

## بررسی اثر افزایش سرمایه بر ارزش افزوده بازار در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر محمدحسین ودیعی \*

استادیار گروه حسابداری دانشگاه فردوسی مشهد

سید محمود رضوی راد

کارشناس ارشد حسابداری

### چکیده

امروزه در بسیاری از کشورها، تحلیل گران مالی جهت ارزیابی عملکرد و آثار تصمیمات مدیریت بر قیمت سهام، از دو معیار ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی استفاده می‌کنند. با توجه به این که تامین مالی از طریق افزایش سرمایه، بر حقوق صاحبان سهام، تعداد سهام و قیمت سهام اثرگذار است و این موارد از متغیرهای اصلی در محاسبه ارزش افزوده بازار است می‌توان به بررسی اثر تغییر ساختار سرمایه بر ارزش افزوده بازار پرداخت. از این رو در این مقاله پس از بررسی مبنای نظری ارزش افزوده بازار، تاثیر تصمیمات مربوط به افزایش سرمایه در حالت‌های مختلف بر عامل ارزش افزوده بازار برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران مورد بررسی و آزمون قرار گرفته است و در نتیجه این تحقیق مشخص گردید که اعلان خبر افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات سهامداران برافزایش ارزش افزوده بازار و نیز اقدام به افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات سهامداران بر کاهش ارزش افزوده بازار موثر است و همچنین بین روش افزایش سرمایه و تغییرات ارزش افزوده بازار ارتباط معنی داری وجود دارد.

**کلید واژگان:** افزایش سرمایه، ارزش افزوده بازار، روش‌های افزایش سرمایه، اعلان خبر افزایش سرمایه

طبقه‌بندی JEL: P۳۴, O۱۶, M۴۰, G۳۲, G۱۳

## Capital Increase Effect on Market Value Added: Evidence from Tehran Stock Exchange

**Mohammad Hossein Vadie**

*Assistant Professor in Accounting at Ferdowsi University of Mashhad*

**Seyyed Mahmood Razavi Rad**

*MA in Accounting*

Today, in numerous countries financial analysis apply two criteria of market value added and economical value added for performance appraisal and effects of management decisions on stock price by considering that, financial fulfilling takes effect from capital increase on stock holders rights, number of stock and stocks price. These items are main variables in market value added accounting. Thus we can make a study about effect of capital structure change on market added value. So, in this paper, after considering the theoretical base of market value added, the effect of decisions related to capital increase in different conditions on market value added for eligible corporations in Tehran stock exchange are taken into consideration. Findings of this research showed that, there is a meaningful relationship between method of increasing capital and market value added changes.

**Key words:** Market Value Added, Capital Increase, Capital Increase Methods, Capital Increase Declaration

**JEL:** G۱۳, G۳۲, M۴۰, O۱۶, P۳۴.

### ۱. مقدمه

تامین مالی یکی از مهمترین تصمیماتی است که مدیران واحد تجاری برای تداوم فعالیت اخذ می-کنند. همچنین ارزش افزوده بازار به عنوان معیار مناسبی جهت ارزیابی استفاده بهینه از منابع و تخصیص مناسب آن مطرح گردیده است و می توان از آن به عنوان یک معیار مناسب جهت ارزیابی عملکرد استفاده کرد. بنابراین با استفاده از این معیار می توان عملکرد بنگاه اقتصادی را جهت تامین مالی و تغییر ساختار سرمایه مورد ارزیابی قرار داد.

مدیران شرکت ها بر این باورند که ارزان ترین راه تامین مالی افزایش سرمایه است (Jahankhani, ۱۹۹۴). بنابر این مدیران می توانند با آگاهی کامل از اثر افزایش سرمایه بر ارزش افزوده بازار تصمیم گیری خود را در مورد شیوه های تامین مالی بهبود بخشند و نیز آگاه ساختن سرمایه گذاران به عوامل تاثیر گذار بر ثروت آنها می تواند نقش مناسبی در تصمیم گیری آنها و تخصیص بهینه سرمایه های شان داشته باشد.

تحقیقات گذشته (Aghayi, ۱۹۹۶) نشان داده است که اعلان خبر افزایش سرمایه یک خبر خوب تلقی شده و باعث بهبود قیمت سهام می‌گردد. حال این سؤال مطرح است که آیا این افزایش قیمت بعد از انجام افزایش سرمایه نیز ادامه خواهد داشت و آیا اصولاً افزایش سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار باعث افزایش ثروت سهامداران شده است و آیا شیوه‌های مختلف افزایش سرمایه اثرات متفاوتی را در بردارد؟ لذا در این تحقیق با اندازه‌گیری ارزش افزوده بازار بعد از انجام افزایش سرمایه و مقایسه آن با قبل از انجام افزایش سرمایه و آزمون فرضیات به این پرسش پاسخ داده شده است

افزایش ارزش بازار شرکت به سبب افزایش سرمایه در صورتی از ثبات و استمرار برخوردار خواهد بود که بازده شرکت نیز متناسب با این تغییر قیمت، تغییر کند در غیر این صورت با توجه به هزینه تامین مالی از طریق افزایش سرمایه، قیمت سهام کاهش یافته و باعث کاهش ارزش افزوده بازار شرکت می‌گردد (Kardan, ۱۹۹۶).

با توجه به این که در صورت افزایش سرمایه، حقوق صاحبان سهام، تعداد سهام و قیمت سهام تغییر می‌کند و این موارد از متغیرهای اصلی در محاسبه ارزش افزوده بازار است می‌توان به بررسی اثر تغییر ساختار سرمایه بر ارزش افزوده بازار پرداخت.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه تحقیق

### ۲-۱. تامین مالی از طریق افزایش سرمایه شرکت

طبق ماده ۱۵۷ قانون تجارت، سرمایه شرکت را می‌توان از طریق صدور سهام جدید و یا از طریق بالا بردن مبلغ اسمی سهام موجود افزایش داد. طبق ماده ۱۵۸ قانون تجارت تادیه مبلغ اسمی سهام جدید به یکی از طرق زیر امکان‌پذیر می‌باشد:

۱. پرداخت مبلغ سهم به نقد

۲. تبدیل مطالبات نقدی حال شده اشخاص از شرکت به سهام جدید

۳. انتقال سود تقسیم نشده یا اندوخته یا عواید حاصله از اضافه ارزش سهام جدید به سرمایه شرکت

۴. تبدیل اوراق قرضه به سهام

افزایش سرمایه از طریق بالا بردن مبلغ اسمی سهام موجود در صورتی که برای صاحبان سهام ایجاد تعهد کند ممکن نخواهد بود مگر آنکه کلیه صاحبان سهام با آن موافق باشند.

