

بررسی رابطه بین تغییرات در سهم بازار فروش و آثار آن بر بازده حقوق صاحبان سهام و فرصت های رشد آتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

احمد احمدپور¹ / سحر اجاغ² / مریم اکبریان فرد³ / حامد آزاد⁴

چکیده

در فضای رقابتی کسب و کار امروز، تلاش برای تصاحب بازار و جریان رقابت پیرامون آن، رفتارهای مشارکت کنندگان بازار را تحت تأثیر قرار داده است. عوامل و راهبردهای مختلفی برای تعیین سهم بازار در این محیط رقابتی استفاده می شود تا شرکت ها را با فرصت های رشد بهتری رو به رو سازد. از طرفی تداوم حیات اقتصادی مستلزم تلاش جهت بدست آوردن سهم بیشتری از بازار تولید و فروش است که این موضوع بر افزایش درآمد شرکت ها و تغییرات در بازده حقوق صاحبان سهام بی اثر نیست.

در بیشتر بررسی ها، عامل فروش شرکت در مقایسه با رقبا به عنوان مهمترین عامل در تعیین سهم بازار تعیین شده است. طبیعتاً کسب سهم بیشتری از بازار فروش مستلزم بکارگیری استراتژی های برتر است. در بررسی حاضر اثرات تغییر در سهم بازار شرکت بر بازده حقوق صاحبان سهام با توجه به فاکتورهای قیمت و عامل قدرت (مومنتوم) مطرح شده توسط کارهات مابین سال های 1383 الی 1387 برای 87 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج بررسی نشان می دهد که بازده حقوق صاحبان سهام فعلی و آتی تحت تأثیر تغییرات در سهم بازار است اما علی رغم برقراری رابطه مزبور، در بازه های سه ساله، رابطه میان متغیرها پایدار نبود و با گذشت زمان (بیش از دو دوره مالی) عملکرد فعلی تأثیر کمتری در عملکرد آتی داشت که نشان دهنده نوسانات بازار سرمایه و تغییرات ناگهانی سهم بازار است. بررسی نشان می دهد که ارزش گذاری درآمدهای فعلی، با تغییرات در سهم بازار در مدل مبتنی بر بازده اضافی غیر عادی، رابطه دارد و بر اساس مدل

1. استاد حسابداری دانشگاه مازندران

2. کارشناس ارشد حسابداری

3. کارشناس ارشد حسابداری و عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد صومعه سرا

4. دانشجوی دکتری حسابداری آزاد اسلامی واحد دانشگاه علوم و تحقیقات تهران university.arad@gmail.com

مبتنی بر قیمت نیز برقراری این رابطه تایید گردید، اما آثار قیمت سهام نتایج قابل اعتمادتری را در اختیار قرار می دهد که گویای اثرگذاری تغییرات سهم بازار بر قیمت است.

واژگان کلیدی: سهم بازار، عامل قدرت، بازده حقوق صاحبان سهام، فروش، فرصت های رشد شرکت.

طبقه بندی موضوعی: G10, G14.



1- مقدمه

در ساختار رقابتی بازار، مدیران با انتخاب‌های متعددی رو به رو هستند که این انتخاب‌ها بر ارزیابی عملکرد و سودآوری کم اثر نیست. درک عواملی که بر سودآوری، درآمد و عملکرد شرکت‌ها اثر دارد، به عنوان یک چالش در این بازارها محسوب می‌شود. در بررسی‌های صورت گرفته توسط سازمان صنعتی¹ در ایالات متحده، سهم بازار و رشد آن به عنوان ملاک‌های مهمی برای ارزیابی عملکرد معرفی شده است (Jacobson, et al., 1985)، (Smirlock, 1984). سودای تصاحب سهم بیشتر از بازار در این محیط رقابتی، شرکت‌ها را وادار به تلاش بیشتر برای استفاده از منابع محدود می‌نماید. این موضوع در بازار ایجاد انگیزه می‌کند تا با تملک سهم بیشتر در بازار، فرصت‌های رشد بیشتری را بیابند که در نهایت منجر به بهبود عملکردشان می‌شود.

مشارکت کنندگان بازار با هدف کسب مزایای رقابتی، در جهت بهبود موقعیت خود در برابر رقبای از منابع خود استفاده می‌کنند اما اینکه چقدر سهم بازار در تبیین جایگاه سودآوری و بهبود عملکرد نقش دارد، با توجه به ساختارهای متفاوت بازار، نتایج متناقضی را به تصویر کشیده است. بررسی‌های متعددی سهم بازار و اثر آن بر سودآوری و درآمد را مورد بررسی قرار داده‌اند (Swirsky, 2004)، (Hagigi, et al., 1975)، (Buzzel, et al., 1990)، (Laverty, 2001)، (McGahan, et al., 1997). بازل و همکاران (Buzzel, et al., 1975) معتقد اند سهم بازار تعیین کننده بازده دارایی‌های شرکت است و از این رو افزایش در بازده دارایی‌ها به عنوان شاخصی برای افزایش سهم بازار و در نتیجه سودآوری است. با توجه به این مسئله که انتظار می‌رود افزایش سهم بازار شرکت‌ها را در کسب حاشیه فروش و سود بیشتر و تثبیت جایگاه خود در بازار یاری نماید، و از طرفی ریسک و هزینه‌های بالای مرتبط با آن، این سوال را مطرح می‌کند که آیا افزایش سهم بازار بر درآمد شرکت‌ها اثر گذار است؟

در تبیین سهم بازار در محیط رقابتی، اساساً دو دیدگاه وجود دارد. نخست تئوری تبانی² است که بر این محور قرار دارد، سهم بازار منحصر به شرکت‌های خاصی است که در ساختار بازار دارای قدرت اند، و بر مبنای تبانی انجام گرفته در بین این شرکت‌ها، قیمت‌گذاری در بازار و ثبات سطح قیمت در اختیار این شرکت‌ها قرار دارد. در سویی دیگر، تئوری جایگزین کارآیی و بازده، فرض را بر این قرار داده است که منافع موجود در سهم بازار در نتیجه کارآیی و نوآوری شرکت است که این خود می‌تواند به سود اقتصادی منجر شود. اگر سهم بیشتر بازار، هدف مطلوب باشد، انتظار می‌رود شرکت-

