایه‌گذاران و بازده سهام پایین‌تر می‌شود.

عسگرنژاد نوری (۱۳۹۷) در تحقیقی با عنوان عوامل مؤثر در بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد فراتحلیل به بررسی عوامل مؤثر در بازده سهام شرکت‌ها با به‌کارگیری روش فراتحلیل پرداختند. براساس این، در مجموع، ۸۹ پژوهش مختلف انتخاب شد. براساس پیشینه پژوهش، عوامل مؤثر شامل نسبت‌های نقدینگی، اهرمی، فعالیت، سودآوری، بازار، جریان‌های نقدی، شاخص‌های ریسک، مدیریت سود، پیش‌بینی سود، سرمایه‌گذاری واقعی و ویژگی‌های شرکت در نظر گرفته شد. نتایج نشان داد نسبت‌های نقدینگی، اهرمی، فعالیت، مدیریت سود و ویژگی‌های شرکت در بازده سهام شرکت‌ها تأثیر نداشته است؛ اما تأثیر مثبت سایر عوامل یعنی نسبت‌های سودآوری شامل نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، میزان سود و حاشیه سود، نسبت‌های بازار شامل بازده بازار، نسبت‌های جریان‌های نقدی شامل جریان‌های نقدی ناشی از عملیات، شاخص‌های ریسک شامل صرف ریسک، شاخص‌های پیش‌بینی سود شامل افق زمانی پیش‌بینی سود و درنهایت، سرمایه‌گذاری واقعی در بازده سهام تأیید شد.

اسماعیلی و فتاحی (۱۳۹۶)، در تحقیقی با عنوان رابطه‌ی بین هزینه‌های بازاریابی با بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار در حالت رونق به بررسی رابطه‌ی بین هزینه‌های بازاریابی با بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده

در بورس اوراق بهادار در حالت رونق، پرداختند. جهت آزمون متغیرهای پژوهش اقدام به اخذ نمونه آماری از جامعه مورد مطالعه، یعنی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی ۶ ساله بر اساس صورت‌های مالی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ تعداد ۱۰۷ شرکت گردید. تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از طریق آزمون‌های همبستگی پیرسون و رگرسیون چند متغیره از طریق نرم‌افزار EViews انجام گرفت. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیات پژوهش نشان داد بین هزینه‌های بازاریابی و بازده سهام، در دوره رونق، رابطه معناداری وجود داشته است و در این دوره، تفاوتی در میزان بازدهی سهام شرکت‌ها نداشته است. این امر نشان‌دهنده این است که مدیران شرکت‌ها، از یک رویه ثابت در این دوره، استفاده کرده‌اند و تغییری در برنامه‌های خود نداشته‌اند.

یعقوبی خانخواجه و جهان‌شاد (۱۳۹۶) در تحقیقی با عنوان تأثیر جریان نقد آزاد و رشد شرکت بر همزمانی بازده سهام به بررسی میزان اثرگذاری تأثیر جریان نقد آزاد و رشد شرکت بر همزمانی بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای آزمون فرضیه و رسیدن به اهداف تحقیق، ۱۰۱ نمونه از شرکت‌ها (۵۰۵ سال - شرکت) که در سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته و به روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک انتخاب شدند. روش آماری برای فرضیه اصلی مطرح شده در این تحقیق، برازش مدل داده‌های ترکیبی به روش رگرسیون پانل با اثرات تصادفی بود. یافته‌های تحقیق نشان داد که بین جریان نقد آزاد و رشد شرکت با همزمانی بازده سهام ارتباط معنی‌داری وجود داشته و در حدود ۴۹ درصد از تغییرات متغیر همزمانی بازده سهام توسط این متغیرها بیان می‌شود.

مبانی توسعه فرضیات

هریبار و کولینز^۱ (۲۰۰۲) بیان کردند که برخی از اقلام صورت‌های مالی رشد و عملکرد مناسب واحد تجاری را نشان می‌دهند و در پیش‌بینی بازدهی سال‌های آتی نقش دارند. یکی از این موارد رشد دارایی‌هاست. فیرفیلد و همکاران^۲ (۲۰۰۳) در تحقیق خود عنوان کردند که به‌طور کلی افزایش در دارایی شرکت‌ها می‌تواند بیان‌کننده شرکت در مسیر سودآوری حرکت می‌کند، اما نکته مهم این است که با شناخت اجزای رشد دارایی‌ها و اینکه از طریق کدام منابع مالی تهیه شده‌اند، می‌توان درک بهتری از این رشد داشت و با بررسی آنها متوجه شد چه میزان از این رشد توان ایجاد بازده را دارد. هیرشلیفر و همکاران^۳ (۲۰۰۴) بیان کردند که هدف از سرمایه‌گذاری در هر دارایی و یا مؤسسه‌ای علاوه بر حفظ سرمایه، کسب بازده است. با توجه به اینکه رشد دارایی به‌نوعی سرمایه‌گذاری در شرکت را نشان می‌دهد می‌توان انتظار داشت شرکتی که رشد دارایی بالایی دارد در سال‌های آتی بتواند بازده مناسبی به دست آورد و همین انتظار تأثیر بر ارزش‌گذاری سرمایه‌گذاران، بازده مورد انتظار آنها را شکل می‌دهد (هیرشلیفر و همکاران، ۲۰۰۴). یائو و همکاران^۴ (۲۰۱۰) در بررسی رابطه رشد دارایی‌ها و بازده سهام بیان کردند که بین رشد دارایی‌ها و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد. بر اساس مبانی ذکر شده فرضیه اول پژوهش به‌صورت زیر بیان می‌گردد:

