

بررسی ارتباط بین تغییرات سهم بازار با ارزش‌گذاری عایدات و فرصت‌های رشد آتی شرکت‌ها

حسنعلی سینایی^۱، فاطمه رشیدی زاد^۲

۱. استادیار دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی دانشگاه شهید چمران، ایران

۲. کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی دانشگاه شهید چمران، ایران

(تاریخ دریافت: ۱۳۸۸/۶/۱۴، تاریخ تصویب: ۱۳۸۸/۱۰/۸)

چکیده

امروزه در سرتاسر جهان شرکت‌ها در عرصه‌ی رقابت برای به‌دست آوردن سهم بازار، تلاش می‌کنند تا بتوانند سهم فروش محصولات خود را نسبت به رقبای افزایش دهند. این پژوهش با استفاده از اطلاعات مربوط به ۱۶۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵، تلاش می‌نماید تا به بررسی ارتباط بین تغییرات سهم بازار با ارزش‌گذاری عایدات و فرصت‌های رشد آتی بپردازد. این اطلاعات از صورت‌های مالی موجود در پایگاه‌های اطلاعاتی هم‌چون نرم‌افزار تدبیر پرداز استخراج شده‌اند. به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از تکنیک‌های آماری رگرسیون چندگانه و ساده بهره گرفته شد. در ابتدا با ایجاد دو معیار سنجش برای تغییرات سهم بازار (تغییر در سهم بازار شرکت در فاصله‌ی بین دوره‌ی جاری و گذشته، روند تغییرات سهم بازار در طی سه دوره) به بررسی نقش این دو معیار در رابطه‌ی بین عملکرد جاری و عملکرد آتی پرداخته شد. نتایج بازگوکننده‌ی این بود که رابطه‌ی بین عملکرد جاری و آتی به‌طور معناداری وابسته به تغییرات سهم بازار بوده و این رابطه تا سه سال آینده تداوم می‌یابد. هم‌چنین به‌منظور ارزیابی تأثیر تغییرات سهم بازار بر عملکرد جاری از دو مدل بازده پیش‌بینی نشده و قیمت استفاده شد که نتایج بازگوکننده‌ی این بود که مربوط بودن سودهای جاری با ارزش، با رشد در سهم بازار افزایش می‌یابد. اما بین معیارهای سنجش تغییرات سهم بازار و فرصت‌های رشد رابطه‌ی معناداری مشاهده نشد.

واژه‌های کلیدی: تغییرات سهم بازار، مربوط بودن ارزش، ضریب واکنش سود، فرصت‌های رشد

۱. مقدمه

شرکت‌ها به منظور کسب مزیت رقابتی، از منابع خود در جهت بهبود موقعیت نسبی خویش نسبت به رقبای استفاده می‌کنند و ارتقای موقعیت شرکت سبب شکل‌گیری فرصت‌های بهتری در آینده می‌شود. در مطالعات سازماندهی صنعتی، سهم بازار و رشد آن به‌عنوان شاخص‌های مهم عملکردی شرکت شناخته شده‌اند و هم‌چنین رابطه‌ی مثبت بین سهم بازار و سود اقتصادی به اثبات رسیده است. در پارادایم ساختار- رفتار- عملکرد، دو رویکرد رقابتی برای توضیح این رابطه ارائه شده است. اولین رویکرد، نظریه‌ی تبانی است که بر مبنای آن، با متمرکز شدن سهم بازار در میان تعداد معدودی از شرکت‌های مقتدر، آنان قیمت محصول را بالاتر از سطح قیمت بازار رقابت کامل تعیین می‌کنند و در نتیجه به سود متعارف بالاتری دست می‌یابند. براساس دومین رویکرد که دیدگاه کارایی است، کسب سهم بازار ناشی از افزایش کارایی شرکت و نوآوری بوده و صرفه‌جویی‌های ناشی از مقیاس آن سودهای اقتصادی را برای شرکت به همراه می‌آورد. صرف نظر از این دو رویکرد، اگر هدف مطلوب شرکت‌ها، کسب سهم بازار بیشتر باشد و انتظار رود که در آینده افزایش سودآوری و فرصت‌های رشد از آن شرکت‌هایی باشد که سهم بیشتری از بازار را به خود اختصاص داده‌اند، آن‌گاه تغییر در سهم بازار نشان‌دهنده‌ی عملکرد آتی و فرصت‌های رشد است.

برخلاف اهمیت سهم بازار به‌عنوان شاخصی از محیط رقابتی شرکت، نقش آن در مدل‌های ارزش‌گذاری مبتنی بر اطلاعات حسابداری کم‌رنگ بوده و در بسیاری از پژوهش‌های حسابداری مبتنی بر بازار از سود شرکت به‌عنوان نشانگر عملکرد جاری و آتی مورد انتظار شرکت‌ها یاد می‌شود و به نقش سهم بازار توجه کمتری شده است. بنابراین، در این مطالعه با استفاده از درآمدهای فروش به‌عنوان معیار حسابداری، به بررسی تأثیر تغییرات سهم بازار بر ارزش‌گذاری عایدات و فرصت‌های رشد آتی شرکت‌ها پرداخته می‌شود.