1. Industrial Organization (IO)

2. Collusion Theory

هایی که در بازار از سهم بالاتری برخوردارند، به مثابه آن درآمدهای بیشتری در آینده داشته و در نتیجه فرصت‌های رشد بیشتری را نیز در اختیار داشته باشند (Swirsky, 2004). در بررسی‌های صورت گرفته توسط جاکوبسن (Jacobsen, 1988) و راونسکارت (Ravenskart, 1983)، عواملی نظیر کیفیت محصولات نیز در تعیین سهم بازار مهم شمرده شده اند (Mutshinyani, 2009).

اورگان (O'Regan, 2001)، پیرس و همکاران (Pearce, et al., 2003)، سویرسیکی (Swirsky, 2004) عامل سهم بازار را به صورت میزان فروش شرکت در مقایسه با جمع فروش صنایع در یک بازه زمانی خاص تعریف نموده‌اند که در عمل در بسیاری از بررسی‌ها به عنوان شاخص تعیین سهم بازار مورد استفاده قرار گرفته است. بر خلاف اهمیت سهم بازار به عنوان شاخصی برای محیط رقابتی شرکت (Swirsky, 2004), (Porter, 1985), (Mutshinyani, 2009)، نقش آن در مدل‌های ارزشگذاری مبتنی بر اطلاعات حسابداری کم رنگ بوده و بیشتر بررسی‌های حسابداری (Bernard, 1994), (Penman, 1991) نشان می‌دهند که بازار بایست روی پیشبینی درآمدهای آتی به عنوان عاملی برای بازده و قیمت سهام تمرکز کند، و سود شرکت ملاکی برای عملکرد جاری و آتی مورد توجه قرار دارد. در تحقیقات حسابداری بازده حقوق صاحبان سهام از موقعیت ویژه‌ای برخوردار است و در پرتو رابطه مفروض بین بازده حقوق صاحبان سهام فعلی و آتی که منشعب از درآمدهای فعلی و آتی است، می‌توان انتظار رشد آتی و فرصت‌های رشد بیشتری داشت. در تحقیق حاضر اثرات حاصل از تغییر در سهم بازار که با استفاده از شاخص MSC ارزیابی شده است، روی درآمد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است.

2- ادبیات و پیشینه تحقیق

ادبیات گسترده‌ای در خصوص درآمدها، بررسی فرصت‌های رشد و ملاک‌های ارزیابی آن وجود دارد. در این بخش پیشینه تحقیقات موجود به تفکیک ارائه شده است.

2-1- تحقیقات خارجی

2-1-1- رابطه بین سهم بازار، ارزش و فرصت‌های رشد آتی

تحقیقات حسابداری مختلفی، به بررسی این ایده که ارزش احتمالاً تابعی از سنجش‌های بعدی در مورد عملکرد و ویژگی‌های صنعت خواهد بود، پرداخته‌اند همچون بررسی جوس و همکاران (Joos, 1998 et al.)؛ آنتونی و همکاران (Anthony, et al., 1992)؛ امیر و همکاران (Amir, et al., 1996)؛ تسه (Tse, 1989)؛ بیدل و همکاران (Biddle, et al., 1991)؛ و احمد، (Ahmed, 1994)،

سویریسکی (Swirsky, 2004) فرضیه مورد بررسی در این مطالعات این است که شرکت‌های موجود در یک صنعت یکسان، با فرصت‌های رشد مشابهی روبرو هستند. از بین این مطالعات، امیر و همکاران (Amir and Lev, 1996) به بررسی تأثیر مختلف تغییرات سهام در بازار در شرکت‌های موجود در یک صنعت یکسان پرداخته‌اند.

آنتونی و همکاران (Anthony, et al., 1992) ارزش بازار را که متعلق به کسب بهره بازار در چرخه‌های حیات یک شرکت است را مورد بررسی قرار دادند و دریافتند که واکنش سرمایه‌گذاران در برابر افزایش سهم بازار، برای شرکت‌های در حال رشد و جوان، بیشتر از شرکت‌های راکد و بالغ‌تر است. آنها دریافتند که بهره رو به افزایش بازار، بیشتر در مراحل اولیه چرخه حیات محصول توسط بازار ارزیابی می‌شود. یعنی زمانی که فرصت‌های موجود برای رشد بیشتر است. امیر و همکاران (Amir, et al., 1996) مقیاس‌های دیگری برای رشد سهام بازار یافتند که چشمگیرتر از سنجش‌های حسابداری سنتی مربوط به عملکرد در صنعت‌هایی با رشد بالای مشخص است. آنها این موضوع را مورد بحث قرار دادند، که اطلاعات مالی، می‌تواند تکمیل‌کننده اطلاعاتی باشد که مربوط به سرمایه‌گذاران در صنعت‌هایی است که سریعاً رشد کرده‌اند. آنها دریافتند هنگامی که متغیرهای غیر حسابداری که اندازه و رشد در سهام بازار را نشان می‌دهد، به مدل ارزشیابی‌شان اضافه می‌شود، نه تنها این مقیاس‌ها به طور قابل توجهی با ارزش شرکت‌ها در نمونه‌شان همراه می‌شوند، بلکه گنجاندن آنها، مشکل متغیرهای حذف شده را حل می‌کند و ضرایب را در مقیاس‌های حسابداری سنتی درآمدها و ارزش دفتری قابل توجه می‌کند.

