

# ارزیابی آثار شیوه‌های افزایش سرمایه بر بازده سهام شرکتهای پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر فریدون رهنمای رودپشتی\*

سعید گل کاریان\*\*

چکیده: در این مقاله ضمن بیان تاریخچه بورس در مورد تاثیر اقتصادی بورس و نیز دلایل و منابع تامین مالی، خصوصیات و مزایا و معایب آنها و نیز بازده و سود و اعطای سهام مجانی و معیارهای بازده مثبت و در نهایت دید سرمایه‌گذاران و صادرکنندگان اوراق بهادار در مورد نقش بورس توضیحاتی ارائه شده است. هدف از ارائه مقاله، این است که اولاً سهامداران بتوانند اطلاعاتی در مورد شیوه‌های افزایش سرمایه دریافت کنند و ثانیاً برای آنها مشخص شود که آیا افزایش سرمایه دلیلی برای افزایش سود و بازدهی است یا خیر؟ در مقاله حاضر ضمن بررسی روشهای چهارگانه افزایش سرمایه، داده‌های آماری و فرضیات تحقیق با استفاده از روشهای توصیفی و استنباطی و تحلیل کواریانس مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته و در نهایت این نتیجه حاصل شده است که روش اشتراکی در بین سه روش دیگر (آورده نقدی، سود انباشته، اندوخته‌ها) به عنوان روش برتر باعث بازدهی بیشتر سهام، کارایی بهتر شرکت و نیز افزایش بهره‌وری می‌گردد.

واژگان کلیدی: افزایش سرمایه، سهام، حق تقدم خرید سهام، قیمت واقعی سهام.

## مقدمه

امروز مشارکت مردم در تولید از طریق بازارهای سرمایه بویژه بورس اوراق بهادار صورت می‌گیرد که به عنوان شیوه‌ای بسیار مهم در راستای نیل به توسعه اقتصادی کشورها به شمار می‌رود. شرکتهایی که از نظر سودآوری در وضعیت مناسبی قرار دارند، سعی می‌کنند فعالیتهای خود را توسعه دهند و تمام نقدینگی خود را در راه افزایش فروش و کسب سود بیشتر صرف کنند. بنابراین برای تامین مالی در جهت سرمایه‌گذاری‌های جدید و کسب نقدینگی، به بازارهای سرمایه روی می‌آورند. از طرف دیگر تعادل اقتصادی و توزیع عادلانه تر درآمد میان کلیه اقشار جامعه و عدم امکان کسب درآمدهای فوق العاده از طریق سرمایه‌گذاری در امور غیر مولد یا کاذب، عامه

\* عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی - واحد علوم و تحقیقات

\*\* کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی - واحد علوم و تحقیقات

بهره‌گیری از سود و مزایای نقدی و نیز مالکیت در این واحدها باشد. از طرف دیگر واحدهای اقتصادی نیز به دلایل مختلفی به منابع مالی نیازمند هستند، ولی آنچه بیش از همه برای سرمایه‌گذاران و واحدهای اختصاصی مهم به نظر می‌رسد، افزایش ثروت سهامداران است.

با توجه به موضوع تحقیق حاضر، یکی از مهمترین تصمیمات مدیران یک شرکت، اخذ تصمیم در مورد افزایش سرمایه و استفاده از مؤثرترین روشهای افزایش سرمایه است؛ زیرا این اقدام علاوه بر تاثیر سریع خود بر قیمت سهام و بازده سهامداران ممکن است بر سایر فعالیتهای شرکت نیز اثرگذار باشد. البته بایستی اذعان داشت که افزایش سرمایه، یکی از بهترین روشهای کسب نقدینگی در جهت توسعه فعالیتهای اجرایی طرحهای آتی هم به لحاظ هزینه سرمایه و هم سهولت انجام آن است. لیکن پس از افزایش سرمایه، سهامداران از لحاظ روانی کاهش قیمت سهامشان را کاهش ثروت خود تلقی می‌کنند و مدیران شرکت را مسئول این امر می‌دانند. در مقابل مدیران نیز همواره با تاکید به آینده نگری در تصمیمات خود و موقتی بودن کاهش قیمت سهام، بر نگهداری سهم و عدم فروش آن اصرار می‌ورزند. برای قضاوت در مورد اینکه آیا افزایش سرمایه در راستای منافع سهامداران و افزایش ثروت آنهاست یا خیر، می‌بایست تاثیر افزایش سرمایه را بر بازده سهام عادی بررسی و مورد آزمون قرار داد.