^۱ - Hribar and Collins

^۲ - Fairfield et al

^۳ - Hirshleifer et al

^۴ - Yao et al

فرضیه اول: رشد دارایی‌های شرکت تأثیر معناداری بر بازده غیرعادی سهام شرکت دارد.

تحقیقات صورت گرفته در زمینه بررسی اثر مستقیم قابلیت‌های بازاریابی بر عملکرد شرکت استدلال می‌کنند که نامشهود بودن و مکمل بودن قابلیت‌های بازاریابی، مزایای رقابتی پایدار را ایجاد می‌کند و تأثیرات بالاتر بر عملکرد را تشریح می‌کند (کوزلنکووا و همکاران^۱، ۲۰۱۴؛ سریواستاوا و همکاران^۲، ۲۰۰۱). دیدگاه مبتنی بر ارزش، استدلال می‌کند که قابلیت بازاریابی ممکن است شرکت‌ها را قادر به ایجاد بازده سهام بالاتر کند که این امر جایگزین عملکرد مالی بلندمدت شرکت خواهد بود (آنگولو-رویز و همکاران، ۲۰۱۸). بر اساس مبانی بیان شده قابلیت بازاریابی با تأثیراتی که بر متغیرهای عملکرد مالی شرکت می‌گذارد می‌تواند به صورت همه‌جانبه بر بازده سهام که یکی از متغیرهای عملکردی شرکت است تأثیرگذار باشد و این تأثیرات بر بازده سهام ممکن است تغییرات عادی و یا غیرعادی ایجاد نماید بر این اساس فرضیه دوم پژوهش به صورت زیر بیان می‌گردد:

فرضیه دوم: قابلیت‌های بازاریابی تأثیر معناداری بر بازده غیرعادی سهام شرکت دارد.

روش تحقیق

به طور کلی روش‌های پژوهش در علوم رفتاری را می‌توان با توجه به دو ملاک هدف تحقیق و نحوه گردآوری داده‌ها تقسیم کرد. تحقیقات علمی بر اساس هدف به سه دسته تقسیم می‌شوند بنیادی، کاربردی و تحقیق و توسعه ای. هدف تحقیقات کاربردی توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. تحقیق حاضر، از آن جهت که می‌تواند مورد استفاده سازمان بورس اوراق بهادار، تحلیل‌گران مالی و کارگزاران بورس، بازاریابان، مدیران مالی شرکت‌ها، دانشگاه‌ها و مراکز آموزش عالی و پژوهشگران قرار گیرد، از لحاظ هدف کاربردی است. تحقیقات کاربردی به سمت کاربرد علمی دانش هدایت می‌شوند. همچنین این تحقیق از جمله تحقیقات پس رویدادی است؛ بنابراین در این تحقیق از اطلاعات آماری مربوط به گذشته برای اثبات فرضیه‌ها استفاده شده است.

در این پژوهش روش جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات مربوط به ادبیات تحقیق و فرضیه‌ها، روش کتابخانه‌ای و مراجعه به آرشیوها می‌باشد. بدین صورت که با استفاده از مطالعه کتب، مقالات، پایان‌نامه‌ها، نشریات تخصصی فارسی و لاتین، اینترنت و همچنین مطالعه صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های نمونه، یادداشت‌های توضیحی، گزارشات هیئت مدیره به مجمع، سایت سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سایت کدال و سایت مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران انجام گرفت.

جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نمونه آماری عبارت است از تعداد محدودی از آحاد جامعه آماری که بیان‌کننده ویژگی‌های اصلی جامعه باشد. در این تحقیق برای این که نمونه آماری یک نماینده مناسب از جامعه آماری موردنظر باشد، از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. برای این منظور ۵ معیار زیر در نظر گرفته شده و در صورتی که شرکتی کلیه معیارها را احراز کرده باشد به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شده و مابقی حذف می‌شوند. روند انتخاب نمونه در جدول ۳-۱ ارائه شده است.

(۱) شرکت قبل از سال ۸۹ در بورس پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۶ در بورس فعال باشد.

(۲) شرکت نباید از گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ‌ها و واسطه‌گری مالی باشد.

^۱ - Kozlenkova et al

^۲ - Srivastava et al

۳) سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد و طی بازه زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشد.

۴) اطلاعات مالی شرکت‌ها در دسترس باشد.