### ۲-۱-۱. افزایش سرمایه از طریق آورده نقدی و مطالبات سهامداران:

افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات سهامداران باعث تغییر حقوق صاحبان سهام می-

گردد. سهام‌داران می‌توانند مبلغ اسمی سهام جدید که منتشر گردیده است را یا به صورت نقد پرداخت کنند و یا این که اگر از شرکت مطالباتی دارند پس از کسر مطالبات، مابقی قیمت سهام را به صورت نقد پرداخت نمایند.

در صورتی که مطالبات سهام‌داران شرکتی زیاد باشد در هنگام افزایش سرمایه و جوه نقد قابل توجهی جمع‌آوری نمی‌شود و این امر در حقیقت پرداخت بدهی‌های شرکت در قبال سهام تلقی می‌گردد و تامین مالی محسوب نخواهد شد و پیامدهای قابل توجهی را بر ارزش افزوده بازار خواهد داشت.

#### ۲-۱-۲. افزایش سرمایه از محل سود انباشته (سود سهمی)

یکی دیگر از شیوه‌های تامین مالی شرکت که از منابع تامین مالی داخلی محسوب می‌شود استفاده از سود انباشته است. سود تقسیم نشده تحت عنوان سود سهمی به سهام‌داران اعطا می‌شود و در حقیقت سود سهمی، سود شرکت است که در قالب سهام بین سهام‌داران توزیع می‌شود، توزیع سود سهمی به منزله یک تغییر طبقه‌بندی در اجزاء حقوق صاحبان سهام است و بر کل حقوق صاحبان سهام تاثیری نمی‌گذارد. یعنی با چنین نگرشی، ارزش دفتری ثروت سهام‌داران پس از اعلان سود سهمی برابر ثروت سهام‌داران قبل از آن می‌باشد.

#### ۲-۲. ارزش افزوده بازار (MVA)<sup>۱</sup>

با توجه به این که برای محاسبه سود حسابداری هیچ گونه هزینه‌ای بابت تامین مالی از طریق صاحبان سهام منظور نمی‌شود، نمی‌توان از سود حسابداری جهت ارزیابی تصمیمات مدیریت راجع به افزایش سرمایه و تامین مالی داخلی و تاثیر آن بر ارزش شرکت استفاده کرد. این در حالی است که در محاسبه ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار، هزینه تامین مالی از طریق صاحبان سهام یکی از متغیرهای مهم و تاثیرگذار می‌باشد. از نقطه نظر سرمایه‌گذاران، MVA بهترین سنجش نهایی درباره عملکرد یک شرکت می‌باشد. MVA یک معیار انباشته جهت عملکرد شرکت است و یکی از شاخص‌های بازار برای ارزش ایجاد شده می‌باشد. (Panahian, ۲۰۰۳).

مدل محاسباتی MVA به شرح زیر است (De Wt & Hall, ۲۰۰۴):

$$\begin{aligned} \text{فرمول ۱} & \quad \text{حقوق صاحبان سهام} - \text{ارزش بازار سهام} = \text{MVA} \\ \text{فرمول ۲} & \quad \text{حقوق صاحبان سهام} - (\text{قیمت سهام}) (\text{تعداد سهام}) = \text{MVA} \end{aligned}$$

۱- Market Value Added

گاهی اوقات MVA به عنوان کل ارزش بازار شرکت منهای کل مقادیر سرمایه عرضه شده توسط سرمایه گذاران تعریف می شود، به عبارت دیگر ارزش بازار یک شرکت برابر با ارزش بازار سرمایه و بدهی های شرکت است در این تئوری، این مبلغی است که در هر زمان معین از یک شرکت می توان بدست آورد (وقتی که همه سهام فروخته شود و بدهی ها تسویه شوند). MVA تفاوت میان ارزش بازار یک شرکت و سرمایه اقتصادی آن است. سرمایه اقتصادی همچنین سرمایه سرمایه گذاری شده نیز نامیده می شود.

برای اکثر شرکت ها منابع تامین مالی شامل سهام عادی، بدهی ها و سهام ممتاز می باشد ما می توانیم کل مقدار سرمایه عرضه شده توسط سرمایه گذاران را مستقیماً از ارزش ارائه شده در صورت های مالی محاسبه کنیم. کل ارزش بازار یک شرکت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام عادی بدهی ها و سهام ممتاز می باشد. با توجه به اینکه قیمت سهام به آسانی در دسترس است محاسبه ارزش بازار سهام شرکت آسان می باشد اما همیشه محاسبه ارزش بازار بدهی به این آسانی نیست. از این رو بیشتر تحلیل گران ارزش بدهی گزارش شده در صورت های مالی یا ارزش دفتری بدهی را به عنوان برآورد ارزش بازار آن به کار می برند. این موضوع در مدل زیر بیان شده است:

فرمول ۳ (سرمایه سرمایه گذاری شده) - (کل ارزش بازار شرکت) = ارزش افزوده بازار

با این فرض (برای آسان کردن) که ارزش بازار و ارزش دفتری بدهی با هم برابرند:

فرمول ۴ (ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام) - (ارزش بازار حقوق صاحبان سهام) = ارزش افزوده بازار

ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به همه اقلام معادل حقوق صاحبان سهام نظیر ذخایر و سود انباشته اطلاق می شود. به عبارت دیگر در این زمینه، همه اقلامی که بدهی نیستند (با بهره یا بدون بهره) مانند حقوق صاحبان سهام طبقه بندی می شوند.

شرکت های موفق MVA خود را جمع می کنند و بنابراین ارزش سرمایه بکار رفته در شرکت را افزایش می دهند. شرکت های ناموفق ارزش سرمایه هایی که در اصل و ابتدا سرمایه گذاری شده اند را کاهش می دهند. این که یک شرکت در تولید MVA (افزایش ارزش سهام دار) موفق شود یا نشود، به نرخ بازده آن بستگی دارد. اگر نرخ بازده یک شرکت از هزینه سرمایه آن تجاوز کند، سهام شرکت در بازارهای سهام در مقایسه با سرمایه اولیه با صرف فروخته خواهد شد. به عبارت دیگر شرکت هایی که نرخ بازده کوچکتری از هزینه سرمایه دارند، در مقایسه با سرمایه اولیه بکار گرفته شده در شرکت با تنزل (کاهش) فروخته می شوند. این که یک شرکت MVA مثبت یا منفی داشته باشد بستگی به میزان نرخ بازده در مقایسه با هزینه سرمایه دارد. همه این موارد در مورد ارزش افزوده اقتصادی نیز صادق است.