مردم را و می‌دارد در سهام شرکتهای تولیدی و تجاری سرمایه‌گذاری نمایند. سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار از شیوه‌های همگانی و رایج سرمایه‌گذاری است و به طور کلی حمایتهای دولتی و فرهنگ عمومی موجب شده است که حذف چنین بازارهای سرمایه ای از ساختار جامعه، امکان پذیر نباشد.

بر این اساس مردم با اطمینان و امیدواری بیشتر روی انواع اوراق بهادار مشارکت می‌کنند. معمولاً اکثر شرکتهای با سرمایه اندک، فعالیت خود را آغاز می‌کنند و پس از پذیرش در بورس اوراق بهادار تهران برای توسعه فعالیتهای اجرایی طرحهای توسعه به نقدینگی نیاز پیدا می‌کنند. در این حالت، شرکتهای به علت محدود بودن اعتبارات سیستم بانکی و پیچیده بودن مراحل اخذ مجوز انتشار اوراق قرضه، به انتشار سهام جدید اقدام می‌نمایند.

حال با توجه به اینکه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، گرایش فراوانی به افزایش سرمایه یافته اند و همچنین وجود روشهای گوناگون برای افزایش سرمایه، ضرورت تشخیص داده شد که پیرامون ارزیابی شیوه‌های افزایش سرمایه بر بازده سهام، تحقیق حاضر صورت گیرد.

### بیان مساله و اهمیت موضوع

سرمایه‌گذاران به عنوان تامین‌کنندگان منابع مالی مورد نیاز واحدهای اقتصادی با انگیزه‌های مختلفی سرمایه‌گذاری می‌کنند که می‌تواند شامل



کشور از دید کلان منجر می‌گردد.

از آنجا که تحقیق حاضر در حوزه امور مالی صورت می‌گیرد، بنابراین نتایج آن می‌تواند برای تمامی گروه‌های درگیر تصمیمات مالی و افراد، نهادها و گروه‌هایی نظیر سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل، مدیران شرکتهای، بورس اوراق بهادار، و نهادهای مالی و اقتصادی خارج از بورس حائز اهمیت باشد. همچنین نتایج این تحقیق می‌تواند پایه و چارچوبی را برای تحقیقات مشابه بعدی فراهم آورد و اطلاعات مورد نیاز دانش پژوهان و موسسات تحقیقاتی را تامین نماید.

### نقش بورس اوراق بهادار از منظر اقتصاد کلان

از دید اقتصاد کلان، نقش بورس اوراق بهادار از چهار بعد قابل تامل است:

۱- تجهیز منابع مالی از طریق فروش اوراق قرضه و سهام یکی از مطمئن‌ترین راه‌های جمع‌آوری وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری است. واحدهای تولیدی و تجاری به عوض استقراض از نظام بانکی می‌توانند تحت ضوابطی از طریق فروش سهام یا اوراق قرضه در بورس اوراق بهادار، نیازهای مالی خود را تامین کنند.

۲- تقسیم مالکیت‌های بزرگ از طریق فروش سهام آنها در بورس اوراق بهادار از دید اقتصاد کلان به هدفهای توزیع عادلانه تر درآمد و نیز احساس مشارکت در عموم افراد جامعه در فعالیتهای تولیدی و تجاری، کمک زیادی می‌کند.

در سالهای اخیر شاهد گرایش فزاینده افزایش سرمایه توسط شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستیم. حال با توجه به اینکه پس از هر افزایش سرمایه، قیمت سهام شرکتهای به شدت کاهش می‌یابد، دو وضعیت پیش روی سرمایه‌گذاران و شرکت قرار دارد:

۱- در صورتی که شرکت بتواند از سرمایه به دست آمده به‌گونه‌ای بهینه استفاده کند و بر سودآوری شرکت بیافزاید، قیمت سهامش پس از افت شدید، سیر صعودی خواهد داشت و حتی ممکن است ظرف مدت کوتاهی از قیمت پیش از افزایش سرمایه نیز فراتر رود.