تسه (Tse, 1989) این فرضیه را مورد بررسی قرار داد که اگر فرصت‌های رشد آتی در صنایع متفاوت باشند، آنگاه درآمدهای بدست آمده از صنایع مختلف، مفاهیم مختلفی برای جریان‌ات نقدی که در آینده به دست سرمایه‌گذاران می‌رسد، خواهد داشت. تسه دریافت که سرمایه‌گذاران، بیشتر به درآمدهای متعلق به شرکت‌هایی که در صنعت‌هایی با رشد بالا فعالیت می‌کنند، واکنش نشان می‌دهند تا شرکت‌هایی که در صنعت‌هایی با درصد رشد پایین و معتقدند دلیل آن این است که افزایش درآمدها، در صنعتی با رشد بالا نسبت به افزایش درآمدهای مشابه در صنعتی با رشد پایین، افزایش بیشتر جریان‌ات نقدی آتی را به همراه خواهد داشت.

جونز و همکاران (Jones, et al., 2000) به این نتیجه رسیدند فرصت‌های رشد متفاوتی که برای صنعت‌های مختلف وجود دارد، رابطه بین درآمدها و ارزش را تحت تأثیر قرار می‌دهد. آنها دریافتند که هم فرصت‌های رشد آتی و هم دوام درآمدها، ارتباط ارزش درآمدها را تحت تأثیر قرار می‌دهد و

اینکه، رابطه متقابل بین درآمدها و فرصت‌های رشد آتی و حتی یک واکنش قیمت قویتر به درآمدها را به وجود می‌آورد. یافته‌های آنتونی و همکاران (Anthony, et al., 1992) و امیر و همکاران (Amir, et al., 1996) نشان داده‌اند که سهم بازار، رابطه‌ای مثبت با اندازه‌گیری ارزش و عملکرد در صنعت‌هایی که انتظار می‌رود فرصت‌های رشد آتی بیشتری داشته باشند، دارد. شواهد تسه (Tse, 1989)، جوس و همکاران (Joos, et al., 1998) و جونز و همکاران (Jones, et al., 2000) نشان می‌دهند که چندگانگی درآمدها، زمانی که صنعت‌ها، فرصت‌های رشد آتی بیشتری داشته باشند، بیشتر است.

2-1-2- رابطه بین بازده‌ها و درآمدها و فرصت‌های رشد آتی

کولینز و همکاران (Collins, et al., 1989) از نخستین کسانی بودند که واکنش درآمدها و فرصت‌های رشد را مورد توجه قرار دادند. در بررسی آنها از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری برای نشان دادن فرصت‌های رشد اقتصادی شرکت استفاده شد. نتایج بررسی آنها نشان می‌داد که واکنش بازار نسبت به یک ریال از درآمدهای غیر منتظره، در فرصت‌های رشد افزایش می‌یابد. آنها خاطر نشان کردند که درآمدهای فعلی، قابلیت سوددهی پروژه‌های فعلی را نشان می‌دهد و بنابراین می‌توان بر مبنای سود دهی فعلی، در خصوص پروژه‌های آتی نیز اطلاعاتی بدست آورد. کولینز و کوتاری اعلام کردند که ضریب واکنش درآمد هم در دوام درآمدها و هم در فرصت‌های رشد افزایش می‌یابد.

تحقیقات بیدل و همکاران (Biddle, et al., 1991) بر اساس نتایج کولینز و کوتاری انجام شد و جزء اولین مطالعاتی بود که روی تجزیه و تحلیل رابطه بین درآمدها و بازده‌ها در سطح صنعت تاکید نمود. نتایج بررسی آنان نشان داد که تأثیر فرصت‌های رشد آتی روی چندگانگی درآمدها در صنایع مختلف متفاوت است. شواهد بررسی آنها نشان داد که اگر تفاوت‌های مختصر درون صنعتی نادیده انگاشته شود، فرصت‌های آتی رشد برای تمام شرکت‌های موجود در یک صنعت مشابه ثابت خواهد بود اما نتایج آنها با بررسی کولینز و همکاران (Collins, et al., 1989) متفاوت بود.

از آنجایی که بر مبنای تحقیقات فاما و همکاران (Fama, et al., 1992) رشد را می‌توان با استفاده از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری محاسبه نمود، احمد (Ahmed, 1994) معتقد است نسبت ارزش بازار به دفتری در تحقیقات فاما و همکاران (Fama, et al., 1992) شاخصی برای تعدیل و ارائه ریسک است. هرچه درجه رقابتی که یک شرکت با آن روبه رو است بیشتر باشد، تأثیری که درآمدهای غیر قابل پیش‌بینی فعلی روی درآمدهای پیش‌بینی شده آینده و روی ارزش شرکت دارد،

کمتز خواهد بود. بدین ترتیب درجه رقابت بیشتر بین شرکت‌ها، به چندگانگی کمتر درآمدها منجر می‌شود. وی اعلام کرده که هر چه فرصت‌های رشد بیشتر باشد، درآمدهایی که درباره تغییرات در ارزش آن شرکت هستند، کمتر آگاهی بخش بوده و بنابر این چندگانگی درآمدها کمتر خواهد بود. بنابراین شاخص رشد وی ارتباط زیادی با سایر مقیاس‌هایی که در تجزیه و تحلیل وی از ساختار و رقابت و قیمت به کار می‌رود و می‌تواند تفسیر نتایج وی را تحت تأثیر قرار دهد، دارد.