بعد از مدنظر قرار دادن کلیه معیارهای بالا، تعداد ۱۷۲ شرکت به عنوان جامعه غربالگری شده باقیمانده است؛ که همه آن‌ها به عنوان نمونه انتخاب شده‌اند. از این رو مشاهدات ما طی بازه زمانی ۱۳۸۹ لغایت ۱۳۹۶ به ۱۳۷۶ سال - شرکت (۸ سال $172 \times$ شرکت) می‌رسد. در جدول ۱ تعداد شرکت‌های نمونه ارائه شده است.

جدول (۱): روند انتخاب نمونه

۵۰۵	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۹۶
	معیارها:
(۱۷۶)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۹۶-۸۹ در بورس فعال نبوده‌اند
(۵۱)	تعداد شرکت‌هایی که بعد از سال ۸۹ در بورس پذیرفته شده‌اند
(۵۰)	تعداد شرکت‌هایی که جز هلدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و یا لیزینگ هابوده‌اند
(۵۴)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی تحقیق تغییر سال مالی داده و یا سال مالی آن منتهی به پایان اسفند نمی‌باشد
(۲)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی تحقیق اطلاعات مورد آن‌ها در دسترس نمی‌باشد
۱۷۲	تعداد شرکت‌های نمونه

مدل عملیاتی و متغیرهای پژوهش

به این دلیل که پژوهش حاضر به بررسی روابط میان متغیرها می‌پردازد از نوع همبستگی می‌باشد لذا در این پژوهش ابتدا هریک از متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی محاسبه شده، سپس با استفاده از رگرسیون چند متغیره، توسط نرم‌افزار آماری EViews9 روابط میان متغیرها مورد تجزیه و تحلیل قرار خواهد گرفت. لذا مدل‌های رگرسیونی متناظر با فرضیات جهت تجزیه و تحلیل آماری عبارتند از:

مدل رگرسیونی فرضیه اول:

$$AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 AG_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 R\&D_{it} + \beta_4 LIQ_{it} + \beta_5 HHI_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

مدل رگرسیونی فرضیه دوم:

$$AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 MC_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 R\&D_{it} + \beta_4 LIQ_{it} + \beta_5 HHI_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

که:

AR_{it} = بازده غیرعادی سهام شرکت i در سال t (متغیر وابسته)

AG_{it} = رشد دارایی‌های شرکت i در سال t (متغیر مستقل)

MC_{it} = قابلیت بازاریابی شرکت i در سال t (متغیر مستقل)

LEV_{it} = اهرم مالی شرکت i در سال t (متغیر کنترلی)

$R\&D_{it}$ = هزینه تحقیق و توسعه شرکت i در سال t (متغیر کنترلی)

LIQ_{it} = نسبت نقدینگی شرکت i در سال t (متغیر کنترلی)

HHI_{it} = تمرکز بازار شرکت i در سال t (متغیر کنترلی)

β = ضرایب رگرسیونی

ϵ = جمله خطا

نحوه محاسبه متغیرها

بازده غیرعادی سهام: بازده غیرعادی سهام عبارت است از تفاوت بازده واقعی شرکت و بازده بازار و از طریق رابطه محاسبه می‌شود:

$$CAR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (۳)$$

R_{mt} برابر است با نرخ بازده بازار برای محاسبه بازده بازار (R_m). بازده شاخص بازده نقدی و قیمت بورس اوراق بهادار تهران (TEDPIX) استفاده شده است که به شرح رابطه زیر است:

$$R_m = \frac{TEDPIX_t - TEDPIX_{t-1}}{TEDPIX_{t-1}} \quad (۴)$$

برای محاسبه بازده سالانه سهام شرکت از فرمول جامع بازده طبق رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$R_{it} = \frac{D_{it} + P_{it}(1 + \alpha + \beta) - (P_{it-1} + c\alpha)}{P_{it-1} + c\alpha} \times 100 \quad (۵)$$

که:

R_{it} = بازده سهام

D_{it} = سود نقدی تقسیمی هر سهم طی سال

P_{it} = قیمت بازار سهم در پایان سال

P_{it-1} = قیمت بازار سهم در اول سال

α = نشان‌دهنده درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی

β = به معنای افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها و سود انباشته

C = مبین مبلغ اسمی پرداخت شده توسط سهامدار از محل آورده نقدی یا مطالبات است.

رشد دارایی‌ها: از رابطه زیر محاسبه می‌گردد:

$$AG_{it} = \frac{ASSET_{it} - ASSET_{it-1}}{ASSET_{it-1}} \quad (۶)$$

$$AG_{it} = \text{رشد دارایی‌های شرکت } i \text{ در سال } t$$

$$ASSET_{it} = \text{دارایی‌های انتهای دوره شرکت}$$

$$ASSET_{it-1} = \text{دارایی‌های ابتدای دوره شرکت}$$

قابلیت بازاریابی: این متغیر از نسبت هزینه‌های فروش، بازاریابی و تبلیغات به کل دارایی‌های شرکت به دست می‌آید.