۲-۱. ارتباط ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی (EVA)<sup>۱</sup>

ارزش افزوده اقتصادی، ارزش اقتصادی یک کسب و کار بعد از در نظر گرفتن کل هزینه سرمایه می‌باشد (هم هزینه بدهی و هم هزینه حقوق صاحبان سهام). اغلب روش‌های سنتی حسابداری فقط هزینه بدهی را در محاسبات سود و گزارشات مالی منظور می‌کنند اما در محاسبه EVA علاوه بر هزینه بدهی هزینه سهام عادی نیز وارد می‌شود. بنابراین EVA زمانی ایجاد می‌شود که نرخ بازده سرمایه‌گذاری بیشتر از هزینه سرمایه باشد. مدل محاسبه EVA به شرح زیر است (Stewart, ۱۹۹۱)

$$\text{EVA} = (R - C) * \text{Capital} \quad \text{فرمول ۵}$$

نرخ بازده سرمایه = R، نرخ هزینه سرمایه = C و سرمایه بکار گرفته شده = Capital  
EVA از تفاوت بین نرخ بازده سرمایه‌گذاری (R) و هزینه سرمایه (C) و حاصل ضرب اینها در ارزش دفتری سرمایه که شرکت بکار گرفته بدست می‌آید. از دیدگاه مالی EVA بر اساس چگونگی ارتباط آن با ارزش افزوده بازار تعریف می‌شود در این روش MVA برابر با ارزش فعلی EVA های آتی مورد انتظار شرکت می‌باشد و به روش زیر محاسبه می‌گردد.

فرمول ۶

$$MVA = \sum_{i=1}^n \frac{EVA_i}{(1+C)^i}$$

$$MVA = \frac{EVA_1}{(1+C)^1} + \frac{EVA_2}{(1+C)^2} + \dots + \frac{EVA_n}{(1+C)^n}$$

MVA در واقع به دلیل درک بازار از ارزش آتی بوجود آمده بوسیله شرکت ایجاد می‌گردد. بر خلاف نرخ بازده که نشان‌دهنده سود یک دوره است MVA حاصل ارزش فعلی خالص طرح‌های گذشته و فرصت‌های سودآور آتی است، به عبارتی MVA نشان‌دهنده این موضوع است که چگونه یک شرکت بطور موفقیت آمیزی سرمایه‌اش را بکار گرفته و فرصت‌های سودآور آتی را پیش‌بینی و برنامه‌ریزی کرده است. هدف اولیه و اساسی هر واحد انتقاعی باید حداکثر کردن MVA باشد از طرفی چون MVA برابر ارزش فعلی EVA های آتی است، ارزش فعلی EVA های آتی می‌تواند مبنای ارزیابی و ارزش‌گذاری شرکت در بازار می‌باشد. بنابراین اگر چه EVA یک معیار داخلی برای اندازه‌گیری عملکرد است ولی همین معیار داخلی منجر به ایجاد یک معیار خارجی می‌شود که ارزش شرکت را در بازار تعیین می‌کند. اگر EVA های آتی مثبت باشد سهام شرکت در بازار به کمتر از ارزش دفتری فروخته خواهد شد و چنین شرکت‌هایی در بازار سهام از اقبال چندانی

۱- Economic Value Added

برخوردار نخواهند بود (Dewt & Hall, ۲۰۰۴).

اگر ارزش بازار کل یک شرکت بیشتر از مقدار سرمایه گذاری شده در آن باشد آن شرکت برای تولید ارزش سهام‌داران تلاش کرده است و اگر مورد برعکس باشد ارزش بازار از سرمایه بکار گرفته شده کمتر شود در واقع شرکت ارزش سهام‌داران را از بین برده است. MVA نشان‌دهنده ارزیابی جامعه سرمایه‌گذار از فعالیت شرکت است و متأثر از عملکرد یک‌سال شرکت نمی‌باشد بلکه متأثر از عملکرد سال‌های آتی شرکت است. اگر شرکت سابقه منفی از EVA داشته باشد MVA منفی خواهد بود و بالعکس اگر شرکت سابقه مثبتی از EVA داشته باشد MVA احتمالاً مثبت خواهد بود. اگرچه قیمت سهام نقش اصلی را در محاسبه MVA ایفا می‌کند ولی بیشتر به عملکرد آتی مورد انتظار بستگی دارد. بنابراین شرکت با پیشینه منفی EVA می‌تواند یک MVA مثبت داشته باشد.

MVA در یک لحظه معین محاسبه می‌شود و نشان‌دهنده کل ارزش ایجاد شده برای شرکت از بدو تاسیس تا به حال می‌باشد که البته چشم‌اندازی نیز نسبت به آینده و گذشته شرکت دارد. اما در این جا جهت ارزیابی عملکرد در طول زمان اختلاف MVA از یک زمان تا زمان معین دیگری به منظور ارزیابی ایجاد ارزش برای شرکت مورد بررسی قرار می‌گیرد.

با توجه به این که تامین مالی از طریق افزایش سرمایه بر حقوق صاحبان سهام، تعداد و قیمت سهام در بازار تاثیرگذار است و این متغیرها از متغیرهای اساسی در محاسبه MVA هستند، بررسی اثر افزایش سرمایه بر ارزش افزوده بازار می‌تواند به یک برداشت منطقی از اثرات افزایش سرمایه بر ثروت سهام‌داران به ما کمک کند. بررسی این نکته که آیا تغییرات در ساختار سرمایه چه تاثیری بر افزایش و یا کاهش MVA دارد نیز می‌تواند موثر باشد و همچنین از دید سرمایه‌گذاران افزایش سرمایه شرکت‌ها چگونه تفسیر می‌شود و این برداشت سرمایه‌گذاران از افزایش سرمایه و انتظار EVA های آتی است، که مبنای ارزیابی MVA قرار می‌گیرد. اگر وجوه ناشی از افزایش سرمایه صرف سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با EVA مثبت گردد منجر به ایجاد ارزش افزوده برای شرکت می‌شود و برعکس آن منجر به کاهش EVA های آتی می‌شود و باعث کاهش MVA می‌گردد.

### ۲-۳. پیشینه تحقیق

طبق بررسی‌های محققین، تحقیق حاضر جزو اولین تحقیقاتی است که به این موضوع پرداخته است لذا بطور مختصر نمونه‌هایی از تحقیقات مرتبط با افزایش سرمایه ذکر می‌گردد. دیوت و هال (Dewt & Hall, ۲۰۰۴) و فایرر و براون (Firer & Brown, ۲۰۰۳) دریافتند که ارزش افزوده بازار با نرخ بازده سرمایه شرکت و هزینه تامین مالی ارتباط معنی‌داری دارد همچنین