۲. پیشینه‌ی پژوهش

به نظر بسیاری از پژوهشگران حسابداری، مربوط بودن متغیرهای حسابداری با ارزش شرکت ممکن است تابع معیارهای عملکردی شرکت و ویژگی‌های صنعت باشد. از میان

این مطالعات امیر و لو به بررسی تأثیرات متفاوت تغییر در سهم بازار در میان شرکت‌های موجود در صنایع یکسان پرداختند. آن‌ها به معیارهای دیگری از رشد سهم بازار دست یافتند که مهم‌تر از معیارهای سنتی عملکرد در صنایع با رشد بالا است. به عقیده‌ی آن‌ها به وسیله‌ی اطلاعاتی که مطابق سرمایه‌گذاران صنایع در حال رشد است، می‌توان اطلاعات مالی را تکمیل کرد. آن‌ها با اضافه کردن معیارهای اندازه بازار و رشد در سهم بازار، به مدل ارزش گذاری خود، دریافته‌اند که این معیارها نه تنها با ارزش شرکت‌های نمونه آن‌ها مرتبط هستند، بلکه باعث معنادار شدن ضرایب معیارهای سود و ارزش دفتری نیز می‌گردند [۲]. جونز و همکاران به تبیین رابطه‌ی بین فرصت‌های رشد و پایداری سود بدون در نظر گرفتن نقش تغییرات در سهم بازار پرداختند. نتایج نشان داد که فرصت‌های رشد متفاوت در صنایع گوناگون بر رابطه‌ی بین سود و ارزش تأثیرگذار است. آن‌ها با طبقه‌بندی شرکت‌ها به گروه‌های با فرصت‌های رشد بالا و پایین، دریافتند که فرصت‌های آتی رشد و پایداری سود بر مربوط بودن ارزش سود تأثیر می‌گذارد و تعامل بین این دو موجب واکنش شدیدتر قیمت سهام نسبت به سود می‌شود [۶]. آنتونی و رامش براساس مرحله‌ی چرخه‌ی عمر، شرکت‌ها را به پرتفولیوهایی تقسیم‌بندی کردند. آن‌ها دریافتند که واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به سهم بازار فزاینده‌ی شرکت‌ها، در مرحله‌ی تولد و رشد بیشتر از مرحله‌ی بلوغ و افول آن‌ها است [۳]. جوس و جوس نیز مجموعه‌ی متغیرهای اطلاعات محتوایی برگرفته از مطالعات سازماندهی صنعتی را در نظر گرفتند که در برگیرنده‌ی ویژگی‌های صنعت بودند و در مطالعات گذشته به‌عنوان عوامل تعیین‌کننده‌ی سودآوری جاری و آتی شرکت مورد تحلیل قرار گرفته بودند. آن‌ها در تجزیه و تحلیل نرخ بازده حقوق صاحبان سهام متغیرهای تمرکز در صنعت، موانع ورود به صنعت و سهم بازار شرکت را مد نظر قرار دادند و دریافتند که سهم بازار نسبت به دو متغیر تمرکز و موانع ورود در پیش‌بینی سودهای آتی از قابلیت بهتری برخوردار است [۷]. تس به آزمون این فرضیه پرداخت که اگر در صنایع مختلف، فرصت‌های آتی رشد متفاوت باشند، آنگاه سودآوری نیز در این صنایع برای سرمایه‌گذاران دارای مفاهیم متفاوتی از جریان‌ات نقدی آتی است. وی دریافت که سرمایه‌گذاران نسبت به سودآوری صنایع دارای رشد بالا در برابر صنایع با رشد پایین واکنش مطلوب‌تری نشان می‌دهند. این واکنش به این علت است

که افزایش سودآوری مستلزم رشد بیشتر جریانات نقدی آتی صنایع دارای رشد بالا نسبت به صنایع با رشد پایین است [۱۰].

سورسکی با معرفی معیار تغییر در سهم بازار به عنوان شاخص عملکرد شرکت، به بررسی رابطه بین سود و بازده سهام، با در نظر گرفتن فرصت‌های رشد آتی پرداخت. او با استفاده از دو مدل بازده پیش‌بینی نشده و قیمت سهام، دریافت که رابطه‌ی بین عملکرد جاری و آتی شرکت تحت تأثیر تغییرات سهم بازار بوده و سودهای جاری شرکت‌های دارای رشد سهم بازار حاوی اطلاعات سودمندی برای سرمایه‌گذاران است [۹]. گاش با بررسی دقیق روند افزایشی سود دریافت که شرکت‌هایی با روند افزایشی سود و فروش، دارای ضریب واکنش سود بالاتری نسبت به شرکت‌هایی هستند که فقط افزایش در سود داشته‌اند. هم‌چنین وی دریافت که ضریب واکنش سود در شرکت‌هایی که روند فزاینده‌ی سود، ناشی از روند فزاینده‌ی فروش است، بالاتر از شرکت‌هایی است که این روند نشأت گرفته از سایر عوامل مانند کاهش هزینه‌های عملیاتی یا افزایش فعالیت‌های سودآور غیر عملیاتی است [۵]. احمدپور و احمدی استفاده از ویژگی‌های کیفی اطلاعات مالی در ارزیابی کیفیت سود را مورد مطالعه قرار داده‌اند. آن‌ها ابتدا ابعاد مربوط بودن و قابلیت اتکاء سود را به‌طور جداگانه با به کارگیری روش‌های تحلیل سری زمانی و داده‌های ترکیبی، برآورد کردند. طبقه‌بندی شرکت‌ها بر مبنای کیفیت سود بالا و پایین براساس روش تحلیل خوشه‌ای صورت پذیرفت. با استفاده از مدل اوهلسون (رگرسیون قیمت-سود) برای آزمون فرضیات، نتایج بیانگر این امر بود که ضریب واکنش سود و هم‌چنین قدرت توضیحی (R^2) رگرسیون قیمت-سود در پرتفوی شرکت‌های با کیفیت سود بالا نسبت به شرکت‌های با کیفیت سود پایین به‌طور معناداری بیشتر است [۱].