2-1-3- سرعت رشد و رابطه بازده و درآمدها با فرصت‌های رشد آتی

بارس و همکاران (Barth, et al., 1999)، مایرس و همکاران (Myers, et al., 1999) و گوش (Ghosh, 2002)، برای بررسی این مسئله که ضریب واکنش درآمد (و به طور مشابه، ROE آتی) به واسطه سرعت رشد تحت تأثیر قرار می‌گیرد، اثرات ارزیابی نمونه‌های درآمدهای روبه افزایش را بررسی کرده‌اند. بارس و همکاران (Barth, et al., 1999) دریافتند که شرکت‌های با الگوهای درآمدی رو به رشد، نسبت به شرکت‌هایی که این الگو را ندارند، چندگانگی بیشتری روی درآمدها دارند. آنها اعلام کردند که الگوهای درآمدی احتمالاً ویژگی‌های شرکتی که ارزش مناسبی همچون رشد، دارند را نشان می‌دهند که توسط شاخص‌های ریسک و رشدی که به صورت رایج به کار می‌روند، نشان داده نشده‌اند و شاید به این دلیل باشد که الگوهای درآمد، مسیر رشد را در طول زمان نشان می‌دهد، در حالیکه سایر شاخص‌های فرصت رشد، فقط رشد کلی را نشان می‌دهد. گوش (Ghosh, 2002) نگاهی دقیق به شرکت‌هایی با یک الگوی درآمدی روبه افزایش انداخته و دریافته است که شرکت‌های با الگوهای درآمد حاصل از فروش رو به افزایش، علاوه بر الگوهای درآمدهای رو به افزایش، به طور چشمگیری، چندگانگی درآمدهای بالاتری نسبت به شرکت‌هایی با الگوهای درآمدی روبه افزایش، اما بدون الگوهای درآمد حاصل از فروش روبه افزایش دارند. به علاوه، وی دریافته است که چندگانگی درآمدها برای شرکت‌هایی که یک الگوی درآمدی روبه افزایش با توجه به درآمدهای حاصل از فروش رو به افزایش دارند، در مقایسه با شرکت‌هایی که یک الگوی درآمدهای رو به افزایش از طریق سایر فاکتورها همچون قیمت‌های عملیاتی نزولی یا فعالیت‌های مرتبط با سود غیر عملیاتی صعودی دارند، بیشتر است. علاوه بر نتایج قابل قبول بارس و همکاران (Barth, et al., 1999) برای الگوهای درآمدهای روبه افزایش، مایرس و همکاران (Myers, et al., 1999) هم دلایل قابل قبولی در مورد دوام الگوهای فروش روبه افزایش، برای بررسی گوش یافته‌اند. سوریسکی (Swirsky, 2004) با معرفی معیار تغییر در سهم بازار به عنوان شاخصی برای 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 اضافی غیر عادی و قیمت سهام، دریافت که رابطه 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.

2-2- تحقیقات داخلی

توجه شرکت‌ها به مسئله سهم بازار و تصاحب آن از رقبای موجود، با در نظر گرفتن ملاک‌های سودآوری همچون درآمدهای شرکت مد نظر قرار دارد. آنچه که تاکنون در کمتر تحقیقی به آن پرداخته شده است، گرایش به مسئله سهم بازار است، از اینرو در تحقیق حاضر تعداد بسیار اندکی بررسی حول موضوعات پیش گفته یافت شد که در زیر ارائه می‌شود.

سینایی و همکاران (1989) با ایجاد دو معیار سنجش برای تغییرات سهم بازار (تغییر در سهم بازار شرکت در فاصله بین دوره جاری و گذشته، روند تغییرات سهم بازار در طی سه دوره) به بررسی نقش این دو معیار در رابطه بین عملکرد جاری و عملکرد آتی در خلال سال‌های 80 الی 85 در شرکت‌های ایرانی پرداختند. نتایج بازگوکننده این بود که رابطه بین عملکرد جاری و آتی به طور معنی‌داری وابسته به تغییرات سهم بازار بوده و این رابطه تا سه سال آینده تداوم می‌یابد. همچنین به منظور ارزیابی تأثیر تغییرات سهم بازار بر عملکرد جاری از دو مدل بازده پیشینی نشده و قیمت استفاده شد که نتایج بازگوکننده 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 رابطه معنی‌داری مشاهده نشد.

سلیمی (1388) در تحقیقی با عنوان بررسی میزان تأثیر عناصر آمیخته بازاریابی (عوامل موثر بر قیمت P4) بر افزایش سهم بازار و فروش گروه شرکت‌های مجتمع معادن سنگ چینی نی ریز به دنبال شناسایی و بررسی شاخص‌هایی از عوامل آمیخته بازاریابی بودند که بیشترین تأثیر را در جذب و حفظ مشتریان گروه شرکت‌های مجتمع معادن سنگ چینی نی ریز داشت. نتایج بدست آمده از تحقیق نشان داد که میزان تأثیر عوامل آمیخته بازاریابی در افزایش فروش و اندازه سهم بازار شرکت مورد تحقیق یکسان نبوده و متفاوت می‌باشد. همچنین مشخص گردید که دیدگاه مشتریان از تأثیر بکارگیری مجموع عوامل آمیخته بازاریابی در افزایش فروش و اندازه سهم بازار محصولات شرکت از حد متوسط بالاتر و در حد زیاد می‌باشد. این تأثیر در خصوص عامل‌های محصول، قیمت و ترفیع از حد متوسط بالاتر و در مورد عامل توزیع از حد متوسط پائین‌تر است و در نهایت اولویت‌بندی تأثیر عوامل

آمیخته بازاریابی بر افزایش فروش و اندازه سهم بازار شرکت از دیدگاه مشتریان به ترتیب محصول، ترفیع، قیمت و توزیع می‌باشد.

فاضلی نژاد (1385) نیز به بررسی رابطه بین موقعیت شرکت در ماتریس رشد و سهم بازار با نرخ بازدهی سهام برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. هدف اصلی از انجام این تحقیق معرفی ابزاری برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران معرفی شد. نتایج آزمون فرضیات این تحقیق نشان داد که: (1) بین بازدهی سهام شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نرخ رشد بازار صنعت رابطه مثبتی وجود دارد. (2) بین بازدهی سهام شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار با موقعیت رقابتی شرکت رابطه‌ای وجود ندارد. (3) میانگین بازدهی سهام شرکت‌های واقع شده در بخش نگهداری در ماتریس رشد و سهم بازار بیشتر از میانگین بازدهی شرکت‌های واقع شده در سایر بخش‌های ماتریس است. (4) میانگین بازدهی سهام شرکت‌های واقع شده در بخش عقب‌نشینی در ماتریس رشد و سهم بازار کمتر از میانگین بازدهی شرکت‌های واقع شده در سایر بخش‌های ماتریس است.