هر چه نرخ بازده سرمایه از هزینه تامین مالی بیشتر باشد ارزش افزوده بازار بیشتری برای شرکت ایجاد می‌شود و عکس این نیز صادق است و همچنین ارزش افزوده بازار به عنوان معیار مناسبی جهت ارزیابی استفاده بهینه از منابع و تخصیص مناسب آن مطرح گردیده است. اسمیت (Smit, ۱۹۷۷) در تحقیقی در بورس نیویورک متوجه شد قیمت سهام پیرامون عرضه سهام جدید تغییری نمی‌کند و بازده غیرعادی ایجاد نمی‌شود. تحقیق تسانگاراکیس و نیکلاس (Tsangarakis & Nickolas, ۱۹۹۶) در بورس یونان حاکی از ایجاد بازده غیرعادی سهامداران قبل از روز اعلام انتشار سهام جدید بود. فاما، فیشر، جانسون و رول (Fama, Fisher & Jensen & ۱۹۶۹) به این نتیجه رسیدند که قیمت سهام در نزدیکی ماه‌های مجمع در حال افزایش می‌باشد، و در زمان اعلام سود سهمی بازده غیرعادی نصیب سهامداران می‌شود. شفرین و استیمن (۱۹۸۴) (Shefrin & Statman) دریافتند که در زمان اعلام سود سهمی قیمت بازار سهام کاهش می‌یابد. طاهری (۱۳۷۸)، حاجیوند (۱۳۷۶)، رضازاده (۱۳۷۵)، عباسی (۱۳۷۹) و بقایی راوری (۱۳۸۲) بیان می‌کنند که تکیه بیش از حد شرکت‌ها به افزایش سرمایه و استفاده نامناسب و عدم بهره‌گیری از ابزارهای دیگر مالی در جهت تامین منابع مالی مشکلات فراوانی در ساختار مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس را فراهم می‌آورد و به دنبال آن قدرت سودآوری شرکت‌ها کاهش یافته و سرمایه‌های موجود در بورس به طرف فعالیت‌های اقتصادی دیگر سوق پیدا می‌کند.

بررسی اجمالی بر روی قیمت سهام شرکت‌هایی که اقدام به انتشار سهام عادی نموده‌اند نشان می‌دهد که معمولاً سهامداران بعد از تاریخ اعلان افزایش سرمایه بازده غیرعادی کسب می‌کنند به عبارت دیگر افزایش سرمایه باعث تشدید ثروت سهامداران شده است و این افزایش ناشی از تغییری مثبت در سود نمی‌باشد بلکه حاصل سفته‌بازی، تصورات غلط و عدم آگاهی سرمایه‌گذاران از محتوای اطلاعاتی افزایش سرمایه می‌باشد. بنابراین قیمت سهام بعد از افزایش در صورتی از ثبات و استمرار برخوردار خواهد بود که سود و بازده شرکت نیز متناسب با این افزایش تعدیل گردد.

در تحقیق حاجی وند (۱۳۷۶) این مطلب روشن گردید که شرکت‌های ایرانی از افزایش سرمایه به عنوان اصلی‌ترین منبع جهت تامین مالی استفاده نموده‌اند و هر سال که می‌گذرد تعداد شرکت‌ها و درصد افزایش سرمایه آنها بیشتر شده است که می‌توان دلایل آن را به دو طریق عنوان کرد:

الف) طرز تفکر مدیران شرکت‌ها مبتنی بر این بوده است که روش تامین مالی از طریق افزایش سرمایه بدون هزینه یا کمترین هزینه می‌باشد.

ب) استفاده از سایر منابع دیگر تامین مالی برای آنها امکان‌پذیر نبوده است.



اگر حالت اول را مدیران در نظر گرفته باشند که آنها کاملاً اشتباه نموده‌اند، چرا که تامین مالی از طریق افزایش سرمایه یکی از گرانترین روش‌های تامین مالی می‌باشد و سهام‌داران نیز از پرتوقع‌ترین تامین‌کنندگان مالی هستند. و با توجه به نرخ تورم، بازده مورد انتظار آنها به مراتب بیشتر از بهره‌ای است که بانک‌ها مطالبه می‌نمایند. این امر باعث می‌شود که ریسک مدیریت آینده افزایش یابد و در آینده بازده سهام به شدت کاهش یابد و اطمینان عمومی از بازده بازار سرمایه به هدر رود و بورس‌های موجود نیز به فعالیت‌های دیگر گماشته شوند که پیشنهاد می‌شود برای حالت اول اولاً در آخر از این منبع استفاده گردد و چنانچه قرار باشد استفاده شود، آن هم بایستی سهام جدید به قیمت بازار فروش برسند. حال اگر مدیران شرکت‌ها از دیگر منابع نمی‌توانسته‌اند استفاده کنند و مجبور به استفاده از روش تامین مالی از طریق افزایش سرمایه شده‌اند که باید موانع موجود رفع گردند و بازار سرمایه کارا شود و دیگر این که محدودیت‌های موجود در بازار سرمایه که در حال حاضر وجود دارند برطرف شوند و همچنین موسسات مالی دیگر از قبیل شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی و غیره که می‌توانند نقش واسطه را در بازار سرمایه ایفا نمایند تاسیس شوند.

### ۳. فرضیه‌های تحقیق

- ۳-۱. فرضیه اول: اعلان خبر افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات سهامداران بر افزایش ارزش افزوده بازار شرکت موثر است.
- ۳-۲. فرضیه دوم: انجام افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات سهامداران بر کاهش ارزش افزوده بازار موثر است.
- ۳-۳. فرضیه سوم: بین روش انجام افزایش سرمایه و تغییرات ارزش افزوده بازار ارتباط معنی‌داری وجود دارد.

### ۴. روش تحقیق

- ۴-۱. قلمرو زمانی تحقیق: سال‌های ۱۳۸۲ و ۱۳۸۳.
- ۴-۲. جامعه آماری تحقیق: شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که طی سال‌های ۱۳۸۲ و ۱۳۸۳، از محل آورده نقدی و مطالبات حال شده سهامداران و سودانباشته اقدام به افزایش سرمایه نموده‌اند و در فاصله سه ماهه تا مجمع عمومی فوق‌العاده هیچ گونه سود سهامی پرداخت نکرده باشند. زیرا پرداخت سود سهام به عنوان متغیری مزاحم و تاثیرگذار بر قیمت سهام تشخیص داده شده است.

در سال‌های ۱۳۸۲ و ۱۳۸۳ جمعاً ۲۵۶ مورد افزایش سرمایه صورت پذیرفته است که بعد از اعمال محدودیت‌های بالا ۱۰۷ شرکت از محل آورده نقدی و مطالبات حال شده سهامداران به عنوان جامعه اول (جهت آزمون فرضیه اول و دوم) و ۲۵ شرکت که از محل سود انباشته افزایش سرمایه داده بودند به عنوان جامعه دوم (جهت آزمون فرضیه سوم) انتخاب گردید.

#### ۳-۴. روش انتخاب نمونه:

روش نمونه‌گیری تصادفی ساده انتخاب شده است و این امر پس از محاسبه کفایت حجم نمونه با استفاده از نرم افزار آماری Minitab ۱۳ انجام شده است.