۳. فرضیه‌های پژوهش

- فرضیه ۱: با تغییر در سهم بازار، رابطه‌ی بین ROE آتی و ROE جاری تغییر می‌یابد.
- فرضیه ۲: بین ضریب واکنش سود و تغییر در سهم بازار رابطه‌ی معناداری وجود دارد.
- فرضیه ۳: روند تغییرات در سهم بازار، رابطه‌ی بین ROE آتی و ROE جاری را تغییر می‌دهد.

فرضیه ۴: بین ضریب واکنش سود و روند تغییرات در سهم بازار رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

فرضیه ۵: بین تغییر در سهم بازار و فرصت‌های رشد آتی رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

فرضیه ۶: بین روند تغییرات در سهم بازار و فرصت‌های رشد آتی رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

۴. متغیرهای پژوهش و نحوه‌ی محاسبه‌ی آن‌ها

تغییرات سهم بازار (MSC): در این پژوهش تغییر در سهم بازار به این صورت اندازه‌گیری می‌شود:

$$(۱-۴) \text{ تغییر در سهم بازار} = \left[\frac{\text{فروش شرکت آ در زمان } t-1}{\text{فروش شرکت آ در زمان } t} \div \frac{\text{فروش صنعت ز در زمان } t-1}{\text{فروش صنعت ز در زمان } t} \right] - 1$$

در این پژوهش با تبعیت از مطالعات گذشته [۸،۳] برای محاسبه‌ی این متغیر از درآمد فروش حداقل سه شرکت در هر صنعت استفاده شده است. در ضمن، درآمد فروش شرکت آ نیز در فروش کلی صنعت ز در نظر گرفته شده است.

روند تغییرات در سهم بازار (MOM): این معیار نشان دهنده‌ی روند (صعودی، نزولی یا بی‌ثباتی) تغییرات سهم بازار است. برای اندازه‌گیری این متغیر با سنجش تغییرات سهم بازار در سه دوره‌ی متوالی، جهت و میزان این تغییرات مشخص شده و در قالب اعداد (+۱، ۰، -۱) عملیاتی می‌گردند.

فرصت‌های رشد آتی: در این پژوهش برای سنجش این متغیر از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (MTB) استفاده می‌شود:

$$(۲-۴) \text{ قیمت بازار سهام} \times \text{تعداد سهام منتشر شده}$$

جمع حقوق صاحبان سهام در ترازنامه

ریسک: در این پژوهش معیار سنجش ریسک عبارت است از: نسبت بدهی‌های بلند مدت به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در ابتدای دوره و لگاریتم واریانس سود خالص شرکت (EVAR) طی دوره‌ی مورد نظر (۱۳۸۰-۱۳۸۵).

اندازه‌ی شرکت: این متغیر از طریق محاسبه‌ی لگاریتم طبیعی دارایی‌های هر سهم اندازه‌گیری می‌شود.

پایداری سود: پایداری سود به معنای تکرارپذیری (استمرار) سودهای جاری است. در این پژوهش به تبعیت از مطالعات قبلی [۴] از مدل اتورگرسو زیر برای محاسبه‌ی پایداری سود استفاده می‌شود:

$$\text{Earnings}_{t+1} = \alpha_1 + \alpha_2 \text{Earnings}_t + \varepsilon_{t+1} \quad (۳-۴)$$

Earnings_{t+1} : سود دوره‌ی آتی

Earnings_t : سود دوره‌ی جاری

α_2 : پایداری سود و ε_{t+1} خطای مدل

نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (ROE): در این پژوهش نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، از تقسیم سود خالص یک دوره بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام پایان دوره‌ی قبل به دست می‌آید.

بازده پیش‌بینی نشده: در این پژوهش معیار سنجش بازده پیش‌بینی نشده بازده تعدیل شده موزون بر اساس قیمت بازار است که عبارت است از تفاوت بین بازده سهام و بازده موزون بر اساس قیمت بازار برای شرکت j .

بازده موزون بر اساس قیمت بازار: یک میانگین وزنی از بازده سهام همه شرکت‌هاست که بر اساس ارزش بازار سهام در انتهای سال قبل موزون شده است و از طریق فرمول زیر محاسبه می‌شود:

$$= \frac{\sum_{j=1}^n (MV_{jt-1} \cdot R_{jt})}{\sum_{j=1}^n MV_{jt-1}}$$

Value-weighted market return (۴-۴)

MV_{jt-1} : ارزش بازار سهام در ابتدای سال قبل است. R_{jt} : بازده سهام برای شرکت j که از چهارمین ماه سال t تا سومین ماه سال $t+1$ انباشته شده است و حسب مورد از طریق فرمول‌های زیر به دست می‌آید. بازده واقعی هر سهم عادی با توجه به موارد زیر تعیین می‌گردد:

الف) نوسان قیمت سهم در طول دوره سرمایه‌گذاری، ب) سود نقدی هر سهم، پ) مزایای ناشی از حق تقدم خرید سهام ت) سود سهمی یا سهام جایزه.