اهرم مالی: از نسبت کل بدهی‌های شرکت به کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌گردد.

هزینه تحقیق و توسعه: از نسبت هزینه تحقیق و توسعه شرکت به کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌گردد.

نسبت نقدینگی: از نسبت کل وجه نقد به کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌گردد.

تمرکز بازار: برای محاسبه این متغیر از شاخص هرفیندال هیرشمن استفاده می‌گردد که برابر است با نسبت کل فروش شرکت تقسیم بر کل فروش صنعت. شاخص هرفیندال جهت محاسبه تمرکز بازار از رابطه زیر محاسبه می‌گردد:

$$HHI = X_j / \sum_i^N X_j \quad (V)$$

که در آن X نشان دهنده فروش شرکت j ام و i نشان دهنده صنعت می‌باشد. هر چه شاخص هرفیندال بزرگتر باشد تمرکز بیشتر است و رقابت در آن صنعت کمتر می‌باشد.

یافته‌های پژوهش

تجزیه و تحلیل داده‌ها فرایندی چند مرحله‌ای است که طی آن داده‌هایی که به روش‌های مختلف جمع‌آوری شده‌اند؛ خلاصه، دسته‌بندی و در نهایت پردازش می‌شوند تا زمینه برقراری انواع تحلیل‌ها و ارتباط بین داده‌ها به منظور آزمون فرضیه‌ها فراهم آید. در این قسمت از تحقیق با استفاده از ابزارهای مناسب، اطلاعات و داده‌های لازم جهت آزمون فرضیه‌ها به شیوه تجربی بیان گردید. جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم افزار EViews9 استفاده گردید. آزمون‌های آماری مورد نیاز در این فصل عبارتند از آزمون نرمال بودن خطاها توسط آزمون جاکک برا؛ آزمون مانایی توسط آزمونهای Levin, Lin & Chu؛ تشخیص نوع داده‌های ترکیبی آزمون اف لیمر؛ معنادار بودن مدل رگرسیون آزمون F؛ آزمون معنادار بودن ضرایب آماره T؛ همسانی واریانس خطاها آزمون بارتلت؛ تعیین نوع روش برآورد (در صورت نیاز) آزمون هاسمن؛ آزمون هم خطی ضریب همبستگی و عدم خودهمبستگی جملات خطا آزمون دورین واتسون است. جدول (۲) نشان‌دهنده آمار توصیفی متغیرهای تحقیق می‌باشد که شامل ۸۰۴ مشاهده است. در این جدول شاخص‌های میانگین، میانه، بیشینه، کمینه، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی بیان می‌گردد.

جدول (۲): نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
بازده غیرعادی سهام	AR	۰,۰۹۹	-۰,۰۶۴	۷,۵۱۷	-۱,۴۱۷	۰,۸۱۷	۱,۸۷۰
رشد دارایی‌های شرکت	AG	۰,۱۷۲	۰,۱۲۲	۲,۱۶۸	-۰,۴۷۱	۰,۲۵۸	۱۲,۰۷۴
قابلیت بازاریابی	MC	۰,۰۰۳	۰,۰۰۰	۰,۱۰۲	۰,۰۰۰	۰,۰۰۷	۵,۱۸۹
اهرم مالی	LEV	۰,۶۱۵	۰,۶۱۵	۴,۰۰۲	۰,۰۹۰	۰,۲۴۷	۳,۲۸۸
هزینه تحقیق و توسعه	R&D	۰,۰۰۰۳	۰,۰۰۰	۰,۰۲۶	۰,۰۰۰	۰,۰۰۱	۹,۲۲۷
نسبت نقدینگی	LIQ	۰,۱۱۷	۰,۱۰۲	۰,۶۴۲	-۰,۴۶۰	۰,۱۲۹	۴,۵۰۸
تمرکز بازار	HHI	۰,۱۵۶	۰,۰۵۳	۱,۰۰۰	۰,۰۰۰۰۴	۰,۲۵۳	۷,۳۸۶
مشاهدات		۱۳۶۷	۱۳۶۷	۱۳۶۷	۱۳۶۷	۱۳۶۷	۱۳۶۷

جدول (۲) حاوی آمار توصیفی متغیرهای تحقیق است. در این جدول، کمترین میانگین مربوط به متغیر هزینه تحقیق و توسعه و بیشترین میانگین مربوط به متغیر اهرم مالی می‌باشد. مثبت بودن ضرایب کشیدگی حکایت از این مطلب دارد که توزیع متغیرها از توزیع نرمال بلندتر بوده و داده‌ها حول میانگین متمرکزتر شده‌اند. میزان عدم تقارن منحنی فراوانی را چولگی می‌نامند. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و چنانچه ضریب مثبت باشد، چولگی به راست وجود دارد و چون چولگی کلیه متغیرها مثبت است چولگی به راست وجود دارد. نتایج حاصل از آزمون ریشه واحد برای متغیرهای مدل‌ها به شرح جدول ۳ است.

