

افزایش سرمایه و تاثیر آن بر بازدهی غیر عادی بر اساس شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران

جواد عبادی^۱

اسماعیل حسن پور^۲

تاریخ پذیرش: ۹۰/۴/۹

تاریخ دریافت: ۹۰/۱/۲۱

چکیده

یکی از تصمیماتی که همواره ثروت سهامداران را تحت تاثیر قرار می دهد، تصمیمات مربوط به تامین مالی، و به تبع آن افزایش سرمایه است. اعلام برگزاری مجمع فوق العاده برای تصویب افزایش سرمایه، به عنوان یک خبر مالی می تواند روی قیمت سهام و در نتیجه بر بازدهی آن تاثیر بگذارد. تحقیق حاضر در پی کشف تاثیر گذاری عوامل موثر مورد بررسی، بر بازده غیرعادی سهام به هنگام افزایش سرمایه می باشد.

در این تحقیق سعی شده است چهار عامل نسبت افزایش سرمایه بر ارزش بازار سهام شرکت، میزان نوسان بازده روزانه سهام، اندازه شرکت (ارزش بازار سهام منتشره شرکت) و بازده تجمعی بازار به هنگام افزایش سرمایه که به طور بالقوه می توانند منجر به بازده غیرعادی سهام منجر شوند را مورد بررسی و شناسایی قرار دهد. به منظور بررسی تاثیرگذاری عامل افزایش سرمایه بر بازده غیر عادی از رویداد آزمایی استفاده شده است. نتایج بدست آمده در طول سالهای ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ حاکی از وجود بازده غیر عادی تجمعی منفی به هنگام افزایش سرمایه بوده است. و از میان متغیرهای مورد بررسی تنها متغیر عامل واریانس بازده روزانه سهم بر بازده غیر عادی تاثیر گذار بوده است.

واژه های کلیدی: افزایش سرمایه، بازده غیر عادی، واریانس بازده روزانه سهم، اندازه شرکت، بازده تجمعی بازار

۱- دانشجوی دوره دکتری مدیریت مالی دانشگاه علامه طباطبائی (مسئول مکاتبات) javadebadi@yahoo.com

۲- دانشجوی دوره دکتری مدیریت استراتژیک علامه طباطبائی.

مقدمه

شرکت‌ها همواره سعی می‌کنند تا فعالیت‌های خود را توسعه دهند و تمام نقدینگی خود را در راه افزایش فروش و کسب سود بیشتر صرف نمایند. بنابراین برای تامین مالی به منظور سرمایه‌گذاری‌های جدید و کسب نقدینگی یکی از روش‌های پیش روی آنان، این است که به بازارهای سرمایه روی آورند. معمولاً اکثر شرکت‌ها برای توسعه فعالیت‌ها و اجرای طرح‌های توسعه، به علت محدود بودن اعتبارات سیستم بانکی و پیچیده بودن مراحل گرفتن مجوز انتشارات اوراق قرضه، اقدام به انتشار سهام جدید می‌نمایند. از طرفی سرمایه‌گذاران به عنوان تامین‌کنندگان منابع مالی مورد نیاز واحدهای اقتصادی با انگیزه‌های مختلفی سرمایه‌گذاری می‌نمایند که شامل بهره‌گیری از سود و مزایای نقدی و نیز مالکیت در این واحدها می‌باشد. بنابراین آنچه بیش از همه برای واحدهای اقتصادی مهم به نظر می‌رسد، افزایش ثروت سهامداران است.

تئوری ساختار سرمایه نوین در سال ۱۹۵۸ توسط مودیلیانی و میلر ارائه گردید. این دو پژوهشگر ثابت کردند که با وجود مجموعه‌ای از مفروضات محدود کننده، ارزش شرکت تحت تاثیر ساختار سرمایه قرار نمی‌گیرد. بنابراین، نتیجه تحقیق این دو بیانگر آن است که شیوه تامین مالی بر فعالیت‌های شرکت هیچ تاثیری ندارد، زیرا با توجه به این مفروضات، ساختار سرمایه « نامرتب » است. مودیلیانی و میلر پس از آن مقاله‌ای را منتشر کردند که در آن فرض نبود مالیات شرکت تا اندازه‌ای تعدیل شد. تفاوت در شیوه عمل باعث شد که اهرم مالی منفعی را به وجود آورد و شرکت تشویق و ترغیب گردد از وام استفاده کند. در واقع این دو پژوهشگر ثابت کردند که اگر همه مفروضات آنها پذیرفته شود، باعث می‌شود شرایطی به وجود آید که ایجاب می‌کند صد در صد وجه مورد نیاز از محل وام تامین شود. (بریگام و همکاران، ۱۳۸۲)^۱. همچنین در این تحقیق سعی شده است تاثیر افزایش سرمایه بر ثروت سهامداران مورد بررسی قرار گیرد.