۲- اگر شرکت نتواند از سرمایه به دست آمده به نحوی مطلوب استفاده کند، قیمت سهامش روند نزولی خواهد پیمود و حتی امکان ورشکستگی نیز خواهد رفت.

با توجه به موارد یاد شده درمی‌یابیم که اثرات افزایش سرمایه به طور مستقیم بر بازده سهامداران تاثیر خواه داشت. بنابراین در صورتی که افزایش سرمایه به کاهش بازده سهامداران منجر شود، میل به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار توسط سهامداران کاهش می‌یابد. در نتیجه منجر به فرار سرمایه از بورس و جذب سرمایه در مکانهای دیگر می‌شود و در نهایت بورس از رونق می‌افتد. سرانجام به دلیل عدم رونق بورس اوراق بهادار، سرمایه‌ها در فعالیتهای مناسب سرمایه‌گذاری نمی‌شوند که این مساله به متضرر شدن اقتصاد

### دلایل و منابع تامین مالی شرکتها

نظریه پردازان سه مدل اصلی درباره عرضه سهام جدید طراحی کرده اند. در این مدل ها فرض بر این است که اولاً مدیران شرکتها در جهت حفظ منافع سهامداران فعلی عمل می کنند. ثانیاً عرضه سهام جدید فقط در صورتی برای بازار سرمایه حاوی اطلاعات است که مدیران در مقایسه با سرمایه گذاران، اطلاعات بهتری درباره آینده شرکت داشته باشند.

شرکتها برای استفاده های مختلفی اقدام به تامین مالی از طریق عرضه سهام جدید می کنند که می توان آن را در قالب سه مدل اصلی به این شرح ارائه کرد:

۱- تامین مالی به منظور بازپرداخت بدهیهای موجود (مدل تغییر ساختار سرمایه)

۲- تامین مالی جهت انجام سرمایه گذاری های جدید

۳- تامین مالی برای جبران کمبود نقدینگی.

بدهیها و حقوق صاحبان سهام، نشان دهنده منابع مالی هستند که شرکت برای به دست آوردن دارائیه از آنها استفاده می کند.

برخی از این منابع مالی عبارتند از: حسابها و اسناد پرداختنی، مالیاتها و حقوق پرداختی کارکنان، انواع و اقسام وامها و اوراق قرضه، سهام ممتاز، سهام عادی، اندوخته ها و سود انباشته.

به طور کلی شرکتها از دو طریق تامین مالی می شوند:

#### ۱- منابع مالی داخل شرکت:

۱-۱- منابع مالی حاصل از فروش دارائیهای ثابت

مالکیت یک بنگاه عظیم توسط یک فرد یا معدودی از افراد که قادر به تامین مالی آن هستند، قابل قیاس با مزایای «مالکیت انبوه» نیست. علاوه بر این چنانچه امکان تامین منابع سرمایه گذاری های بزرگ با استقراض بانکی هم میسر شود، مع هذا انتشار و فروش سهام به عموم، به منظور تامین منابع مالی ترجیح دارد.

۳- بورس اوراق بهادار، یک بازار کامل است. بازارهای رقابت کامل دارای خصوصیتی هستند که مهمترین ویژگی آنها متجانس بودن با محصول است که بورس اوراق بهادار حائز آن است. همچنین تعداد خریداران و فروشندگان عموماً زیاد است و بالاخره مشخصه سوم هر بازار کامل که ورود و خروج آزادانه به آن است، در بورس اوراق بهادار جمع است. به عبارت دیگر هر کس که دارای اوراق بهادار ثبت شده در بورس است، می تواند به بورس مراجعه کرده و آن را عرضه کند.

۴- وجود فضای یک بازار کامل در بورس اوراق بهادار، تخصیص مطلوب منابع را میسر می سازد. بورس اوراق بهادار با تعیین رقابت آمیز بهای سهام به عنوان ابزار انتظامی اقتصاد، مدیران غیرکارا و ضعیف را تنبیه و مدیران مبتکر و قدرتمند را تشویق می کند. یک شرکت زیانده نمی تواند از طریق بورس به تامین نیازهای مالی خود اقدام کند و بالعکس یک شرکت سواور قادر است به سهولت از طریق فروش سهام خود، تامین مالی شود.



۱-۲- منابع مالی حاصل از فعالیتهای شرکت

۱-۳- سود انباشته.