به این ترتیب بازده واقعی هر سهم به صورت زیر محاسبه می شود:

$$R_{i,t} = \frac{P_1(1+\alpha) + D - [P_0 + \alpha(1000)]}{P_0 + \alpha(1000)} \quad (5-4)$$

$R_{i,t}$: بازده واقعی سهم i در دوره t ، P_0 : قیمت سهم i در ابتدای سال t ، P_1 : قیمت سهم i در پایان سال t ، D : سود نقدی هر سهم، α : در صد افزایش سرمایه^۱ ضریب واکنش سود (ERC): این ضریب به سنجش واکنش بازار نسبت به سودهای پیش بینی نشده می پردازد. در این پژوهش به منظور برآورد ضریب واکنش سود از دو مدل رگرسیونی به نام مدل قیمت و مدل بازده پیش بینی نشده استفاده می شود.

۵. جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری پژوهش شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله ی سال های ۱۳۸۰-۱۳۸۵ است. نمونه ی آماری با در نظر گرفتن قلمرو مکانی و زمانی پژوهش براساس معیارهای زیر انتخاب شده است:

۱. شرکت های تولیدی که از سال ۱۳۸۰ یا قبل از آن در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
۲. به منظور حذف اثر زمان بر بازده سهام، شرکت ها باید تاریخ واحد پایان سال مالی (۲۹ اسفند هر سال) برخوردار باشند.
۳. شرکت هایی که توقف فعالیت نداشته و سال مالی خود را در طی دوره ی مورد نظر تغییر داده باشند.
۴. اطلاعات مورد نیاز در بخش متغیرها باید در صورت های مالی شرکت ها منتشر شده باشد.
۵. جزء شرکت های عضو صنایع خدماتی و سرمایه گذاری نباشند.
۶. جزء شرکت های عضو صنایع بدون رقیب (صنایع متشکل از یک یا دو شرکت) نباشند.

^۱ چون اکثر قریب به اتفاق ارزش اسمی سهام شرکت های ایرانی ۱۰۰۰ ریال است، α در عدد ۱۰۰۰ ضرب شده است.

به این ترتیب تعداد ۱۶۸ شرکت انتخاب شد. از آنجا که هر شرکت در طی سال-های ۱۳۸۰-۱۳۸۵ دارای ۶ مجموعه اطلاعات مالی قابل استخراج در صورت‌های مالی است، بنابراین تعداد مشاهده‌های کل شرکت‌های نمونه برابر با ۱۰۰۸ مورد است. در این پژوهش برای گردآوری اطلاعات از گزارش‌ها و صورت‌های مالی و مجامع شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شد و هم‌چنین از پایگاه‌های اطلاعاتی مثل پایگاه اطلاعاتی بورس اوراق بهادار، نرم افزار بورس اوراق بهادار (تدبیر پرداز)، بهره گرفته شده است.

۶. مدل‌های استفاده شده برای آزمون فرضیه‌های پژوهش

۶-۱. آزمون فرضیه اول

در این پژوهش به منظور بررسی تأثیر تغییرات سهم بازار بر رابطه‌ی بین ROE جاری و ROE آتی، از مدل رگرسیون چندگانه‌ی زیر استفاده می‌شود:

$$ROE_{t+j} = \alpha_0 + \alpha_1 ROE_{it} + \alpha_2 ROE_{it} * MSC_{it} + \alpha_3 MSC_{it} + \alpha_4 ROE_{it} * MTB_{it} + \alpha_5 MTB_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$H_0: \alpha_2 = 0 \quad H_1: \alpha_2 \neq 0$$

ROE_{it} : نرخ بازده حقوق صاحبان سهام در زمان t ، ROE_{t+j} : نرخ بازده حقوق صاحبان سهام در زمان $t+j$ ، $\{j \in 1, 2, 3\}$ ، MTB_{it} : ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در ابتدای دوره t ، MSC_{it} : تغییرات سهم بازار شرکت i در دوره t

۶-۲. آزمون فرضیه دوم

به منظور بررسی تأثیر تغییرات سهم بازار بر ضریب واکنش سود، از مدل‌های رگرسیون چندگانه (مدل بازده پیش‌بینی نشده و مدل قیمت) زیر استفاده می‌شود:

$$UR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta E_{it} + \alpha_2 E_{it} + \alpha_3 \Delta E_{it} * MSC_{it} + \alpha_4 E_{it} * MSC_{it} + \alpha_5 MSC_{it} + \alpha_6 \Delta E_{it} * MTB_{it} + \quad (2)$$

$$\alpha_7 E_{it} * MTB_{it} + \alpha_8 \Delta E_{it} * \ln(A)_{it} + \alpha_9 E_{it} * \ln(A)_{it} + \alpha_{10} \Delta E_{it} * DE_{it} + \alpha_{11} E_{it} * DE_{it} + \alpha_{12} \Delta E_{it} * EVAR_{it} + \alpha_{13} E_{it} * EVAR_{it} + \alpha_{14} \Delta E_{it} * PERS_{it} + \alpha_{15} E_{it} * PERS_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 E_{it} + \alpha_3 E_{it} * MSC_{it} + \alpha_4 MSC_{it} + \alpha_5 E_{it} * \ln(A)_{it} + \quad (3)$$

$$\alpha_6 E_{it} * DE_{it} + \alpha_7 E_{it} * EVAR_{it} + \alpha_8 E_{it} * PERS_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$H_0: \alpha_3, \alpha_4 = 0 \quad H_1: \alpha_3, \alpha_4 \neq 0 \quad \text{در مدل (۲)}$$

$$H_0: \alpha_2 = 0 \quad H_1: \alpha_2 \neq 0 \quad \text{در مدل (۳)}$$

UR_{it} : بازده پیش‌بینی نشده شرکت i در دوره t ، E_{it} : سود هر سهم شرکت i در دوره t