با فرض اینکه بخواهیم نمونه‌ای با سطح اطمینان ۹۵٪ و با خطای نسبی ۶٪ (خطای نسبی با توجه به حجم جامعه آماری بین ۰۵٪ الی ۱۵٪ در نظر گرفته می‌شود)، به روش تصادفی ساده انتخاب شود، از رابطه زیر استفاده می‌کنیم (Amidi, ۱۹۹۹):

$$n = \frac{n_0}{1 + \frac{n_0}{N}} \quad \text{فرمول ۷}$$

که در این فرمول  $n$  حجم نمونه و  $n_0$  از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$n_0 = \left( \frac{Z}{r} \cdot \frac{S}{\bar{Y}_N} \right) \quad \text{فرمول ۸}$$

که در این فرمول  $\bar{Y}_N$  میانگین جامعه،  $S$  انحراف معیار جامعه،  $Z$  مقدار نرمال  $1 - \alpha$  و  $r$  خطای نسبی می‌باشد.

لذا جهت برآورد حجم نمونه در جامعه اول داریم:

$$s = 3126959097$$

$$\bar{y}_N = 1507087742$$

$$n_0 = \left( \frac{1/96}{0/06} * \frac{3126959097}{1507087742} \right) = 67/779 \cong 68$$

در نتیجه از جامعه اول نمونه‌ای به حجم  $n=42$  انتخاب گردید.

$$n = \frac{68}{1 + \frac{68}{107}} = 41/577 \cong 42$$

و نیز جهت برآورد حجم نمونه در جامعه دوم داریم:

$$\bar{y}_N = 371228096$$

$$S = 694002003$$

در نتیجه از جامعه دوم نمونه‌ای به حجم  $n=18$  انتخاب گردید

$$n_0 = \left( \frac{1/96}{0/06} * \frac{694002003}{371228096} \right) = 61 / 069 \cong 61$$

$$n = \frac{61}{1 + \frac{61}{25}} = 17 / 73 \cong 18$$

#### ۴-۴. روش کلی تحقیق

این تحقیق از نظر نوع تحلیل علی پس از وقوع رویدادهای گذشته می‌باشد و کاربردی و میدانی است.

#### ۴-۵. روش گردآوری داده‌ها

با استفاده از نرم افزار جامع بورس اوراق بهادار تهران (تدبیرپرداز و دنا سهم) و بررسی صورت-های مالی و گزارشات بورس، به جمع‌آوری اطلاعات در مورد متغیرهای تحقیق پرداختیم، همچنین با استفاده از نرم افزار Excel به محاسبه ارزش افزوده بازار در سه حالت، قبل از خبر افزایش سرمایه (MVA<sub>1</sub>)، بعد از خبر افزایش سرمایه (MVA<sub>2</sub>) و بعد از انجام افزایش سرمایه (MVA<sub>3</sub>) اقدام گردید. سپس با استفاده از آمار استنباطی و آزمون فرض برای نمونه‌های جفت شده به آزمون فرضیات پرداختیم، جهت آزمون فرضیه سوم، میانگین درصد تغییر ارزش افزوده بازار، در روش افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات حال شده سهامداران، با روش افزایش سرمایه از محل سودنباشته مقایسه و مورد آزمون قرار گرفت.

#### ۴-۶. تحلیل آماری

در صورتی که از جامعه آماری، نمونه‌ای تصادفی انتخاب گردد جهت تعمیم نتایج بدست آمده از آزمون فرضیات، به جامعه مورد نظر می‌بایست از آمار استنباطی استفاده گردد و اگر با داده‌هایی مواجه باشیم که مربوط به داده‌های قبل و بعد از یک رویداد باشد از آزمونی که اصطلاحاً آزمون فرض برای نمونه‌های جفت شده می‌گویند استفاده می‌کنیم. در این حالت با تفاضل داده‌های زوج شده کار می‌کنیم و این تفاضل‌ها به عنوان متغیر تصادفی در نظر گرفته می‌شود (Azaradel & Momeni, 1998)

فرض کنید  $n$  زوج ( $MVA_2$  و  $MVA_1$ ) داریم و  $D_1 = MVA_2 - MVA_1$  و  $MVA_1$  و  $MVA_2$  متغیرهای تصادفی نرمال هستند لذا متغیر تصادفی  $D$  دارای توزیع نرمال با  $\mu_D = \mu_{mva_2} - \mu_{mva_1}$  و واریانس  $\sigma_D^2 = \sigma_1^2 + \sigma_2^2$  می‌باشد و  $\bar{D}$  دارای توزیع

نرمال با  $\mu_{\bar{D}} = \mu_D$  و  $\sigma_{\frac{D}{\sqrt{n}}} = \frac{\sigma_D}{\sqrt{n}}$  می‌باشد و چنانچه واریانس‌های دو جامعه مجهول باشد در این صورت متغیر تصادفی زیر دارای توزیع T با n-1 درجه آزادی است.

$$T = \frac{\bar{D} - \mu_d}{S_D / \sqrt{n}} \quad \text{فرمول ۹}$$

از آنجا که مقدار  $P - Value \rightarrow T$  بوسیله نرم‌افزار رایانه‌ای محاسبه می‌شود اگر مقدار احتمال یعنی p-Value کوچکتر از  $\alpha$  (سطح معنی‌دار بودن آزمون باشد) فرضیه  $H_0$  رد می‌شود و اگر p-Value بزرگتر از  $\alpha$  باشد فرضیه  $H_0$  قبول می‌شود.

$$\begin{cases} P - Value < \alpha = 0 / 05 \Rightarrow RH_0 \\ P - Value > \alpha = 0 / 05 \Rightarrow AH_0 \end{cases}$$

H<sub>0</sub>: عدم تفاوت معنی‌دار بین میانگین‌های دو جامعه است.

## ۵. آزمون فرضیات

۵-۱. **فرضیه اول:** اعلان خبر افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات سهامداران بر افزایش ارزش افزوده بازار موثر است.

این فرضیه را می‌توان به صورت آماری  $MVA_2 - MVA_1 = 0$  فرضیه  $H_0$  فرمول‌بندی کرد، برای آزمون این فرضیه از روش مقایسه میانگین‌ها استفاده شده است. (Pair t-test)

همان‌طور که در جدول ۱ دیده می‌شود میانگین متغیرهای مورد بررسی یعنی ارزش افزوده بازار قبل از اعلان خبر افزایش سرمایه ( $MVA_1$ ) و بعد از اعلان خبر ( $MVA_2$ )، همراه با انحراف معیارهای آنها آمده است:

$$MVA_1 = 8665459 E + 0.8$$

$$MVA_2 = 1089155 E + 0.9$$

جدول (۱) آزمون فرضیه اول

مقدار احتمال (p-value)	درجه آزادی	آماره آزمون (t)	تفاوت	تاریخ	انحراف معیار	میانگین	متغیر
					$2.088543E+0.9$	$1.089155E+0.9$	MVA <sub>2</sub>
۰/۰۰۲۱	۴۱	۳,۲۷۷۳۰۳	۲۲۲۶۰۸۸۷۱	۴۲	$0.9 E + 18.0126$	$0.8 E + 8665459$	MVA <sub>1</sub>

تفاوت بین این دو میانگین نیز عبارت است از  $222608871$

در جدول فوق آماره آزمون، درجه آزادی و P-Value مربوط به این آماره گزارش شده است و چون  $0.05 < \alpha = 0.02139 < p - value$  که  $\alpha$  سطح معنی داری آزمون است.