بنابراین یکی از تصمیماتی که همواره ثروت سهامداران را تحت تاثیر قرار می دهد، تصمیمات مربوط به تامین مالی، و به تبع آن افزایش سرمایه است. افزایش سرمایه اساساً از منابع زیر تامین می گردد:

(۱) مطالبات حال شده سهامداران فعلی شرکت

(۲) آورده نقدی

(۳) اندوخته ها و سود انباشته

(۴) صرف سهام

اعلامیه برگزاری مجمع فوق العاده برای تصویب افزایش سرمایه، به عنوان یک خبر مالی می تواند روی قیمت سهام و در نتیجه بر بازدهی آن تاثیر بگذارد. برای مثال شرکت های تازه تاسیس که سرمایه محدود و فرصت رشد مناسبی دارند، اگر اعلان کنند که پول مورد نیاز را از منابع خارجی تامین می نمایند، این خبر موجب نگرانی سرمایه گذاران نخواهد شد، در حالی که در شرکت هایی که به مرحله بلوغ یا اشباع رسیده اند و فرصت زیادی برای رشد ندارند، دادن چنین پیامی موجب نگرانی سرمایه گذاران خواهد شد (مایرز و ماجلوف ۱۹۸۴).^۲ بنابراین اگر چه اطلاعات نامتقارن بر همه شرکت ها اثر می گذارد، ولی میزان اثر آن در شرکت های مختلف متفاوت است. که در این تحقیق سعی شده است این اثرات در شرکت های مختلف مورد آزمون و بررسی قرار گیرد. افزایش سرمایه از محل انتشار سهام عادی، به عنوان یکی از راه های اساسی تامین مالی مورد نیاز شرکت ها همواره مورد استفاده قرار می گرفته است. با توجه به اینکه افزایش سرمایه شرکت ها تحت عوامل مختلف نظیر: اندازه شرکت، واریانس بازده سهم، میزان افزایش سرمایه و شرایط بازار، می تواند بار اطلاعاتی متفاوتی برای سرمایه گذاران به همراه داشته باشد. با تایید یا رد فرضیات این تحقیق می توان دریافت که کدام یک از عوامل مورد بررسی این تحقیق، به طور معنی داری بر بازده غیرعادی سهام، به هنگام افزایش سرمایه تاثیر دارند.

هدف از انجام این تحقیق ارائه تصویری کلی از اثرات افزایش سرمایه شرکت‌ها می باشد. بدین معنی که، آیا افزایش سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران همراه با بازده غیر عادی خواهد بود؟ و در صورت وجود چنین رابطه‌ای؛ عوامل موثر بر آن را شناسایی کرده و میزان تاثیر هر کدام از عوامل را تعیین نماییم.

مبانی نظری و پیشینه تحقیق

تحقیق حاضر دارای ۴ متغیر مستقل و به تبع آن چهار فرضیه به شرح زیر می باشد.

- ۱) عامل نسبت افزایش سرمایه به ارزش بازار شرکت^۳ اثر قابل ملاحظه‌ای بر بازده اضافی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.
- ۲) عامل بازده تجمعی بازار^۴ اثر قابل ملاحظه‌ای بر بازده اضافی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.
- ۳) عامل واریانس بازده روزانه سهام^۵ اثر قابل ملاحظه‌ای بر بازده اضافی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.
- ۴) عامل اندازه شرکت^۶ اثر قابل ملاحظه‌ای بر بازده اضافی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

لازم به ذکر است کلیه متغیرهای فوق برای دوره ۳۰+ و ۳۰- مورد محاسبه قرار گرفته است. و تنها متغیر وابسته تحقیق، میانگین بازده اضافی تجمعی سهام^۷ می باشد که برای دوره ۳۰ روزه قبل و بعد از تاریخ برگزاری مجمع فوق العاده محاسبه شده است.

مطالعات میکل سون و پارچ (۱۹۸۶)^۸ نشان داد که کاهش قیمت سهام وقتی که هدف از انتشار سهام تأمین مالی مخارج سرمایه گذاری اعلام می شود کمتر از آن است که هدف تأمین مالی مجدد بدهیها باشد. یافته های وی نشان داد که عرضه سهام عادی و اوراق قرضه قابل تبدیل که هدف از آنها تأمین مالی مجدد بدهی باشد، آثار منفی بر قیمت سهام دارد. ضمناً دن و میکل سون (۱۹۸۴)^۹ این فرضیه را بررسی کردند اما حمایت تجربی برای آن نیافتند. یافته های آنان مؤید این مطلب است که، هر قدر کاهش قیمت سهام به دنبال

عرضه سهام عادی به منظور تأمین مالی مخارج سرمایه گذاری کمتر باشد، نشان دهنده این امر می باشد که سرمایه گذاری تأثیر مطلوبی بر قیمت سهام دارد. این نتیجه واکنش قیمتی را برای اعلام مخارج سرمایه ای که توسط مک کونل و مسکارالا (۱۹۸۴)^{۱۰} گزارش شده بود نیز تأیید می کرد.