۲- منابع مالی خارج از شرکت:

۲-۱- دریافت وام

۲-۲- صدور اوراق قرضه

۲-۳- صدور سهام ممتاز

۲-۴- صدور سهام عادی

۲-۵- صدور اختیار خرید سهام عادی.

**بازده سهام و معیارهای آن**

طبق تئوری نمایندگی و با توجه به میل سرمایه‌گذاران، هدف مدیریت باید در راستای به حداکثر رسانیدن ارزش شرکت باشد. این مفهوم زمانی تحقق می‌یابد که تصمیمات مدیریت در زمینه های سرمایه گذاری، تامین مالی و تقسیم سود به صورت بهینه اتخاذ شود.

معیارهای مختلفی مانند حداکثر شدن سود دریافتی سهامداران، میزان خدمات اجتماعی شرکت، حداکثر شدن قیمت بازار سهم و حداکثر شدن درآمد بعلاوه قیمت بازار سهم به عنوان معیار حداکثر شدن ثروت سهامدار مورد توجه است.

**حداکثر شدن سود به عنوان یک معیار**

اکثر سهامداران عادی سود شرکت را هدف مطلوب و حداکثر شدن آن را به عنوان حداکثر شدن ثروت خود تلقی می‌کنند. حتی برخی افراد با تاکید بر سود گذشته شرکت، مبنای ارزیابی و قیمت‌گذاری سهم شرکت را بر این معیار قرار داده‌اند:

میانگین سود ۳ سال گذشته شرکت

= قیمت هر سهم

نرخ بازده مورد انتظار

**حداکثر شدن درآمد هر سهم**

از تقسیم سود ویژه شرکت بر جمع تعداد سهام، درآمد سهم به دست می‌آید. درآمد هر سهم بخشی از سود یک دوره مالی است که به دارنده سهم تعلق می‌گیرد. باید توجه داشت که این مفهوم با مفهوم «سود سهام» اشتباه نشود.

سود سهام مبلغی است که عملاً به صاحب سهم تعلق می‌گیرد، اما لزوماً به دارنده سهم پرداخت نمی‌شود. برای محاسبه درآمد هر سهم، باید ابتدا بخشی از درآمد که متعلق به سهام ممتاز بوده و مرجح بر سهام عادی است کسر شود و سپس درآمد باقیمانده را به تعداد سهام عادی، تقسیم کرد.

**حداکثر شدن قیمت سهام**

حداکثر شدن قیمت سهام، بیشتر هدف سرمایه‌گذارانی است که به دنبال انتفاع از خرید و فروش سهام هستند. به این صورت که آنها دارای هدف کوتاه مدت هستند؛ یعنی تنها می‌خواهند از افزایش قیمت سهام خریداری شده خود، انتفاع ببرند و هیچ توجهی به عایدات نقدی و غیرنقدی بلندمدت سهام ندارند.

**فرضیات تحقیق**

در تحقیق علمی، فرضیه حدس زیرکانه‌ای در خصوص پارامترهای جامعه است. به عبارتی

### روش تحقیق

در این تحقیق از روش همبستگی و کلی مقایسه‌ای استفاده شده است، به این صورت که برای آزمون فرضیات تحقیق از جامعه آماری، نمونه‌ها با توجه به شرایط تحقیق انتخاب شده و سپس فرضیات را یک به یک آزمون کرده و در

نهایت نتیجه‌گیری به عمل می‌آید. ضمن اینکه نتیجه حاصل از بررسی نمونه‌های آماری به کل جامعه آماری تعمیم داده می‌شود. به طور کلی در این تحقیق از روش همبستگی بین درصد افزایش سرمایه با بازده و نیز تحلیل واریانس یکراهه به مقایسه بازده ۴ گروه (انواع افزایش سرمایه) می‌پردازیم.

#### فرضیه اصلی تحقیق: بین نوع افزایش سرمایه و بازده شرکتها، رابطه وجود دارد.

جدول ۱ و نیز نمودار اشخاصهای آماری مربوط به بازده شرکتها را با توجه به شیوه افزایش سرمایه آنها در کل دوره مورد بررسی، به طور خلاصه نشان می‌دهند.