فرض برابری میانگین‌های دو جامعه مورد بررسی رد می‌شود یعنی بین ارزش افزوده بازار در قبل از اعلان خبر افزایش سرمایه و بعد از اعلان خبر، از نظر آماری، تفاوت معنی داری وجود دارد.

از طرف دیگر چون تفاوت بین میانگین‌ها مثبت شده است یعنی  $MVA_2 - MVA_1 > 0$ . پس نتیجه می‌گیریم که: (اعلان خبر افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات سهامداران بر افزایش ارزش افزوده بازار موثر است).

**۲-۵. فرضیه دوم:** انجام افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات سهامداران بر کاهش ارزش افزوده بازار موثر است.

می‌توان فرضیه را به صورت  $MVA_3 - MVA_2 = 0$ :  $H_0$  آماری فرمول‌بندی کرد، و برای آزمون این فرضیه از روش مقایسه میانگین‌ها استفاده کرد. (Pair t-test)

در جدول ۲ میانگین ارزش افزوده بازار بعد از اعلان خبر افزایش سرمایه (MVA<sub>2</sub>) و بعد از انجام افزایش سرمایه (MVA<sub>3</sub>)، همراه با انحراف معیارهای این دو متغیر گزارش شده است:

$$\text{میانگین } MVA_2 = 1.089155E+0.9$$

$$\text{میانگین } MVA_3 = 9976689 E + 0.8$$

جدول (۲) آزمون فرضیه دوم

متغیر	میانگین	انحراف معیار	$\frac{s}{n}$	تفاوت	آماره آزمون (t)	درجه آزادی	مقدار احتمال (p-value)
MVA <sub>3</sub>	E ۰.۸ ۹۹۷۶۶۸۹+	۲۰۵۷۹۶۳E+۰.۹					
MVA <sub>2</sub>	۱۰۸۹۱۵۵E+۰.۹	۲۰۸۸۵۴۳E+۰.۹	۴۲	-۹۱۴۸۵۹۱۲	-۲/۳۵	۴۱	۰/۰۴۲

همان طور که دیده می‌شود تفاوت بین میانگین این دو متغیر منفی است و برابر ۹۱۴۸۵۹۱۲ می‌باشد و چون:  $p - value = 0/042 < \alpha = 0/05$  ( سطح معنی‌داری آزمون است). در نتیجه بین این دو میانگین، در سطح ۵ درصد از نظر آماری تفاوت معنی‌داری وجود دارد. به عبارت دیگر با ضریب اطمینان ۹۵٪ فرضیه دوم (  $mva3 - mva2 < 0$  ) را می‌پذیریم. **۳-۵. فرضیه سوم:** بین روش انجام افزایش سرمایه و تغییرات ارزش افزوده بازار ارتباط معنی‌داری وجود دارد.

جهت آزمون فرضیه سوم، پس از اندازه‌گیری ارزش افزوده بازار در سه حالت قبل از اعلام خبر افزایش سرمایه، بعد از اعلام خبر افزایش سرمایه و بعد از انجام افزایش سرمایه در نمونه دوم (افزایش سرمایه از محل سود انباشته)، درصد تغییر ارزش افزوده بازار بعد از اعلام خبر افزایش سرمایه و بعد از انجام افزایش سرمایه در دو روش افزایش سرمایه را محاسبه نمودیم، سپس با استفاده از آزمون فرض به بررسی تفاوت میانگین درصد تغییر ارزش افزوده بازار در دو روش افزایش سرمایه پرداختیم و با توجه به مقدار احتمال بدست آمده در جدول ۳ و ۴ با اطمینان ۹۵٪ این فرضیه را می‌توان پذیرفت.

جدول (۳) مقایسه میانگین درصد رشد ارزش افزوده بازاریس از اعلام خبر افزایش سرمایه

تعداد	تعداد	مقدار	درجه	آماره	میانگین درصد	میانگین درصد
گروه ۲	گروه ۱	احتمال	آزادی	آزمون (t)	رشد گروه ۲	رشد گروه ۱
۱۹	۴۲	۰/۰۰۷۵۹۶	۶۰	۲/۵۴۵۰۳۸	۰/۰۴۴۷۳۷	۰/۸۶۵۱۶۳

در جدول ۳ گروه ۱ افزایش سرمایه از محل سودانباشته و گروه ۲ افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات سهامداران می باشد

جدول (۴) مقایسه میانگین درصد رشد ارزش افزوده بازار بعد از انجام افزایش سرمایه

تعداد	تعداد	مقدار	درجه	آماره	میانگین درصد	میانگین درصد
گروه ۲	گروه ۱	احتمال	آزادی	آزمون (t)	رشد گروه ۲	رشد گروه ۱
۱۹	۴۲	۰/۰۰۶۶۵۰	۶۰	-۲/۸۱۱۶۲	۰/۱۷۱۱۵۸	-۰/۳۸۱۲۵۶

در جدول ۴ گروه ۱ افزایش سرمایه از محل سودانباشته و گروه ۲ افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات سهامداران می باشد  
در جدول ۳ و ۴ فوق آماره آزمون، درجه آزادی و P-Value مربوط به این آماره گزارش شده است و چون: در جدول ۳  $p - value = 0/007596 < \alpha = 0/05$  و در جدول ۴  $p - value = 0/006650 < \alpha = 0/05$  که  $\alpha$  سطح معنی داری آزمون است.

فرض برابری میانگین های دو جامعه مورد بررسی رد می شود یعنی بین میانگین درصد رشد ارزش افزوده بازار در دو روش افزایش سرمایه (گروه ۱ و ۲) از نظر آماری، تفاوت معنی داری وجود دارد در نتیجه با اطمینان ۹۵٪ بین روش انجام افزایش سرمایه و تغییرات ارزش افزوده بازار ارتباط معنی داری وجود دارد.

جهت تبیین بیشتر فرضیه سوم دو فرضیه اول را در روش افزایش سرمایه از طریق سود انباشته نیز آزمون کرده و نتایج آن را به شرح جدول ۵ با روش افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات سهامداران جهت مقایسه ارائه گردیده است، در جدول ۵ فرضیات اول و دوم در مورد افزایش سرمایه از طریق سود انباشته برخلاف روش دیگر افزایش سرمایه پذیرفته نشده است.