ΔE_{it} : تغییر در سود هر سهم شرکت i در دوره t (اختلاف بین سود هر سهم دوره جاری و دوره‌ی گذشته)، P_{it} : قیمت سهام شرکت i در پایان دوره t ، MTB_{it} : نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت i در ابتدای دوره t ، $\ln(A)_{it}$: لگاریتم طبیعی دارایی‌های هر سهم در ابتدای دوره t ، DT_{it} : نسبت بدهی‌های بلندمدت به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت i در ابتدای دوره t ، $EVAR_{it}$: واریانس سود در طی دوره ۶ ساله، $PERS_{it}$: پایداری سود شرکت i در دوره t ، BV_{it} : ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت i در ابتدای دوره t ، در معادله (۲) تمامی متغیرها، توسط $P_{i,t-1}$ مقیاس شده‌اند.

۳-۶. آزمون فرضیه سوم

به منظور بررسی تأثیر روند تغییرات سهم بازار بر رابطه‌ی بین ROE جاری و ROE آتی، از مدل رگرسیون چندگانه‌ی زیر استفاده می‌شود:

$$ROE_{i,t+j} = \alpha_0 + \alpha_1 ROE_{it} + \alpha_2 ROE_{it}^* MOM_{it} + \alpha_3 MOM_{it} + \alpha_4 ROE_{it}^* MTB_{it} + \alpha_5 MTB_{it} + \varepsilon_i \quad (۴)$$

$$H_0: \alpha_2 = 0 \quad H_1: \alpha_2 \neq 0$$

MOM: روند تغییرات سهم بازار شرکت i در دوره t

۴-۶. آزمون فرضیه چهارم

به منظور بررسی تأثیر روند تغییرات سهم بازار بر ضریب واکنش سود، از مدل‌های رگرسیون چندگانه (مدل بازده پیش‌بینی نشده و مدل قیمت) زیر استفاده می‌شود:

$$UR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta E_{it} + \alpha_2 E_{it} + \alpha_3 \Delta E_{it}^* MOM_{it} + \alpha_4 E_{it}^* MOM_{it} + \alpha_5 MOM_{it} + \alpha_6 \Delta E_{it}^* MTB_{it} + \alpha_7 E_{it}^* MTB_{it} + \alpha_8 \Delta E_{it}^* \ln(A)_{it} + \alpha_9 E_{it}^* \ln(A)_{it} + \alpha_{10} \Delta E_{it}^* DE_{it} + \alpha_{11} E_{it}^* DE_{it} + \alpha_{12} \Delta E_{it}^* EVAR_{it} + \alpha_{13} E_{it}^* EVAR_{it} + \alpha_{14} \Delta E_{it}^* PERS_{it} + \alpha_{15} E_{it}^* PERS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۵)$$

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 E_{it} + \alpha_3 E_{it} * MOM_{it} + \alpha_4 MOM_{it} + \alpha_5 E_{it} * \ln(A)_{it} + \quad (۶)$$

$$\alpha_6 E_{it} * DE_{it} + \alpha_7 E_{it} * EVAR_{it} + \alpha_8 E_{it} * PERS_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$H_1: \alpha_3, \alpha_4 \neq 0 \quad H_0: \alpha_3, \alpha_4 = 0 \quad \text{در مدل (۵)}$$

$$H_0: \alpha_3 = 0 \quad H_1: \alpha_3 \neq 0 \quad \text{در مدل (۶)}$$

۵-۶. آزمون فرضیه پنجم

در فرضیه پنجم به بررسی رابطه بین فرصت‌های رشد آتی و تغییرات سهم بازار پرداخته می‌شود. این فرضیه با استفاده از مدل رگرسیون ساده زیر آزمون می‌شود:

$$MTB_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 MSC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۷)$$

$$H_0: \alpha_1 = 0 \quad H_1: \alpha_1 \neq 0$$

۶-۶. آزمون فرضیه ششم

در فرضیه ششم به بررسی رابطه بین فرصت‌های رشد آتی و روند تغییرات سهم بازار پرداخته می‌شود. این فرضیه با استفاده از مدل رگرسیون ساده زیر آزمون می‌شود:

$$MTB_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 MOM_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۸)$$