جدول (۳): نتایج آزمون مانایی متغیرها

متغیرها	Levin, Lin & Chu		Im, Pesaran and Shin W-stat		ADF - Fisher Chi-square		PP - Fisher Chi-square	
	آماره	معناداری	آماره	معناداری	آماره	معناداری	آماره	معناداری
AR	-۳۶,۶۵۷	۰,۰۰۰	-۱۴,۴۴۹	۰,۰۰۰	۸۹۵,۹۷۱	۰,۰۰۰	۱۱۹۶۳,۵۴۰	۰,۰۰۰
MC	-۲۰,۵۶۱	۰,۰۰۰	-۵,۶۷۳	۰,۰۰۰	۴۴۸,۷۹۶	۰,۰۰۰	۵۱۴,۵۶۵	۰,۰۰۰
AG	-۳۸,۰۳۶	۰,۰۰۰	-۱۱,۱۷۹	۰,۰۰۰	۷۱۹,۲۸۶	۰,۰۰۰	۷۶۸,۳۳۱	۰,۰۰۰
LEV	-۱۰,۸۱۱	۰,۰۰۰	-۱,۸۵۰	۰,۰۳۲	۴۵۷,۵۳۳	۰,۰۰۰	۴۵۲,۰۰۱	۰,۰۰۰
R&D	-۱۰,۶۵۹	۰,۰۰۰	۶,۴۱۷	۰,۰۰۰	۱۷۵,۵۲۰	۰,۰۰۰	۲۰۰,۱۱۴	۰,۰۰۰
LIQ	-۲۶,۲۸۲	۰,۰۰۰	-۱۰,۰۸۵	۰,۰۰۰	۷۲۱,۳۴۱	۰,۰۰۰	۸۳۲,۶۵۰	۰,۰۰۰
HHI	-۱۲,۱۹۵	۰,۰۰۰	-۳,۲۷۶	۰,۰۰۰	۴۹۵,۰۵۷	۰,۰۰۰	۴۳۲,۹۹۶	۰,۰۰۰

نتایج بیان شده در جدول (۳) بیانگر این است که معناداری (Prob) به‌دست آمده برای کلیه آزمون‌های مانایی متغیرها کوچک‌تر از ۰,۰۵ است لذا کلیه متغیرهای تحقیق مانا هستند. پیش از تخمین مدل رگرسیونی تحقیق جهت آزمون فرضیات باید هم خطی متغیرهای موجود در مدل مورد بررسی قرار گیرد. برای بررسی وجود یا عدم وجود هم خطی

میان متغیرهای پژوهش از تحلیل همبستگی پیرسون استفاده شده است. جدول (۴) ضرایب همبستگی پیرسون میان متغیرها را نشان می‌دهد.

جدول (۴): نتایج آزمون عدم هم خطی متغیرها

متغیر	AR	MC	AG	LEV	R&D	LIQ	HHI
AR	۱,۰۰۰						
MC	۰,۰۵۳	۱,۰۰۰					
AG	-۰,۱۱۹	۰,۰۹۹	۱,۰۰۰				
LEV	۰,۰۰۹	-۰,۲۴۹	-۰,۰۵۶	۱,۰۰۰			
R&D	۰,۰۱۹	-۰,۱۰۷	-۰,۰۴۵	۰,۲۱۱	۱,۰۰۰		
LIQ	-۰,۱۰۳	۰,۰۶۰	۰,۰۳۹	۰,۱۱۳	۰,۱۶۰	۱,۰۰۰	
HHI	-۰,۰۴۶	۰,۰۷۹	۰,۰۷۸	۰,۰۷۸	-۰,۰۳۴	-۰,۰۳۷	۰,۰۷۲

باتوجه به نتایج جدول (۴) و آزمون هم خطی متغیرها مشخص می‌شود که مقادیر ضریب همبستگی خیلی زیاد یا خیلی کم (نزدیک به +۱ و -۱) که نتایج تحلیل رگرسیونی را تحت تأثیر قرار دهد، وجود ندارد، در نتیجه هم خطی میان متغیرهای پژوهش وجود ندارد. نتایج حاصل از تخمین مدل فرضیه اول تحقیق با استفاده از روش EGLS در جدول (۵) به نمایش درآمده است.

جدول (۵): نتایج تخمین مدل فرضیه اول

$AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 AG_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 R\&D_{it} + \beta_4 LIQ_{it} + \beta_5 HHI_{it} + \epsilon_{it}$						
متغیر	ضریب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره t	P-value		
AG	۰,۶۸۲	۰,۰۸۷	۷,۷۹۸	۰,۰۰۰		
LEV	-۰,۱۴۴	۰,۰۹۴	-۲,۳۲۱	۰,۰۲۸		
R&D	-۰,۹۴۹	۱۳,۲۸۶	-۳,۵۲۳	۰,۰۱۰		
LIQ	۰,۲۳۱	۰,۱۷۹	۲,۲۸۷	۰,۰۱۸		
HHI	-۰,۰۲۰	۰,۰۸۸	-۲,۲۳۰	۰,۰۱۷		
عرض از مبدا (C)	۰,۰۴۹	۰,۰۷۶	۳,۶۵۱	۰,۰۰۱		
ضریب تعیین = ۰,۳۵۱			ضریب تعیین تعدیل شده = ۰,۳۴۷			
آماره دوربین واتسون = ۲,۴۹۲		آماره آزمون F = ۱۴,۸۴۲		احتمال آزمون F = ۰,۰۰۰		