جدول (۵) مقایسه نتایج فرضیات اول و دوم در دو روش افزایش سرمایه

فرضیات	روش اول (آورده نقدی و مطالبات)	روش دوم (سهام جایزه)
اول	$P-Valu=0/002 \leq \alpha=0/05$	$P-Valu=0/90 \alpha=0/05$
$MVA_2 - MVA_1 > 0$	تفاوت میانگین ها	مثبت
	نتیجه	فرضیه پذیرفته می شود $RH_0$
دوم	$P-Valu=0/042 \alpha=0/05$	$P-Valu=0/22 \alpha=0/05$
$MVA_3 - MVA_2 < 0$	تفاوت میانگین ها	مثبت
	نتیجه	فرضیه رد می شود $AH_0$

## ۶. نتایج تحقیق

۱-۶. اعلان خبر افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات سهامداران بر افزایش ارزش افزوده بازار موثر است.

این فرضیه با اطمینان ۹۵٪ به شرح زیر پذیرفته می شود.

$$H_0 : MVA_2 - MVA_1 = 0$$

$$P-Valu = 0/0021 < \alpha = 0/05 \Rightarrow RH_0$$

با توجه به آزمون، فرض برابری میانگین های دو جامعه رد می شود یعنی بین ارزش افزوده بازار قبل از اعلان خبر افزایش سرمایه و بعد از اعلان خبر مربوطه از نظر آماری تفاوت معنی داری وجود دارد و چون تفاوت بین میانگین های ارزش افزوده بازار قبل و بعد از اعلان رویداد مذکور مثبت شده است پس نتیجه می گیریم که اعلان خبر افزایش سرمایه بر افزایش ارزش افزوده بازار موثر است.

انتشار سهام در این مورد به عنوان خبر خوب درباره فرصت های سرمایه گذاری شرکت تفسیر شده است به عبارت دیگر افزایش سرمایه علائمی را مبنی بر اینکه شرکت پروژه های جدید با ارزش فعلی مثبت در دسترس دارد ارائه می دهد که این علائم باعث ارزیابی مثبت از سهام شرکت



و چشم انداز آتی آن می باشد و ارزش افزوده بازار را بهبود می بخشد زیرا ارزش افزوده بازار در حقیقت ارزیابی سرمایه گذاران و درک آنها از ارزش آتی بوجود آمده می باشد. اما باید توجه داشت که این افزایش در ارزش افزوده بازار می بایست در عمل با تحقق بازده مناسب توسط شرکت تثبیت شود در غیر این صورت این افزایش یک افزایش کاذب و موقتی خواهد بود.

**۶-۲. افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات سهامداران بر کاهش ارزش افزوده بازار موثر است.**

این فرضیه به شرح زیر بررسی گردید:

$$H_0 : MVA_3 - MVA_2 = 0$$

$$P - Valu = 0/042 (\alpha = 0/05 \Rightarrow RH_0)$$

میانگین این دو جامعه از نظر آماری تفاوت معنی داری دارد و چون میانگین ارزش افزوده بازار، بعد از انجام افزایش سرمایه، از میانگین ارزش افزوده بازار بعد از اعلان خبر افزایش سرمایه کمتر است لذا با اطمینان ۹۵٪ فرضیه  $MVA_3 - MVA_2 < 0$  را می پذیریم.

با توجه به اینکه هزینه تامین مالی از طریق صاحبان سهام یکی از گران ترین ابزار تامین مالی است لذا شرکت هایی که فرصت های سرمایه گذاری سودآور نداشته باشند نمی توانند بازدهی متناسب با این هزینه تامین مالی کسب کنند و در نتیجه به علت عدم برآورده شدن انتظارات سهامداران قیمت سهام آنها در بازار کاهش می یابد و منجر به کاهش ارزش افزوده بازار می گردد.

تحقیقات انجام شده (Kardan & Noravesh, ۱۹۹۶) نشان داده است که اعلان خبر افزایش سرمایه باعث بالا بردن غیرعادی بازده سهامداران می شود و این افزایش بازده متناسب با سود شرکت نیست، و باعث افزایش بازده مورد انتظار سهامداران و هزینه تامین مالی و نهایتاً کاهش EVA می گردد. همچنین با توجه به اینکه یکی از راه های محاسبه MVA محاسبه ارزش فعلی EVA های آتی شرکت است و در محاسبه EVA، هزینه سرمایه که قسمتی از آن بازده مورد انتظار سهامداران می باشد، افزایش می یابد در نتیجه افزایش هزینه سرمایه (C) باعث کاهش EVA و در نهایت کاهش MVA می گردد که به صورت زیر نشان داده شده است.

$$MVA = \frac{EVA_1}{(1+C)^1} + \frac{EVA_2}{(1+C)^2} + \dots + \frac{EVA_n}{(1+C)^n}$$

$$EVA = (R-C) * Capital$$

$$C \text{ کاهش} \Rightarrow EVA \text{ کاهش} \Rightarrow MVA \text{ کاهش}$$

شرکت های نمونه مورد بررسی نتوانسته اند افزایش قیمت سهام به سبب اعلان خبر افزایش سرمایه را برای خود حفظ نمایند لذا کاهش قیمت سهام بعد از افزایش سرمایه متناسب با افزایش تعداد سهام نبوده است.

### ۳-۶. بین روش انجام افزایش سرمایه و تغییرات ارزش افزوده بازار ارتباط معنی‌داری وجود دارد.

با توجه به آزمون مقایسه میانگین‌های درصد تغییر ارزش افزوده بازار، در دو روش افزایش سرمایه، تفاوت تغییرات ارزش افزوده بازار در دو روش افزایش سرمایه را با اطمینان ۹۵٪ می‌توان پذیرفت.

جهت تبیین این تفاوت فرضیه اول و دوم را در مورد افزایش سرمایه از محل سود انباشته نیز مورد آزمون قرار دادیم و نتایجی به شرح زیر حاصل گردید

الف) برخلاف نتایج حاصل شده در روش افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات حال شده سهامداران، اعلان خبر افزایش سرمایه (از محل سود انباشته) تاثیر معنی‌داری بر افزایش ارزش افزوده بازار نداشته است، گرچه میانگین ارزش افزوده بازار بعد از اعلام خبر، افزایش داشته است اما این افزایش از نظر آماری معنی‌دار نیست. این امر را می‌توان به تفسیر و درک متفاوت سهامداران از سهام جایزه نسبت داد، که با توجه به ماهیت متفاوت این نوع افزایش سرمایه، منطقی به نظر می‌رسد.

ب) در مورد افزایش سرمایه از محل سود انباشته نه تنها فرضیه کاهش ارزش افزوده بازار بعد از انجام افزایش سرمایه، رد می‌شود بلکه میانگین ارزش افزوده بازار بعد از انجام افزایش سرمایه افزایش نیز داشته است گرچه این افزایش از نظر آماری معنی‌دار نیست اما می‌توان این طور بیان کرد که برداشت سرمایه‌گذاران در مورد سهام جایزه مطلوب‌تر از برداشت آنها در مورد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات حال شده سهامداران می‌باشد و شرکت توانسته است افزایش احتمالی قیمت سهام در زمان اعلان خبر را بعد از انجام افزایش سرمایه برای خود حفظ نماید و حتی افزایش دهد.