$$H_0: \alpha_1 = 0 \quad H_1: \alpha_1 \neq 0$$

۷. یافته‌های پژوهش

۱-۷. توصیف یافته‌ها

شرکت‌های مورد نظر از لحاظ اندازه و عملکرد دامنه‌ی گسترده‌ای را در بر می‌گیرند. به طوری که اختلاف بین بالاترین و پایین‌ترین چارک برای ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و سود هر سهم به ترتیب برابر با ۳۰۹۲۱۱ (میلیون ریال) و ۱۰/۰۹۱ (ریال) است. با توجه به این که میانگین تمامی متغیرها بزرگ‌تر از میانه بوده، می‌توان نتیجه گرفت که توزیع آماری تمامی متغیرها چوله به راست است، به این معنی که مد جامعه آماری پایین‌تر از میانه و افتادگی توزیع بالاتر از آن واقع شده است. نتایج مرتبط با روند تغییرات سهم بازار نشان می‌دهد که در طول دوره‌ی مورد بررسی (۱۳۸۰-۱۳۸۵) تقریباً ۱۲/۵٪ از کل مشاهده‌ها (۱۲۵ مورد) روند نزولی، ۱۷٪ از کل مشاهده‌ها (۱۱۶ مورد) روند صعودی در سهم بازار را تجربه کرده‌اند. در حالی که، بیش از دو سوم مشاهده‌ها (۷۶۳ مورد) روند ثابتی نداشته‌اند.

۲-۷. تحلیل همبستگی

در این بخش همبستگی میان متغیرهای استفاده شده در پژوهش سنجیده شده است. نتایج به دست آمده بازگوکننده‌ی این است که میان تغییرات سهم بازار (MSC) و شدت تغییرات سهم بازار (MOM)، سود هر سهم و بازده پیش‌بینی نشده رابطه‌ی معناداری وجود دارد. در خصوص رابطه‌ی میان معیارهای عملکردی جاری (سود هر سهم، ROE_t) و معیارهای عملکردی آتی (بازده پیش‌بینی نشده، ROE_{t+1})، قیمت سهام) می‌توان گفت که میان تمامی این متغیرها به استثنای سود هر سهم و قیمت سهام، رابطه‌ی معناداری مشاهده می‌شود. با توجه به این که ضریب همبستگی پیرسون میان معیارهای سود هر سهم و قیمت سهام $0/063$ بوده، و شاخص معناداری از $0/05$ بالاتر است، می‌توان نتیجه گرفت که در سطح اطمینان 95% میان این متغیرها همبستگی معناداری وجود ندارد.

۳-۷. نتایج آزمون فرضیه‌ها

در این پژوهش، برای تخمین مدل‌های اقتصادسنجی از نرم افزار SPSS نسخه ۱۶ استفاده شده است. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش مدل‌های مختلفی تخمین زده شده است که در مدل‌های مربوط به فرضیه‌های اول و سوم از داده‌های مقطعی (سالانه) و در مدل‌های فرضیه‌های دو، چهار، پنج و شش از داده‌های ترکیبی ۱۶۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (مجموع ۱۰۰۸ مشاهده) برای ۶ سال استفاده شده است. در ابتدا با توجه به اهمیت نرمال بودن توزیع داده‌ها از آزمون آماری کولموگروف-اسمیرنوف استفاده شد. سپس برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از آزمون‌های پارامتریک t استیودنت یا سطح معناداری (Sig) استفاده شده است. در تمامی آزمون‌های آماری این پژوهش سطح معناداری برابر با $0/05$ در نظر گرفته شده است.

۱-۱-۷. فرضیه اول

نتایج آزمون فرضیه اول بر مبنای مدل (۱) بازگوکننده‌ی این است که ضریب $ROE*MSC$ در هر سه دوره مثبت و معنادار بوده است. این نتیجه بیان می‌دارد که در صورتی که سهم بازار رشد یابد، نقش توضیح دهنده‌ی ROE جاری برای ROE یک، دو و سه سال آینده بیشتر می‌شود. بنابراین فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان 95% تأیید می‌شود. هم‌چنین این نگاره نشان می‌دهد که ضریب متغیر ROE با رگرسیون کردن ROE

جاری بر ROE یک سال، دو سال و سه سال آینده، به طور ثابت کاهش می‌یابد. کاهش در مقدار ROE در مطالعات گذشته نیز تأیید شده است. در این مطالعات دریافته‌اند که رابطه -ی بین ROE جاری و ROE آتی، با طولانی شدن محدوده‌ی زمانی بین این دو متغیر تضعیف می‌شود [۱۷]۱۴.

در هر سه دوره، آماره‌ی F بیانگر معناداری مدل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵٪ است. ضریب تعیین (R^2) از مقدار ۰/۵۸۳ برای ROE یک سال بعد به ۰/۵۱۳ برای ROE دو سال بعد و به ۰/۱۴۶ برای ROE سه سال بعد کاهش یافته است. به این ترتیب با طولانی شدن محدوده‌ی زمانی، درصد کمتری از تغییرات عملکرد آتی توسط عملکرد جاری توضیح داده می‌شود. آماره‌ی دوربین واتسون و تولرانس نشان می‌دهد که میان متغیرهای مستقل خود همبستگی و هم خطی وجود ندارد.