به طور خلاصه، تحقیقات، نشان می‌دهند که تغییرات سرعت رشد، بر مبنای رشد درآمدها و رشد سودها به بازده‌ها و درآمدهای آتی مربوط می‌شود. به علاوه، پتانسیل تغییرات سرعت رشد، که بیشتر روی رشد سهام بازار استوار است تا روی رشد درآمدها، یک رابطه با ثبات‌تر را در طول زمان ایجاد می‌کند.

3- فرضیه‌های تحقیق

3-1- فرضیه اصلی: تغییرات سهم بازار بر درآمدهای شرکت تاثیر دارد.

3-1-1- فرضیه فرعی اول: ROE آتی و ROE فعلی با تغییرات در سهم بازار ارتباط دارد.

اگر تغییرات در سهم بازار، اطلاعاتی در مورد عملکرد آتی و تغییر در توانایی شرکت برای بهره‌برداری از فرصت‌های رشد آتی دهد، آنگاه اندازه‌گیری‌هایی که تغییرات در سهم بازار را نشان می‌دهد، رابطه بین درآمدهای فعلی و درآمدهای آتی را افزایش می‌دهد و انتظار می‌رود که شرکت‌هایی که به رشد مثبت در سهم بازار می‌رسند، نسبت به شرکت‌هایی که به این رشد نمی‌رسند، درآمدهای آتی بالاتری داشته باشند.

3-1-2- فرضیه فرعی دوم: بین ROE آتی و ROE فعلی با سرعت رشد در سهم بازار رابطه وجود دارد.

اگر تغییرات در سهم بازار، اطلاعاتی را برای بازار مبنی بر کارایی در آینده و تغییر در توانایی شرکت برای بهره برداری از فرصت‌های رشد آن ارائه کند، آنگاه یک الگوی مربوط به تغییرات پیوسته و سریع در سهم بازار، اطلاعات موجود درباره درآمدهای فعلی و درآمدهای آتی را افزایش خواهد داد. به عنوان مثال می‌توان گفت اگر سودهای سهم بازار، از طرف بازار، به عنوان شاخص سودهای آتی بیشتر یا کارایی بیشتر تفسیر شوند، آنگاه یک الگوی پیشرفت پیوسته و سریع در سهم بازار، توانایی پیشرفت شرکت برای نگاه داشتن این سود را نشان خواهد داد و بالعکس.

4. بررسی فرضیه‌های تحقیق

4-1. تحلیل فرضیه اول

فرضیه اول این سوال را بررسی می‌کند که آیا چندگانگی بر بازده کنونی در ارتباط با بازده آتی رابطه مثبت با تغییرات سهم در بازار دارد، که با استفاده از مدل رگرسیون چند متغیره زیر مورد آزمون قرار گرفت:

مدل شماره (1)

$$ROE_{it+j} = a_0 + a_1 ROE_{it} + a_2 ROE_{it} * MSC_{it} + a_3 MSC_{it} + a_4 ROE_{it} * MTB_{it} + a_5 MTB_{it} + \varepsilon_i$$

که در آن $ROE_{t+j} = ROE$ برابر است با سود خالص تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در زمان t است ($t+j$ ، $\{j \in 1, 2, 3\}$) MTB ارزش بازار تقسیم بر ارزش دفتری در آغاز زمان t است. شاخص سهم فروش (MSC) نیز از فرمول زیر محاسبه می‌شود:

مدل شماره (2)

$$MSC = ([\text{فروش های } i,t / \text{فروش های } i,t-1] / [\text{فروش های } j,t / \text{فروش های } j,t-1]) - 1$$

که در آن اندیس فروش t ، j بیانگر رقم فروش شاخص است و اندیس فروش t ، i بیانگر فروش شرکت. این فرضیه با استفاده از رگرسیون خطی حداقل مربعات برای 1 سال، 2 سال و 3 سال آتی آزمون شده است.

جدول (1): نتایج آزمون فرضیه اول: متغیر وابسته ROE_{it+1} و ROE_f

مدل شماره (1)				
$ROE_{it+j} = a_0 + a_1 ROE_{it} + a_2 ROE_{it} * MSC_{it} + a_3 MSC_{it} + a_4 ROE_{it} * MTB_{it} + a_5 MTB_{it} + \varepsilon_i$				
متغیر توضیحی	ضریب	آماره t	P-Value	فرض H_0
Constant	0/141	3.164	0.002	رد
ROE_{it}	0/351	16.58	0.000	رد
$ROE_{it} * MSC_{it}$	-6.6	-2.219	0.030	رد
MSC_{it}	0.000	1.129	0.263	تایید
$ROE_{it} * MTB_{it}$	0.004	1.080	0.284	تایید
MTB_{it}	0.024	3.656	0.000	رد
D-W = 2.3		R Square: 0.985	R: 0.993	Adjusted R Square: 0.985
F: 1033.050		P-Value: 0.000		

جدول شماره 2. نتایج آزمون فرضیه اول: متغیر وابسته ROE_{it+2} و ROE_f

مدل شماره (1)				
$ROE_{it+j} = a_0 + a_1 ROE_{it} + a_2 ROE_{it} * MSC_{it} + a_3 MSC_{it} + a_4 ROE_{it} * MTB_{it} + a_5 MTB_{it} + \varepsilon_i$				
متغیر توضیحی	ضریب	آماره t	P-Value	فرض H_0
Constant	0.005	1.492	0.14	رد
ROE_{it}	0/328	206.288	0.000	تایید
$ROE_{it} * MSC_{it}$	9.43	4.214	0.000	تایید
MSC_{it}	-2.7	-0.022	0.982	رد
$ROE_{it} * MTB_{it}$	0.001	3.861	0.000	تایید
MTB_{it}	-0.001	-2.275	0.026	تایید
D-W = 2.099		R Square: 1	R: 1	Adjusted R Square: 1
F: 183974.569		P-Value: 0.000		