نتایج بیان شده در جدول (۵) بیانگر این است که معناداری آزمون F برابر با ۰,۰۰۰ می‌باشد که کوچک‌تر از ۰,۰۵ است و از آنجائی که آماره F اعتبار کلی مدل را نشان می‌دهد در نتیجه می‌توان گفت مدل آزمون فرضیه دوم با احتمال ۹۵٪ معنادار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل معادل ۰,۳۴۷ است. این عدد نشان می‌دهد که حدود ۳۴ درصد تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای توضیحی مدل قابل تبیین است و از آنجائی که آماره دوربین- واتسون مدل برابر با ۲,۴۹۲ است و این مقدار بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، می‌توان گفت که در مدل دوم خودهمبستگی وجود ندارد. نتایج مندرج در جدول (۵) بیانگر این است که معناداری (Prob) محاسبه شده برای متغیر مستقل رشد دارایی‌ها (۰,۰۰۰)، کوچک‌تر از ۰,۰۵ و ضریب برآورد شده آن متغیر (۰,۶۸۲) مثبت است. در نتیجه می‌توان بیان کرد که رشد دارایی‌ها تاثیر مثبت و معناداری بر بازده غیرعادی سهام شرکت دارد. بر این اساس، فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه رشد دارایی‌های شرکت تأثیر معناداری بر بازده غیرعادی سهام شرکت دارد، پذیرفته می‌گردد. نتایج حاصل از تخمین مدل فرضیه دوم تحقیق با استفاد از روش EGLS در جدول (۶) به نمایش درآمده است.

جدول (۶): نتایج تخمین مدل فرضیه دوم

$AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 MC_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 R\&D_{it} + \beta_4 LIQ_{it} + \beta_5 HHI_{it} + \epsilon_{it}$					
متغیر	ضریب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره t	P-value	
MC	۵,۹۶۷	۲,۹۵۹	۲,۰۱۶	۰,۰۴۳	
LEV	-۰,۲۵۰	۰,۰۹۶	-۲,۵۹۴	۰,۰۰۹	
R&D	-۶,۰۳۱	۱۳,۵۹۸	-۳,۴۴۳	۰,۰۰۷	
LIQ	۰,۰۸۰	۰,۱۸۲	۲,۴۴۱	۰,۰۱۸	
HHI	-۰,۰۰۷	۰,۰۹۰	-۲,۰۸۲	۰,۰۲۴	
عرض از مبدا (C)	۰,۲۲۷	۰,۰۷۴	۳,۰۵۳	۰,۰۰۲	
ضریب تعیین = ۰,۳۰۹			ضریب تعیین تعدیل شده = ۰,۳۰۵		
آماره دوربین واتسون = ۲,۴۶۱		آماره آزمون F = ۲,۵۶۲		احتمال آزمون F = ۰,۰۰۰۰	

نتایج بیان شده در جدول (۶) بیانگر این است که معناداری آزمون F برابر با ۰,۰۰۰ می‌باشد که کوچک‌تر از ۰,۰۵ است و از آنجائی که آماره F اعتبار کلی مدل را نشان می‌دهد در نتیجه می‌توان گفت مدل آزمون فرضیه دوم با احتمال ۹۵٪ معنادار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل معادل ۰,۳۰۵ است. این عدد نشان می‌دهد که حدود ۳۰ درصد تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای توضیحی مدل قابل تبیین است و از آنجائی که آماره دوربین- واتسون مدل برابر با ۲,۴۶۱ است و این مقدار بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، می‌توان گفت که در مدل دوم خودهمبستگی وجود ندارد. نتایج مندرج در جدول (۶) بیانگر این است که معناداری (Prob) محاسبه شده برای متغیر مستقل قابلیت‌های بازاریابی (۰,۰۴۳)، کوچک‌تر از ۰,۰۵ و ضریب برآورد شده آن متغیر (۵,۹۶۷) مثبت است. در نتیجه می‌توان بیان کرد که قابلیت‌های بازاریابی تاثیر مثبت و معناداری بر بازده غیرعادی سهام شرکت دارد. بر این اساس،

فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه قابلیت‌های بازاریابی تأثیر معناداری بر بازده غیرعادی سهام شرکت دارد، پذیرفته می‌گردد.