همان طور که در جدول نشان داده شده است، میانگین بازده شرکتهایی که افزایش سرمایه آنها از طریق روش اشتراکی بوده برابر ۰/۷۳ است که به نظر می‌رسد نسبت به میانگین در سایر روشها بالاتر است. ولی میانگین بازده در سایر روشها تقریباً در یک حدود است. این نتیجه در نمونه تحقیق صادق بوده و برای حصول اطمینان از نتیجه به دست آمده در جامعه آماری، باید آزمون کرد.

دیگر، فرضیه پیشنهادی است که در محک آزمایش علمی سنجیده می‌شود. «فرهنگ‌وبستر» فرضیه را این‌گونه تعریف می‌کند: «فرضیه عبارت است از حالت اصلی که اغلب بدون آنکه اعتقادی به آن باشد، پذیرفته می‌شود تا بتوان از آن نتایج منطقی استخراج کرد و بدین ترتیب مطابقت آن را با واقعیاتی که نزد ما معلوم است یا می‌توان آنها را معلوم ساخت، آزمود.» در هر پژوهش علمی، محقق ابتدا باید برای خود چند فرضیه را مشخص کند تا بتوان پژوهش خود را بر مبنای آن انجام داده و از تنش و پراکندگی در انجام تحقیق جلوگیری نماید.

بنابراین فرضیه، پژوهشگر را در بررسی نتایج و تجارب به دست آمده کمک می‌کند. تدوین هر فرضیه باید با توجه به ویژگیهای در پی آمده صورت گیرد:

- ۱- باید رابطه دو یا چند متغیر را پیش بینی کند.
- ۲- باید روشن و بدون ابهام و به صورت یک جمله خبری باشد.
- ۳- باید دارای استنباط های ضمنی و روشن برای آزمون روابط بین متغیرها باشد.
- ۴- باید آزمون پذیر باشد؛ یعنی بتوان آن را بر پایه داده‌های گردآوری شده آزمود.

با توجه به عوامل یاد شده و موضوع تحقیق، فرضیه پژوهشی تحقیق حاضر عبارت است از «بین شیوه های افزایش سرمایه و بازدهی شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تفاوت معنادار وجود دارد.»

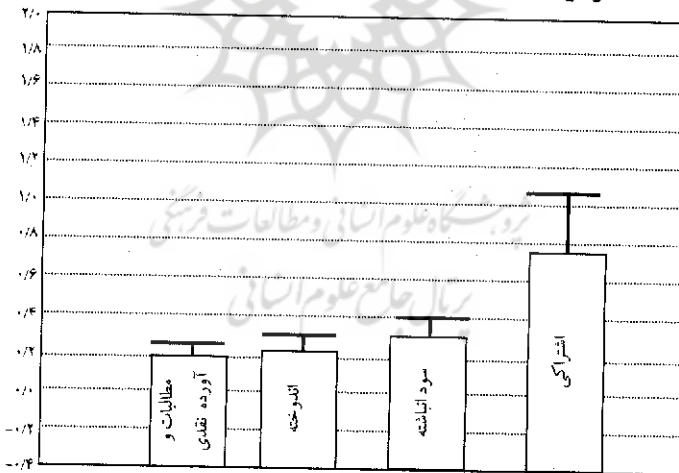


حال با استفاده از تحلیل واریانس یکراهه به مقایسه بین میانگین‌های محاسبه شده در جامعه آماری می‌پردازیم.

جدول ۱: شاخص‌های آماری مربوط به بازده شرکتها به تفکیک شیوه افزایش سرمایه

شاخص‌ها	میانگین	تعداد	انحراف معیار	خطای استاندارد	حداقل	حداکثر
شیوه افزایش سرمایه						
از طریق مطالبات و آورده نقدی	۰/۲۰	۱۴۰	۰/۲۵	۲/۰۲	-۰/۴۹	۰/۹۹
از طریق اندوخته‌ها	۰/۲۳	۵۱	۰/۲۷	۰/۰۴	-۰/۰۴	۰/۹۵
از طریق سود انباشته	۰/۲۹	۸	۰/۳۶	۰/۱۳	۰/۰۸	۰/۹۷
از طریق اشتراکی	۰/۷۳	۱۲	۱/۰۱	۰/۲۹	-۰/۲۰	۳/۳۳
کل شرکتها	۰/۲۴	۲۱۱	۰/۳۶	۰/۰۳	-۰/۴۹	۳/۳۳