جدول (3): نتایج آزمون فرضیه اول: متغیر وابسته ROE_{it+3} و ROE_{it}

مدل شماره (1)				
$ROE_{it+j} = a_0 + a_1 ROE_{it} + a_2 ROE_{it} * MSC_{it} + a_3 MSC_{it} + a_4 ROE_{it} * MTB_{it} + a_5 MTB_{it} + \varepsilon_i$				
متغیر توضیحی	ضریب	آماره t	P-Value	فرض H_0
Constant	566	1.586	0.117	تأیید
ROE_{it}	-23.192	-0.625	0.534	تأیید
$ROE_{it} * MSC_{it}$	-0.112	0.461	0.646	تأیید
MSC_{it}	12.845	0.415	0.68	رد
$ROE_{it} * MTB_{it}$	-33.397	-0.645	0.521	تأیید
MTB_{it}	-1.288	-0.996	0.323	تأیید
D-W= 2	R Square: 0.833	R: 0.883	Adjusted R Square: 0.848	
	F: 0.324		P-Value: 0.897	

بر اساس نتایج حاصل از بررسی ضرایب متغیر وابسته برای دو دوره اول، به ترتیب در سطح اطمینان 95 درصد برقراری ارتباط میان مولفه‌های تحقیق با ضرایب محاسبه شده برای $ROE_{it} * MSC_{it}$ در سطح 0.03 و 0.000 تأیید شد. نتایج بررسی حاکی از آن است که رابطه ROE فعلی با ROE 1 سال و 2 سال بعد با تغییرات در سهم بازار معنی دار است اما این نتایج برای سه سال بعد (0.897) تأیید نمی‌شوند. ضرایب ROE و MTB مثبت و معنی دار بوده و با گذشت زمان عملکرد فعلی تأثیر کمتر و کمتری در عملکرد آتی آن دارد و از آنجاییکه R^2 با گذشت دو سال تغییر صعودی داشته (0.985 و 1) اما برای گذشت سه سال روند چندان مشخصی را ارائه نمی‌کند، در بازه سه ساله فرضیه تحقیق قابل تأیید نیست. نتایج آزمون دوربین واتسن هم گویای عدم خود همبستگی متغیرهای تحقیق است.

2-4- تحلیل فرضیه دوم

فرض دوم با استفاده از مدل‌های زیر مورد بررسی قرار گرفته است:

مدل شماره (3)

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

مدل شماره (4)

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 E_{it} + \alpha_3 E_{it} * MSC_{it} + \alpha_4 MSC_{it} + \alpha_5 E_{it} * LN(A)_{it} + \alpha_6 E_{it} * DE_{it} + \alpha_7 E_{it} * EVAR_{it} + \alpha_8 E_{it} * PERS_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن $UR_{it} = R_{it} - R_{pt}$ بازده اضافی غیر عادی است که بر اساس مدل سه عاملی فاما و فرنچ (1993) مورد محاسبه قرار گرفته است و R_{it} بازده واقعی و R_{pt} بازده مورد انتظار می‌باشد. E_{it} سود هر سهم و ΔE_{it} تغییر در سود هر سهم است، P_{it} قیمت سهم در پایان دوره t و MTB_{it} نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری برای شرکت i در شروع دوره t است. $ln(A)_{it}$ لگاریتم طبیعی دارایی شرکت i در آغاز دوره t ، DE_{it} نسبت بدهی‌های بلندمدت به حقوق صاحبان سهام برای شرکت i در آغاز زمان t ، $EVAR_{it}$ واریانس جریان درآمدها در سه سال گذشته برای شرکت i است. $PERS_{it}$ سری زمانی درآمدها برای شرکت i است که به عنوان پارامتری که از تخمین یک مدل رگرسیون $AR(1)$ که از یک سری درآمدهای شرکت در دوره نمونه استفاده کرده ارزیابی شده است، BV_{it} ارزش دفتری سهام عادی در ابتدای سال مالی.

این فرضیه مثبتی بر دو معادله است. ابتدا معادله اول به داده‌ها برازش شده است و سپس معادله دوم و در نهایت بر اساس سطح معنی‌داری، مقدار آماره F مشخص شده است مبنی بر اینکه کدام یک از این دو معادله برازش بهتری برای داده‌ها فراهم می‌سازد. همچنین مقادیر پارمترهای مجهول به کمک معادلات رگرسیون برآورد شده و سپس معادله کلی برای انجام فرضیه به داده‌ها برازش داده شده است.

الف - آزمون فرضیه دوم بر اساس معادله شماره (3)، مدل بازده اضافی غیر عادی
جدول (4): نتایج آزمون فرضیه دوم: متغیر وابسته ارزش بازار درآمدهای فعلی

مدل شماره (3)				
$UR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta E_{it} + \alpha_2 E_{it} + \alpha_3 \Delta E_{it} * MSC_{it} + \alpha_4 E_{it} * MSC_{it} + \alpha_5 MSC_{it} + \alpha_6 \Delta E_{it} * MTB_{it} + \alpha_7 E_{it} * MTB_{it} + \alpha_8 \Delta E_{it} * LN(A)_{it} + \alpha_9 E_{it} * LN(A)_{it} + \alpha_{10} \Delta E_{it} * DE_{it} + \alpha_{11} E_{it} * DE_{it} + \alpha_{12} \Delta E_{it} * EVAR_{it} + \alpha_{13} E_{it} * EVAR_{it} + \alpha_{14} \Delta E_{it} * PERS_{it} + \alpha_{15} E_{it} * PERS_{it} + \varepsilon_{it}$				
فرض H_0	P-Value	آماره t	ضریب	متغیر توضیحی
رد	0.018	2.485	452.974	Constant
رد	0.034	2.182	1.259	ΔE_{it}
تأیید	0.157	-1.438	0.452	E_{it}
تأیید	0.172	-1.387	-5.08	$\Delta E_{it} * MSC_{it}$