نتیجه‌گیری

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی مدل رگرسیونی تحقیق نشان داد که معناداری محاسبه‌شده برای متغیر مستقل رشد دارایی‌ها، کوچک‌تر از ۰,۰۵ و ضریب برآورد شده آن متغیر مثبت است. در نتیجه می‌توان بیان کرد که رشد دارایی‌ها تأثیر مثبت و معناداری بر بازده غیرعادی سهام شرکت دارد بر این اساس، فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه رشد دارایی‌های شرکت تأثیر معناداری بر بازده غیرعادی سهام شرکت دارد، پذیرفته می‌گردد؛ بنابراین می‌توان بیان نمود که با افزایش رشد دارایی‌های شرکت، بازده غیرعادی سهام شرکت نیز افزایش می‌یابد. کوپر و همکاران (۲۰۰۸) و چن و همکاران (۲۰۱۱) رابطه درصد تغییرات سالانه دارایی‌ها و بازده غیرعادی آتی سهام را تأیید کردند؛ به گونه‌ای که بازده آتی این یافته در تطابق با یافته تحقیق حاضر است. انگلو-ریوز و همکاران (۲۰۱۸) رشد دارایی با بازده غیرعادی سهام در ارتباط است این نتیجه مطابق با یافته‌های پژوهش حاضر است. همچنین معناداری محاسبه‌شده برای متغیر مستقل قابلیت‌های بازاریابی، کوچک‌تر از ۰,۰۵ و ضریب برآورد شده آن متغیر مثبت است. در نتیجه می‌توان بیان کرد که قابلیت‌های بازاریابی تأثیر مثبت و معناداری بر بازده غیرعادی سهام شرکت دارد؛ بر این اساس، فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه قابلیت‌های بازاریابی تأثیر معناداری بر بازده غیرعادی سهام شرکت دارد، پذیرفته می‌گردد؛ بنابراین می‌توان بیان نمود که با افزایش قابلیت‌های بازاریابی، بازده غیرعادی سهام شرکت نیز افزایش می‌یابد. انگلو-ریوز و همکاران (۲۰۱۸) در تحقق خود بیان کردند دیدگاه مبتنی بر ارزش، استدلال می‌کند که قابلیت بازاریابی ممکن است شرکت‌ها را قادر به ایجاد بازده غیرعادی بالاتر کند که این امر جایگزین عملکرد مالی بلندمدت شرکت خواهد بود. در نتیجه، نتایج حاصل از این فرضیه مطابق با دیدگاه مبتنی بر ارزش و در راستای نتایج تحقیق انگلو-ریوز و همکاران (۲۰۱۸) می‌باشد. آنگک و همکاران (۲۰۱۸) بیان کردند شرکت‌هایی با کارایی بازاریابی بالاتر، عملکرد و بازده آتی بهتری را کسب می‌کنند این یافته نیز از جهاتی مطابق با یافته‌های پژوهش حاضر است. با توجه به تأثیر مثبت رشد دارایی‌ها بر بازده غیرعادی سهام شرکت به مدیران شرکت پیشنهاد می‌گردد با سرمایه‌گذاری مناسب درآمد ناشی از سود، فروش و دارایی‌های شرکت با ایجاد مزیت رقابتی پایدار، عملکرد و بازدهی شرکت را با ثبات کنند. با توجه به تأثیر مثبت قابلیت‌های بازاریابی بر بازده غیرعادی سهام شرکت به تحلیلگران مالی و مدیران شرکت‌ها بازده سهام شرکت را با توجه به قابلیت‌های بازاریابی پیش‌بینی کنند. به محققین پیشنهاد می‌گردد در تحقیقات آتی به بررسی تأثیر قابلیت‌های بازاریابی بر بازده آتی شرکت‌ها با تکیه بر نقش واسطه رشد شرکت‌ها بپردازند. به محققین پیشنهاد می‌گردد در تحقیقات آتی به بررسی تأثیر قابلیت‌های بازاریابی بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌ها با تکیه بر نقش واسطه فرصت‌های رشد بپردازند. کمبود تحقیقات مرتبط با رابطه بازاریابی و بازده غیرعادی سهام یکی از محدودیت‌های تحقیق در راستای مبانی نظری و مقایسه نتایج تحقیق بود.

منابع

۱- اسماعیلی، بهزاد و فتحی، زاداله. (۱۳۹۶). رابطه‌ی بین هزینه‌های بازاریابی با بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در حالت رونق، دومین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و توسعه، شهر تفلیس، شرکت فناوران یکتا هوشمند اهورا - دانشگاه جرجیا و با مشارکت دانشگاه‌های ایران.