نمودار ۱: مقایسه بازده شرکتها به تفکیک شیوه افزایش سرمایه



نوع افزایش سرمایه

۱- باید توجه داشت که آنالیز واریانس یکراهه از جمله آزمونهای پارامتری است. انجام آزمونهای پارامتری نیز دارای مفروض‌هایی است که باید رعایت شوند. از جمله این مفروض‌ها تجانس واریانس‌ها است. به منظور مقایسه واریانس‌ها در هر گروه از آزمون Leven استفاده شده است. به طور کلی نتایج نشان داده است که تفاوت معنی‌داری بین واریانس‌ها ملاحظه نمی‌شود و به عبارت دیگر واریانس‌ها دارای تجانس هستند.



همان طور که ملاحظه می شود تفاوت بین بازده شرکت‌هایی که افزایش سرمایه آنها از طریق اشتراکی بوده با میانگین بازده شرکت‌هایی که از سایر روشها برای افزایش سرمایه استفاده کرده‌اند، در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی دار است و در سایر موارد تفاوت معنی داری بین گروهها ملاحظه نشد. یعنی در مجموعه مقایسه میانگین ها نشان می دهد که بازده شرکت‌هایی که از طریق اشتراکی افزایش سرمایه داده‌اند، به طور معنی داری بیشتر از بازده سایر شرکتها است.

### نتیجه گیری

یکی از اساسی ترین اصول مالی که به طور عام توسط دست اندرکاران امور مالی پذیرفته شده، این است که ارزش ذاتی یک قلم دارایی برابر است با ارزش فعلی جریانهای نقدی مورد انتظار ناشی از آن دارایی در طی عمر مفید آن. بر این اساس هرگونه حادثه‌ای که به ایجاد این حس در سهامداران منجر شود که دریافت‌های نقدی آنها در آینده در مورد سهام خاصی افزایش می یابد، موجب می شود که قیمت آن سهام خاص و در نتیجه ارزش آن سهام افزایش یابد. عکس این حالت هم صادق است، یعنی اگر سهامداران احساس کنند که انجام رویداد خاص یا اتخاذ تصمیم ویژه‌ای منجر به این گردد که منافع آتی آنها با خطر (ریسک) مواجه شود،

جدول ۲: تحلیل واریانس به منظور مقایسه میزان بازده شرکتها با توجه به شیوه افزایش سرمایه آنها

شاخصها	بین گروهها			درون گروهها			F	p
	SS	df	MS	SS	df	MS		
بازده	۲۱/۷	۲	۱۰/۶	۲۴/۵۶	۲۰۷	۱/۲	۸/۹۰	۰/۰۰

همان طور که در جدول ۲ نشان داده شده است، F محاسبه شده برابر ۸/۹۰ است که با درجه آزادی ۳ و ۲۰۷ در سطح اطمینان ۹۹ درصد ( $\alpha=1\%$ ) معنی دار است<sup>۲</sup>. بدین ترتیب فرض آماری مبنی بر عدم تفاوت بین میزان بازده شرکتها بر حسب نوع افزایش سرمایه آنها، رد می شود و به عبارتی دیگر مشخص می شود که در این سطح اطمینان تفاوت معنی داری بین میزان بازده شرکتها وجود دارد. حال با استفاده از آزمون تعقیبی شفه، به مقایسه بین گروهها پرداخته می شود.

جدول ۳: نتایج آزمون شفه به منظور مقایسه بین میانگین بازده شرکتها

نوع افزایش سرمایه	از طریق اشتراکی	از طریق سود انباشته	از طریق تادوخته ها	از طریق مطالبات و آورده نقدی
از طریق مطالبات و آورده نقدی	۰/۰۰۰۱۱۶	۰/۰۳۱۳۷۵	۰/۹۸۱۲۱۴	-
از طریق تادوخته ها	۰/۰۰۰۱۵۰	۰/۰۰۹۷۴۴۶	-	۰/۹۸۱۲۱۴
از طریق سود انباشته	۰/۰۰۰۵۱۱۳	-	۰/۰۰۹۷۴۴۶	۰/۹۳۱۳۷۵
از طریق اشتراکی	-	۰/۰۰۰۵۱۱۳	۰/۰۰۰۱۵۰	۰/۰۰۰۱۱۶

۱- در این جدول SS مجموع مجذورات، MS میانگین مجموع مجذورات یا همان واریانس و df درجه آزادی است.