۲-۱-۷. آزمون فرضیه دوم

نتایج آزمون فرضیه دوم بر مبنای مدل (۲) و (۳) نشان می‌دهد که در مدل بازده پیش‌بینی نشده ضرایب متغیرهای $\Delta E * MSC$ و $E * MSC$ ، در مدل بازده پیش‌بینی نشده مثبت و معنادار هستند. در نتیجه، میان ضریب واکنش سود و تغییرات سهم بازار در مدل بازده رابطه‌ی معناداری وجود دارد. در این مدل ضرایب تمامی متغیرهای کنترلی به استثنای $\Delta E * \ln(A)$ و ΔE غیر معنادار هستند. آماره F بیانگر معناداری مدل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵٪ است. ضریب تعیین ($R^2 = ۰/۱۴۹$) بیانگر این است که تقریباً ۱۵٪ تغییرات بازده پیش‌بینی نشده توسط متغیرهای مدل توضیح داده می‌شود. هم‌چنین، در مدل قیمت ضریب $E * MSC$ مثبت و معنادار است. در نتیجه، میان ضریب واکنش سود و تغییرات سهم بازار در مدل قیمت رابطه‌ی معناداری وجود دارد. از میان متغیرهای کنترلی موجود در مدل قیمت، ضرایب تمامی متغیرها به استثنای متغیرهای ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، سود و واریانس سود غیر معنادار هستند. آماره F بیانگر معناداری مدل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵٪ است. ضریب تعیین ($R^2 = ۰/۰۸۵$) بازگوکننده‌ی این است که تقریباً ۸٪ تغییرات قیمت سهام توسط متغیرهای مدل توضیح داده می‌شود. در هر دو مدل آماره‌ی دوربین واتسون و تولرانس نشان می‌دهد که میان متغیرهای مستقل خود همبستگی و هم خطی وجود ندارد. به این ترتیب با جمع‌بندی نتایج این دو مدل می‌توان بیان

نمود که رابطه‌ی معناداری میان ضریب واکنش سود و تغییرات سهم بازار وجود دارد و فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود.

۳-۱-۷. آزمون فرضیه سوم

نتایج آزمون فرضیه سوم بر مبنای مدل (۴) بازگوکننده‌ی این است که ضریب $ROE * MOM$ در هر سه دوره مثبت و معنادار بوده است این نتیجه بیان می‌دارد که در صورتی که تغییرات سهم بازار از روندی مداوم و پرشتاب برخوردار باشد، نقش توضیح دهنده‌ی ROE جاری برای ROE یک، دو و سه سال آینده افزایش می‌یابد. بنابراین فرضیه سوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود. هم‌چنین ضریب متغیر ROE با رگرسیون کردن ROE جاری بر ROE یک‌سال، دو سال و سه سال آینده، به‌طور ثابت کاهش می‌یابد. کاهش در مقدار ROE در مطالعات گذشته نیز تأیید شده است. در این مطالعات دریافته‌اند که رابطه‌ی بین ROE جاری و ROE آتی، به مرور زمان تضعیف می‌شود [۵، ۱۷]. در هر سه دوره، آماره F بیانگر معناداری مدل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵٪ است. ضریب تعیین (R^2) از مقدار ۰/۸۶۲ برای ROE یک‌سال بعد به ۰/۶۶۶ برای ROE دو سال بعد و به ۰/۲۲۷ برای ROE سه سال بعد کاهش یافته است به‌این ترتیب با طولانی شدن محدوده‌ی زمانی، درصد کمتری از تغییرات عملکرد آتی توسط عملکرد جاری توضیح داده می‌شود. آماره‌ی دوربین واتسون و تولرانس نشان می‌دهد که میان متغیرهای مستقل خودهمبستگی و هم‌خطی وجود ندارد.

۴-۱-۷. آزمون فرضیه چهارم

نتایج آزمون فرضیه چهارم بر مبنای مدل (۵) و (۶) نشان می‌دهد که در مدل بازده پیش‌بینی نشده، ضرایب متغیرهای $\Delta E * MOM$ و $E * MOM$ ، در مدل قیمت مثبت و معنادار هستند. در نتیجه، میان ضریب واکنش سود و روند تغییرات سهم بازار در مدل بازده رابطه‌ی معناداری وجود دارد. در این مدل ضرایب تمامی متغیرهای کنترلی به استثنای MOM ، $\Delta E * \ln(A)$ ، واریانس سود و پایداری سود غیر معنادار هستند. آماره F بیانگر معناداری مدل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵٪ است. ضریب تعیین ($R^2 = ۰/۲۲۲$) بازگوکننده‌ی این است که ۲۲٪ تغییرات بازده پیش‌بینی نشده توسط متغیرهای مدل

توضیح داده می‌شود. هم‌چنین، در مدل قیمت، ضریب $E * MOM$ مثبت و معنادار است. در نتیجه، میان ضریب واکنش سود و روند تغییرات سهم بازار در مدل قیمت رابطه‌ی معناداری وجود دارد. آماره F بیانگر معناداری مدل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵٪ است. ضریب تعیین ($R^2 = 0/089$) بازگوکننده‌ی این است که ۸/۹٪ تغییرات قیمت سهام توسط متغیرهای مدل توضیح داده می‌شود. از میان متغیرهای کنترلی موجود در مدل قیمت، متغیرهای ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، سود، نسبت بدهی، واریانس سود و پایداری سود معنادار هستند. در هر دو مدل آماره‌ی دوربین واتسون و تولرانس نشان می‌دهد که میان متغیرهای مستقل خود همبستگی و هم خطی وجود ندارد. به این ترتیب با جمع‌بندی نتایج این دو مدل می‌توان بیان نمود که رابطه‌ی معناداری میان ضریب واکنش سود و تغییرات سهم بازار وجود داشته و فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود.