رد	0.048	-2.037	-6.32	$E_{it} * MSC_{it}$
تأیید	0.666	0.435	0.009	MSC_{it}
تأیید	0.209	-1.276	-0.009	$\Delta E_{it} * MTB_{it}$
تأیید	0.537	0.622	-0.003	$E_{it} * MTB_{it}$
رد	0.047	-2.041	-10.027	$\Delta E_{it} * LN(A)_{it}$
رد	0.015	-2.521	-40.268	$E_{it} * LN(A)_{it}$
رد	0.033	-2.202	-0.109	$\Delta E_{it} * DE_{it}$
تأیید	0.131	1.539	0.043	$E_{it} * DE_{it}$
تأیید	0.766	0.3	422.828	$\Delta E_{it} * EVAR_{it}$
رد	0.5	2.01	-3.54	$E_{it} * EVAR_{it}$
تأیید	0.868	0.167	7.349	$\Delta E_{it} * PERS_{it}$
تأیید	0.1	1.678	0.002	$E_{it} * PERS_{it}$
Adjusted R Square: 0.271		R:0.714	R Square: 0.510	D-W= 1.748
P-Value: 0.016			F: 2.131	

نتایج جداول ارائه شده حاکی از آن است که ارزش بازار درآمدهای فعلی، با تغییرات در سهم بازار، مبتنی بر مدل رگرسیونی بازده اضافی، رابطه دارد. براساس سطح معنی داری وجود رابطه بین متغیرها تایید می‌شود. بر اساس مقدار همبستگی بدست آمده هم (0.51) نتایج حاکی از آن است که همبستگی این متغیرها در یک جهت است و رابطه ای مستقیم با یکدیگر دارند.

ب. آزمون فرضیه بر اساس معادله شماره (4)، مدل قیمت

جدول (5): نتایج آزمون فرضیه دوم: متغیر وابسته ارزش بازار درآمدهای فعلی

مدل شماره (4)				
$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 E_{it} + \alpha_3 E_{it} * MSC_{it} + \alpha_4 MSC_{it} + \alpha_5 E * LN(A)_{it} + \alpha_6 E_{it} * DE_{it} + \alpha_7 E_{it} * EVAR_{it} + \alpha_8 E_{it} * PERS_{it} + \epsilon_{it}$				
فرض H_0	P-Value	آماره t	ضریب	متغیر توضیحی
تأیید	0.245	1.171	1202	Constant
تأیید	0.996	-0.005	4.19	BV_{it}
رد	0.000	6.355	5.963	E_{it}
رد	0.000	6.355	5.963	$E_{it} * MSC_{it}$
تأیید	0.037	-2.117	-0.572	MSC_i

رد	0.000	5.921	15886	$E*LN(A)_{it}$
تأیید	0.228	1.214	-2.09	$E_{it}*DE_{it}$
تأیید	0.211	1.261	0.02	$E_{it}*EVAR_{it}$
Adjusted R Square: 0.531		R:0.751	R Square: 0.564	D-W= 1.678
P-Value: 0.000			F: 17.24	

نتایج حاکی از آن است که ارزش بازار درآمدهای فعلی، با تغییرات در سهم بازار، بر اساس معادله رگرسیونی داده شده مبتنی بر قیمت، رابطه دارد و بر اساس مقدار همبستگی بدست آمده هم (0.56) نتایج حاکی از آن است که همبستگی این متغیرها در یک جهت است و رابطه‌ای مستقیم با یکدیگر دارند. عدم همبستگی نیز بر اساس آزمون دورین واتسون تأیید می‌شود. بر این اساس نتایج حاصل از بررسی دو مدل نشان می‌دهد که تغییرات عواید و سهم بازار رابطه معنی‌داری دارند.

5- نتایج بررسی

در این تحقیق رابطه میان تغییر در سهم بازار و تأثیر آن بر بازده حقوق صاحبان سهام و فرصت‌های رشد آتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های 1383 الی 1387 مورد بررسی قرار گرفت. نتایج بررسی نشان می‌دهد که تغییرات در سهم بازار بر درآمد و بازده حقوق صاحبان سهام شرکت اثر گذار است. شواهد نشان می‌دهد که تغییرات در سهم بازار با ROE فعلی و ROE یک سال بعد ارتباط دارد، اما فرضیه تحقیق در بازه‌ای سه ساله قابل تأیید نیست و ارتباط مزبور بین تغییرات در سهم بازار و بازده دارایی‌ها برقرار نمی‌باشد. به بیانی روند ثبات رابطه معنا دار میان اکتساب سهم بازار و بازده حقوق صاحبان سهام در آینده همواره برقرار نیست و این نوسانات ناشی از تحولات بازار و واکنش‌ها در برابر عوامل مداخله‌گر در آن باشد. با توجه به پا برجا بودن فرضیه اول و اینکه تغییرات در سهم بازار، رابطه بین درآمدهای فعلی و درآمدهای آتی را افزایش می‌دهد، بنابراین رابطه، مبنایی برای ارزشیابی بازار فعلی به وجود می‌آورد و برای شرکت‌هایی که سهم بازار را افزایش می‌دهند، بالاتر است. برای ارزیابی مفاهیم ارزشگذاری تغییر در سهم بازار یک شرکت و شتاب عملکرد کنونی آن، دو مدل بکار گرفته شد که بر این اساس بازار درآمدهای فعلی، با تغییرات در سهم بازار در مدل رگرسیونی داده شده مبتنی بر بازده اضافی غیر عادی، رابطه دارد و بر اساس معادله رگرسیونی داده شده مبتنی بر قیمت، نیز این رابطه برقرار است و نتایج قابل اعتمادتری را در اختیار قرار می‌دهد. نتایج این بررسی نشان‌دهنده این است که هر چند تملک سهم بازار و تغییرات آن در درآمد و

بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها اثرگذار است، اما این اثر گذاری در قیمت بیشتر نمود دارد تا بازده. این نتایج با تحقیق سویریسکی (Swirsky, 2004)؛ امیر و همکاران (Amir, et al., 1996)؛ بازل و همکاران (Buzzel, 1975)؛ لورتی (Laverty, 2001) مطابقت دارد.