همان طور که ملاحظه شد ارزش افزوده بازار در مورد افزایش سرمایه از محل سود انباشته یک روند مثبت و افزایشی را داشته است و همچنین می‌توان گفت افزایش سرمایه از محل سود انباشته تاثیر کمتری بر تغییرات ارزش افزوده بازار داشته است زیرا معنی‌دار نبودن آزمون‌ها در مورد افزایش سرمایه از محل سود انباشته بیانگر این امر می‌باشد که تغییرات به حدی نبوده است که تفاوت میانگین‌های ارزش افزوده بازار در حالت‌های مورد بررسی را معنی‌دار نماید.

لذا می‌توان گفت که افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات سهامداران تاثیر بیشتری را بر ارزش افزوده بازار می‌گذارد و این تاثیرات با یک روند کاهشی بعد از انجام افزایش سرمایه مواجه می‌باشد.

## ۷. پیشنهادها

۷-۱. حتی الامکان بهتر است از روش‌های دیگر تامین مالی، بجز افزایش سرمایه از طریق آورده نقدی سهامداران، نظیر وام‌های بانکی استفاده نمایند، زیرا هزینه این نوع تامین مالی بالاست و منجر به کاهش EVA شرکت و در نهایت کاهش MVA می‌گردد و بهتر است زمانی شرکت‌ها از افزایش سرمایه برای تامین مالی استفاده نمایند که فرصت‌های سودآوری را در پیش روی داشته باشند که بتوانند جوابگوی توقع سهامداران باشند و همچنین در صورت وجود شرایط و فرصت سودآور حتی الامکان به افشاء این امر در بازار پردازند زیرا ارزش افزوده بازار هر شرکت انعکاسی از برداشت سرمایه‌گذاران نسبت به آینده شرکت می‌باشد. در صورتی که آینده شرکت به طور شفاف و قابل اتکاء برای سهامداران تبیین شود می‌تواند به حفظ ارزش افزوده بازار شرکت کمک شایانی کند.

۷-۲. بانک‌ها و موسسات اعتباری باید زمینه لازم جهت دادن اعتبار کافی به شرکت‌ها را فراهم نمایند در غیر این صورت شرکت‌ها ناچار به افزایش سرمایه و تامین مالی داخلی بطور فراگیر دست می‌زنند و این امر پیامدهای منفی بسیاری را برای بازار سرمایه و آینده اقتصادی کشور به دنبال خواهد داشت.

۷-۳. با توجه به این که مخابره اطلاعات در بازارهای کارا و نیمه کارا تاثیر قابل توجهی بر قیمت سهام دارد لذا سازمان بورس اوراق بهادار می‌بایست نسبت به آموزش سهام‌داران در تفسیر درست اطلاعات منتشر شده در بورس کمک نماید و بخش آموزش و تحقیقات آموزشی خود را فعال‌تر نماید تا سهام‌داران با تفسیر نادرست اطلاعات منتشر شده در بورس دچار زیان نگردند و سرمایه خود را به سمت فعالیت‌های دیگر سوق ندهند.

۷-۴. اگر ملاک ارزیابی و پرداخت پاداش مدیران ارزش افزوده بازار باشد مدیران به راحتی راجع به افزایش سرمایه تصمیم نمی‌گیرند و تمامی تلاش خود را جهت تامین مالی به روش‌های دیگر معطوف می‌دارند و جهت حداکثر کردن ارزش افزوده بازار شرکت که در حقیقت افزایش ثروت سهامداران می‌باشد خواهند کوشید، لذا پیشنهاد می‌گردد MVA به عنوان یک معیار ارزیابی عملکرد مدیران در نظر گرفته شود

## References

۱. Abbasi, Ebrahim (۲۰۰۰); **The Effect of Issuing Preemptive Privilege on Stockholders Return**; PhD Thesis, Azad University of Tehran (In Persian).

۲. Aghaei, Mohammad Ali (۱۹۹۶); **Company Stock Price, Earning and Risk Changes Next to Issuing New Stocks**; Journal of Accounting Review, Nos. ۱۶-۱۷ In Persian).
۳. Amidi, Ali (۱۹۹۹); **Practical Sampling Methods**, Volume ۱ (In Persian).
۴. Azar, Adel & Mansoor Momeni (۱۹۹۸); **Statistics and Application in Management**; SAMT Publication, Tehran (In Persian).
۵. Baghaei Ravari, Javad (۲۰۰۳); **Effect of Common Stock Reissuing on Companies Return**; Journal of Knowledge & Development, Ferdowsi University of Mashhad, No. ۴ (In Persian).
۶. De Wet, J. H. & J. H. Hall (۲۰۰۴); **Concept of EVA, MVA**; Meditari Accountancy Research, Vol. ۱۲, No. ۱: ۳۴-۴۲.
۷. Fama E., L. Fisher, M. Jensen, and R. Roll (۱۹۶۹); **The Adjustment of Stock Price to New Information**; International Economic Review, Vol. ۱۰, ۱-۱۲.
۸. Francis, Jacy Clark (۱۹۹۱); **Investment: Analysis and Management**; ۵th edition.
۹. Jahankhani, Ali (۱۹۹۲); **Financing Methods in Present State of Capital Market**; Monthly Journal of Accountant, No. ۸۵-۸۶: ۷۸-۸۵ (In Persian).
۱۰. Hajivand, Rahim (۱۹۹۷); **An Analytical Study about Effect of Declaration Capital Increase in Stock Price**; MA. Thesis, Faculty of Administrative Science, Shahid Beheshti University, Tehran (In Persian).
۱۱. Kardan, Behzad & Iraj Noravesh, (۱۹۹۶); **Capital Increase Effect on Rate of Capital Cost and Company Return Rate**; MA. Thesis, University of Tehran (In Persian).
۱۲. Panahiyan, Hossein (۲۰۰۳); **Application of Economic Value Added on Financial Decision-making**; Capital Journal, No. ۳, (In Persian).
۱۳. Shaker, Taherhosein (۱۹۹۸); **Capital Increase Effect and Method on Corporation Return**; MA. Thesis, University of Tehran (In Persian).
۱۴. Smit, J (۱۹۷۷); **Alternative Methods for Raising Capital**; Journal of Financial Economics, No. ۵, ۳۳۸-۳۵۹.
۱۵. Stewart, G.B. (۱۹۹۱); **The Quest for Value**; Harper – Collins, New York.

۱۶. Tsangarakis, Nickolas V. (۱۹۹۶); **Shareholder Wealth Effects of Equity Issues in Emerging Markets: Evidence from Right Offerings in Greece** ; Journal of Financial Management , Vol. ۲۵, No . ۳, Autumn: ۲۱ – ۳۲.

Received: ۱۲.December.۲۰۰۶

Accepted: ۱۰.January.۲۰۰۸