۵-۱-۷. آزمون فرضیه پنجم

نتایج آزمون این فرضیه بر مبنای مدل (۷) بازگوکننده‌ی است که در این مدل، ضریب MSC منفی و غیر معنادار است. در این مدل آماره F نشان می‌دهد که مدل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار نبوده و در نتیجه، میان تغییرات سهم بازار و فرصت‌های رشد آتی رابطه‌ی خطی معناداری وجود ندارد. بنابراین فرضیه پنجم در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.

۶-۱-۷. آزمون فرضیه ششم

نتایج آزمون این فرضیه بر مبنای مدل (۸) نشان می‌دهد که در این مدل ضریب MOM منفی و غیر معنادار است. در این مدل آماره F نشان می‌دهد که مدل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار نبوده و در نتیجه، میان روند تغییرات سهم بازار و فرصت‌های رشد آتی رابطه‌ی خطی معناداری وجود ندارد. بنابراین فرضیه پنجم در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.

۸. نتیجه‌گیری

در این پژوهش با استفاده از اطلاعات ۱۶۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره‌ی زمانی ۱۳۸۰-۱۳۸۵، به بررسی ارتباط بین تغییرات سهم بازار با ارزش-گذاری عایدات و فرصت‌های رشد آتی پرداخته شده است. در فرضیه‌های اول و سوم به

بررسی تأثیر تغییرات سهم بازار و روند این تغییرات بر رابطه‌ی بین عملکرد جاری و عملکرد آتی پرداخته شد. یافته‌ها نشان می‌دهد در زمانی که عملکرد جاری حاوی اطلاعات مربوط به تغییرات سهم بازار باشد، رابطه‌ی قوی‌تری بین عملکرد جاری و آتی وجود دارد و این رابطه حتی بعد از معرفی سایر اطلاعاتی که نشان دهنده‌ی باور سرمایه‌گذاران نسبت به چشم‌انداز رشد آتی شرکت است تا سه سال آینده تداوم می‌یابد. نتایج آزمون این فرضیه‌ها مطابق مطالعات گذشته است [۵]. در فرضیه‌های دوم و چهارم به بررسی رابطه‌ی معیارهای سنجش تغییرات سهم بازار و ضریب واکنش سود پرداخته شد. به این منظور با استفاده از دو مدل بازده پیش‌بینی نشده و قیمت سهام مفاهیم ارزش گذاری تغییرات سهم بازار شرکت و روند این تغییرات برای عملکرد جاری ارزیابی شده است. نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان داد که وقتی سودهای جاری با رشد سهم بازار همراه باشند، بیشتر مرتبط با ارزش است و بین تغییرات سهم بازار و روند آن با ضریب واکنش سود در مدل بازده و قیمت رابطه‌ی معناداری وجود دارد. این رابطه با استفاده از هر دو مدل اثبات شده است. نتایج آزمون این فرضیه‌ها مطابق مطالعات گذشته است [۲، ۳، ۶، ۷، ۹، ۱۰].

در فرضیه‌های پنجم و ششم به بررسی رابطه‌ی بین معیارهای سنجش تغییرات سهم بازار و فرصت‌های رشد آتی پرداخته شد. نتایج تخمین مدل‌ها بازگوکننده‌ی این بود که رابطه‌ی خطی معناداری بین دو متغیر وجود ندارد. این نتایج برخلاف نتایج مطالعه‌ی قبلی است [۹]. در این مطالعه به بررسی رابطه‌ی میان تغییرات سهم بازار و روند این تغییرات با فرصت‌های رشد آتی پرداخته شد و نتایج نشان داد که میان آن‌ها رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

منابع و مأخذ

۱. احمدپور احمد، احمدی احمد. استفاده از ویژگی‌های کیفی اطلاعات مالی در ارزیابی کیفیت سود. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۷؛ ۵۲: ۱۶-۳.
2. Amir Eli, Lev Baruch. Value relevance and non-financial information: The wireless communications industry. *Journal of Accounting and Economics* 1996;22: 3-30.
3. Anthony Joseph H, Ramesh K. Association between accounting performance measures and stock prices. *Journal of Accounting and Economics* 1992; 15: 203-227.

4. Freeman R, Ohlson J, Penman S. Book rate-of-return and the prediction of earnings changes. *Journal of Accounting Research* 1982; 639-653.
5. Ghosh Alope. Quality and Pricing of Earnings under Sustained Growth, Working paper, Baruch College, CUNY, October 2002;269-294
6. Jones, J, Morton R, Schaefer T. Valuation implications of investment opportunities and earnings permanence. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 2000; 15: 21-35.
7. Joos Peter, Joos Philip. The Prediction of ROE: Fundamental Signals, Accounting Recognition, and Industry Characteristics, Working paper 1998; Stanford University and INSEAD.
8. Martikainen Minna. Accounting Losses and Earnings Response Coefficients: The Impact of Leverage and Growth Opportunities, *Journal of Business, Finance and Accounting* 1997;24, 2: 277-291.
9. Swirsky s. The implications of market share changes on the market's pricing of earnings. the Florida state university 2004; college of business, spring.
10. Tse Senyo Attributes of industry, industry segment and firm-specific information in security valuation, *Contemporary Accounting Research* 1989;. 5, 2: 592-614