منابع و مأخذ:

1. سینایی، حسنعلی و فاطمه رشیدی زاد (1389). بررسی ارتباط تغییرات سهم بازار با ارزشگذاری عایدات و فرصت‌های رشد آتی شرکت‌ها. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره 17، شماره 59، صص. 31-66.
2. سلیمی، پیام (1388) "بررسی میزان تاثیر عناصر آمیخته بازاریابی (P4) بر افزایش سهم بازار و فروش گروه شرکت‌های مجتمع معادن سنگ چینی نی ریز"، پایانامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
3. فاضلی نژاد، غلامحسین (1385). "بررسی رابطه بین موقعیت شرکت در ماتریس رشد و سهم بازار با بازدهی سهام برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایانامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
4. Ahmed, Anwer S., (1994). Accounting Earnings and Future Economic Rents: An Empirical Analysis, *Journal of Accounting and Economics*, V. 17, No. 3, May, pp. 377-400.
5. Amir, Eli and Baruch Lev, (1996). Value relevance and non-financial information: The wireless communications industry, *Journal of Accounting and Economics*, V22, pp.3-30.
6. Anthony, Joseph H. and K. Ramesh, (1992). Association between accounting performance measures and stock prices, *Journal of Accounting and Economics*, V. 15 pp. 203-227.
7. Barth, Mary E., John A. Elliott and Mark W. Finn, (1999). Market Rewards Associated with Patterns of Increasing Earnings, *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, No. 2, Autumn, pp. 387-413.
8. Bernard, Victor L., (1994), Accounting-based valuation methods: evidence on the market-to-book anomaly and the implications for financial statement analysis, working paper, University of Michigan.
9. Biddle, Gary C. and Gim S. Seow, (1991). The Estimation and Determinants of Associations between Returns and Earnings: Evidence from Cross-industry Comparisons, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, pp. 183-232.
10. Buzzel, R.D., Gale, B.T. and Sultan R.G.M. (1975). Market share a key to profitability. *Harvard Business Review*, January-February, p97-106.
11. Collins, Daniel W. and S. P. Kothari, (1989). An Analysis of Inter temporal and Cross-Sectional Determinants of Earnings Response Coefficients, *Journal of Accounting and Economics*, V. 11, pp. 143-181.
12. Damodaran, Aswath. (2001). *The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies*, Prentice Hall, N.J.

13. Fama, Eugene F. and Kenneth R. French, (1992). The Cross-section of expected stock returns, *Journal of Finance*. V. 47, pp. 427-465.
14. Ghosh, Alope, (2002). Quality and Pricing of Earnings under Sustained Growth, Working paper, Baruch College, CUNY, October.
15. Hagigi, M., Manzon, G.I and Mascarenhas, B. (1990). Increase assets efficiency to gain multinational market share. *Management International Review*, Vol 39 (3), 205.
16. Hergert, M. (1984), Market share and profitability: Is bigger Really Better?, *Business Economics*, Vol. 19, 45-48.
17. Jacobsen, Robert, (1988). The Persistence of Abnormal Returns, *Strategic Management Journal*, Vol. 9, pp. 415-430.
18. Jacobson, R. and Aaker, D.A. (1985), Is market share all that it's Cracked up to be?. *Journal of Marketing*. 49 (4). 11-22.
19. Jones, J., Morton, R., Schaefer, T., (2000). Valuation implications of investment opportunities and earnings permanence. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 15, 21-35.
20. Joos, Peter, and Philip Joos, (1998). The Prediction of ROE: Fundamental Signals, Accounting Recognition, and Industry Characteristics, Working paper, Stanford University and INSEAD, November.
21. Laverty, K.G. (2001). Market share, Profit and Business strategy. *Management Desiion*. Vol. 39 (8), 607-617.
22. McGahan, A.M. and Porter, M. (1997). How much does industry matter, really? *Strategic Management Journal*. Vol 18. p15-30.
23. Myers, Linda A., Douglas J. Skinner, (1999). Earnings Momentum and Earnings Management, Working paper, University of Michigan Business School, April.
24. Mutshinyani, Magoro, (2009). A study of the relationship between market share and profitability in listed South African retail companies. University of Pretoria.
25. O'Regan, N. (2001). Market share –key to higher profitability? *Long Range Planing*. Vol. 16 (1) 37-41.
26. Penman, Stephen H., (1991), An Evaluation of Accounting Rate-of-Return, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Spring, pp. 233-256.
27. Pearce, J.A and Robinson, R.B. (2003). *Strateic Manegment*. McGraw-Hill.
28. Porter, Michael E., (1985). *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, The Free Press, New York, N.Y.
29. Rumelt, R.P. (1991). How much does industry matter? *Strategic Management Journal*. Vol 12. p167-185.
30. Smirlock, Michael, Thomas Gilligan and William Marshall, (1984), Tobin's q and the Structure-Performance Relationship, *The Economic Review*, V. 74, No. 5, December, pp. 1051-1060.
31. Swirsky, Steven, (2004). The implication of market share changes on markets pricing of earning. The Florida state university.

32. Tse, Senyo, (1989). Attributes of industry, industry segment and firm-specific information in security valuation, *Contemporary Accounting Research*, V. 5, No. 2, Spring, pp. 592-614.
33. Woo, C.Y. (1981). Market share leadership- does it always pay off?. *Proceedings of the academy of management*. P7-10.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
رتال جامع علوم انسانی