- ۲- براتی، ابوالفضل؛ داوری، مهدی و عباسپور نوغانی، محمدرضا. (۱۳۹۴). واکنش بازده غیرعادی سهام نسبت به ارزش‌برند. چشم‌انداز مدیریت بازرگانی، ۲۴، ۴۵-۶۲.
- ۳- عسگرنژاد نوری، باقر. (۱۳۹۷). عوامل مؤثر در بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد فراتحلیل. مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۶(۱)، ۲۹-۵۰.
- 4- Ang, T.C. Chordia, T. and Mai, V.A., Singh, H. (2018). The Efficiency of Marketing and Stock Returns. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3224925>.
- 5- Angulo-Ruiz, F., Donthu, N., Prior, D. and Rialp, J. (2018). How does marketing capability impact abnormal stock returns? The mediating role of growth. *Journal of Business Research*, 82, 19-30.
- 6- Ahmed, M.U., Kristal, M.M. and Pagell, M. (2014). Impact of operational and marketing capabilities on firm performance: Evidence from economic growth and downturns. *International Journal of Production Economics*, 154, 59-71.
- 7- Chowdhury, J., Sonaer, G. and Celiker, U. (2017). Market share growth and stock returns. *Account Finance*, doi:10.1111/acfi.12300.
- 8- Cooper, M., Gulen, H. and Schill, M. (2008). Asset growth and the cross section of stock returns. *Journal of Finance*, 68, 1609-1651.
- 9- Day, G.S. (1994). The capabilities of market-driven organizations. *Journal of Marketing*, 58(4), 37-52.
- 10- Fama, E.F. and French, K.R. (1993). Common risk factors in the returns on stock and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56.
- 11- Feng, H., Morgan, N.A. and Rego, L.L. (2017). Firm capabilities and growth: the moderating role of market conditions. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 45(1), 76-92.
- 12- Hirshleifer, D., Hou, K., Teoh, S. and Zhang, Y. (2004). Do investors over value Firms with bloated balance sheets?. *Journal of Accounting and Economics*, 38, 297-331.
- 13- Hribar, P. and Collins, D.W. (2002). Errors in estimating accruals: Implications for empirical research. *Journal of Accounting Research*, 10, 105-134.
- 14- Keller, K.L. and Lehmann, D.R. (2003). How do brands create value?. *Marketing Management*, 12(3), 26-31.
- 15- Kozlenkova, I.V., Samaha, S.A. and Palmatier, R.W. (2014). Resource-based theory in marketing. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 42, 1-21.
- 16- Morgan, N.A. (2012). Marketing and business performance. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 40(1), 102-119.
- 17- Moore, M. and Fairhurst, A. (2003). Marketing capabilities and firm performance in fashion retailing. *Journal of Fashion Marketing and Management*, 7(4), 386-397.
- 18- Orr, L. M., Bush, V. D. and Vorhies, D. W. (2011). Leveraging firm-level marketing capabilities with marketing employee development. *Journal of Business Research*, 64, 1074-1081.

- 19- Rust, R.T., Ambler, T., Carpenter, G.S., Kumar, V. and Srivastava, R.K. (2004). Measuring marketing productivity: Current knowledge and future directions. *Journal of Marketing*, 68(4), 76–89.
- 20- Srivastava, R.K., Fahey, L. and Christensen, H.K. (2001). The resource-based view and marketing: The role of market-based assets in gaining competitive advantage. *Journal of Management*, 27(6), 777–802.
- 21- Vorhies, D.W. and Morgan, N.A. (2005). Benchmarking marketing capabilities for sustainable competitive advantage. *Journal of Marketing*, 69(1), 80–94.
- 22- Vorhies, D.W., Orr, L.M. and Bush, V.D. (2011). Improving customer-focused marketing capabilities and firm financial performance via marketing exploration and exploitation. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 39, 736–756.
- 23- Yao, T., Yu, T., Zhang, T., Chen, S. (2010). Asset growth and stock returns: Evidence from Asia financial markets. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19, 115-139.

Investigating the Effect of Asset Growth and Marketing Capabilities on Abnormal Stock Returns of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange

Behnam Gilaniniay Soumehsaraei^{*1}

Abdullah Fotouhi Foshtomi²

Hassan Fotouhi Foshtomi³

Date of Receipt: 2019/10/07 Date of Issue: 2019/11/21

Abstract

The aim of this study was to investigate the effect of growth of assets and marketing capabilities on the abnormal returns of shares of companies listed on the Tehran Stock Exchange. Marketing capabilities and asset growth as an independent variable and abnormal stock returns were the dependent variable of the research. The statistical sample of the study included 1376 years-Observation Company (8 financial years and 172 companies) during the period 1389 to 1396 from the companies listed on the Tehran Stock Exchange. The research hypotheses were analyzed using combined regression and data panel regression using Eviews9 econometric software. Data analysis in this study using EGLS estimation method at 95% confidence level showed that the growth of assets and marketing capabilities of the company have a positive and significant effect on abnormal returns of the company's stock, ie by increasing each of the variables of growth of assets and marketing capabilities of the company. Abnormal returns on the company's stock also increase.

Keywords

Asset Growth, Abnormal Stock Returns, Marketing Capability.

1. Assistant Professor of Accounting, Islamic Azad University, Rudsar and Amlash Branch, Rudsar, Iran. (Corresponding Author: behnam.gilaninia@gmail.com)
2. Graduated from Master of Business Administration, Mehrastan Non-Profit University, Astana, Gilan, Iran. (A.fotouhi69@gmail.com)
3. Graduated from the Master of Accounting, University of Guilan, Rasht, Guilan, Iran (hassan.fotouhi0@gmail.com).