۲- نظر به اینکه کلیه محاسبات با استفاده از نرم افزارهای آماری صورت گرفته است، لذا این نرم افزارها به طور دقیق به محاسبه سطح خطا می پردازند. سطح خطا یا p در تمامی جداول نشان داده شده است. بدین ترتیب نیاز به مراجعه به مقادیر بحرانی نیست. چنانچه p محاسبه شده از ۵٪ کوچکتر باشد، می توان نتیجه گرفت که فرض صفر آماری در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود و چنانچه سطح خطا (p) از ۱٪ هم کوچکتر باشد، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۹ درصد رد می شود. اگر p از ۵٪ بیشتر باشد فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می شود.





مورد آنچه که در مورد سهام جایزه مهم است این است که در این نوع افزایش، در مجموع حقوق صاحبان سهام و در نتیجه در مجموع داراییهای شرکت، افزایش صورت نمی‌گیرد. افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها در واقع تنها نوعی جابجایی و تغییر در ترکیب حقوق صاحبان سهام است که طی آن بخشی از حقوق صاحبان سهام از محل اندوخته‌ها به حساب سرمایه منتقل می‌شود.

در مورد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده‌های نقدی وضعیت متفاوت است، زیرا در این نوع افزایش سرمایه، در مجموع حقوق صاحبان سهام و در نتیجه مجموعه داراییهای شرکت افزایش یافته و از طرفی ممکن است ترکیب مالکیت سهامداران نیز تغییر یابد. بعلاوه، دلایل و انگیزه‌های شرکتها از افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها متفاوت است. این نوع افزایش سرمایه می‌تواند اهدافی از قبیل توسعه شرکت، خرید داراییهای جدید یا جایگزینی داراییهای موجود، تحصیل منابع برای ورود به بازارهای خارجی تا پرداخت بدهیهای شرکت و تحصیل سرمایه در گردش مورد نیاز شرکت را شامل گردد. البته چنین به نظر می‌رسد که افزایش سرمایه از این منبع بیشتر به منظور توسعه فعالیتهای شرکت بوده و کمتر افزایش سرمایه از این محل به منظور تامین سرمایه در گردش یا انجام امور جاری شرکت است؛ زیرا هزینه تامین مالی از این محل بسیار بالا بوده و در صورتی که تامین مالی با هدف پرداخت بدهیهای

این امر موجب کاهش قیمت آن سهم و در نتیجه کاهش ارزش آن می‌گردد.

بر این اساس، یکی از رویدادهای ویژه که سهامداران همواره با نگاه خاصی به آن می‌نگرند، تشکیل مجامع عمومی فوق‌العاده و تصمیمات اخذ شده در آن است. در مجامع عمومی فوق‌العاده ممکن است تصمیماتی از قبیل تصویب صورتهای مالی سال گذشته، تعیین یا تغییر اعضای هیات مدیره، تعیین و تغییر اعضای علی‌البدل یا بازرسان شرکت، تقسیم سود، افزایش سرمایه یا تصمیمات مهم دیگری اخذ شود که هر کدام از این تصمیمات با توجه به شرایط زمانی موجود به‌گونه‌ای خاص از سوی سهامداران مورد تعبیر و تفسیر قرار گرفته و در نتیجه قیمت سهام شرکتها، دستخوش تغییرات گوناگون گردد.

تاکنون در مورد هر کدام از جنبه‌های یاد شده (تصمیمات اخذ شده در مجامع عمومی) و آثار آن بر قیمت یا بازده سهام شرکتها، تحقیقات زیادی انجام گرفته و نتایج متفاوتی را نیز به همراه داشته است. اما در تحقیق حاضر ما بر آن شدیم روشهای افزایش سرمایه بر بازده سهام را بعد از افزایش سرمایه در مجمع فوق‌العاده، مورد ارزیابی قرار دهیم.

افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها در واقع نوعی سهام جایزه است که می‌توان آن را در چارچوب یکی از سیاستهای تقسیم سود مورد بررسی قرار داد. شرکتها به دلایل و انگیزه‌های متنوعی اقدام به انتشار سهام جایزه می‌کنند. در این

در این تحقیق با توجه به اطلاعات و آزمون های آماری صورت گرفته می توان چنین نتیجه گرفت که بهترین راه افزایش سرمایه برای افزایش بازدهی سهام، روش اشتراکی است. در این روش اغلب اوقات یک طرف این اشتراک مطالبات و آورده نقدی است و این منبع باعث افزایش نقدینگی شرکت می شود و در نهایت باعث مانور بهتر شرکت و در صورت استفاده بهینه از این نقدینگی موجب کارایی بهتر و در نتیجه افزایش بازدهی می شود. در طرف دیگر اندوخته و یا سود انباشته قرار دارد که در هر صورت باعث عدم خروج سرمایه از شرکت شده که این عمل نیز به نوعی باعث افزایش بازدهی می گردد.

بنابراین می توان چنین گفت استفاده از مزایای هر روش در پوشاندن معایب روش دیگر و مکمل یکدیگر قراردادن این روشهاست که باعث افزایش بازده سهام می شود. □

شرکت یا پرداخت سود سهامداران صورت گیرد، این امر در دراز مدت باعث شود، که ارزش سهام شرکت کاهش یافته که با هدف اصلی مدیریت که بیشینه سازی ثروت سهامداران می باشد، در تضاد است. بر این اساس و با این پیش فرض که افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده های نقدی بیشتر در جهت توسعه فعالیتهای شرکت است، سهامداران در یک بازار کارا حاضر به پرداخت بهای بیشتر برای سهام این گونه شرکتها بوده و در نتیجه با اعلان خبر افزایش سرمایه از این طریق، قیمت چنین سهامی افزایش بیشتری نسبت به افزایش سرمایه از محل اندوخته ها می نماید.

افزایش سرمایه از طریق سود انباشته موجب کاهش سهام قابل پرداخت به سهامداران فعلی خواهد شد. به عبارت دیگر در دسترس بودن سود انباشته نه تنها به سودهای تحصیل شده توسط شرکت بستگی دارد، بلکه به سیاست پرداخت سود سهام نیز مربوط است.

## منابع

- ۱- تقوی، مهدی (۱۳۷۷) مدیریت مالی ۱، چاپ چهارم، دانشگاه پیام نور.
- ۲- جهان خانی، علی و عبده تبریزی، حسین (۱۳۷۲) نظریه بازار کالای سرمایه، نشریه تحقیقات مالی، شماره ۱، زمستان.
- ۳- جهانخانی، علی و پارسائیان، علی (۱۳۷۴) بورس اوراق بهادار، چاپ اول، انتشارات سمت، تهران.
- ۴- وکیلی فرد، حمید رضا و وکیلی فرد، مسعود (۱۳۸۰) مدیریت مالی، جلد اول، هامپتون، انتشارات علمی فوج.
- ۵- رستمیان، فروغ (بی تا)، تاثیر نسبت های حسابداری در پیش بینی بازده سهام در شرکتهای بورس اوراق بهادار، پایان نامه دکترا، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات.
- ۶- ریموند، بی نوو (۱۳۷۴) مدیریت مالی، ترجمه علی جهانخانی و علی پارسائیان، جلد اول و دوم، چاپ دوم، انتشارات سمت، تهران.
- ۷- شباهنگ، رضا (۱۳۷۴) مدیریت مالی، جلد اول، چاپ دوم، انتشارات سازمان حسابرسی، تهران.
- ۸- عبده تبریزی، حسین (۱۳۷۴) مدیریت مالی، (اهرم مالی و سرمایه)، چاپ دوم، انتشارات پیشبرد.
- ۹- نیکومرام، هاشم، رهنمای رودپشتی، فریدون و هبیتی، فرشاد (۱۳۸۱) مدیریت مالی، جلد دوم، انتشارات ترمه.

10- D.F. Scott al (1988) financial management, printic Hall, PP: 125-142.

11- H. De Angelo and R.Masulis (1980) Optimall Capital ricture under corporate and personal Taxation, journal of Financial Economics 8, PP: 3-29.

12- W. Clifford, Smith, Jr (1997) Alternative Methodes For Rasing capital: Rights versus under written offerings, Journal of Financial Economics 5, PP: 273- 307.