نظرات متفاوت در مورد تأثیر افزایش سرمایه بر قیمت و بازده سهام:

- (۱) طرفداران نظریه تاثیر مثبت: افزایش سرمایه باعث شکسته شدن قیمت سهام می شود، این امر باعث می شود سرمایه گذاران کوچک نیز توان خرید سهام داشته باشند. بنابراین تقاضا برای سهام افزایش یافته و منجر به افزایش قیمت سهام می گردد.
- (۲) طرفداران نظریه تاثیر منفی: طبق این نظریه عواملی که منجر به افت قیمت سهام پس از افزایش سرمایه می شود عبارتند:

الف- بالا بودن هزینه تامین مالی از طریق انتشار سهام عادی نسبت به سایر روشها

ب- صدور سهام جدید باعث بالا رفتن تعداد سهام شرکت شده که عرضه زیاد سهام را به همراه خواهد داشت

ج- فرضیه اطلاعات نامتقارن بیان می کند که خبر انتشار سهام جدید یک "خبر بد" محسوب می شود. چرا که انتظار می رود مدیران شرکت، به دلیل در دست داشتن اطلاعات محرمانه، تنها هنگامی اقدام به انتشار سهام جدید می نمایند که ارزش شرکت را بالای ارزش ذاتی برآورد نمایند.

- (۳) طرفداران نظریه عدم تاثیر: طبق این نظریه افزایش سرمایه و صدور سهام جدید هیچ تاثیری بر بازده و ثروت سهامداران ندارد. زیرا قیمت تئوریک سهم، متناسب با میزان صدور سهم جدید تغییر می کند.

فرضیات ارائه شده در خصوص افزایش سرمایه، مطابق تحقیقات خارجی انجام شده:
 ۱- فرضیه علائم جریان نقدی آزاد^{۱۱}:

طبق مدل میلر و راک (۱۹۸۵)^{۱۲} واکنش قیمت سهام به تأمین مالی جدید به جریان نقدی آزاد و ارزیابی بازار از جریان نقدی آزاد و فرصت های رشد شرکت بستگی دارد. این فرضیه چنین بیان می دارد که اطلاعاتی های تغییرات سرمایه نظیر عرضه حق تقدم، تجزیه سهام و سهام جایزه در بردارنده اطلاعاتی در ارتباط با جریان نقدی آتی می باشد. در حالت کلی هدف از تأمین مالی جدید یا تأمین کمبود نقدینگی است و یا تأمین مالی سرمایه گذاری در پروژه های سودآور. بنابراین واکنش قیمت سهام به تأمین مالی جدید بستگی به ارزیابی بازار از احتمال دو سناریو دارد؛ یکی کمبود نقدینگی و دیگری تأمین مخارج سرمایه گذاری. انتظار می رود بازار برای شرکت هایی که به مرحله بلوغ رسیده اند سناریو کاهش و کمبود نقدینگی را منظور نماید. اما برای شرکت های رو به رشد سناریو تأمین مالی پروژه های سرمایه گذاری را در نظر بگیرد. از طرفی در انتشار حق تقدم از آنجایی که سهام جدید بایستی توسط سهامداران فعلی پذیره نویسی شود لذا با انتشار و پذیره نویسی حق تقدم، سهامداران اعتماد خود را نسبت به آینده شرکت اعلام می دارند. در تحقیقات خارجی به عمل آمده، در بازار استرالیا، توسط جانسون و توماس مییر (۲۰۰۲)^{۱۳} این فرضیه رد گردید. همچنین در یافته های تسانگاراکیس (۱۹۹۶)^{۱۴} که در یونان انجام گردیده است، این فرضیه رد گردیده است. اما در تحقیقات به عمل آمده در آمریکا توسط لودرر، کانی و دارنن (۱۹۹۱)^{۱۵} این فرضیه تأیید گردیده است.

۲- فرضیه اثر فشار قیمتی^{۱۶}:

اسکولز (۱۹۷۲)^{۱۷} عرضه سهام اولیه و ثانویه را در بازار سهام ایالات متحده مورد بررسی قرار داد و فرضیه خود را بر مبنای تاثیرات فشار قیمتی بنا نهاد. فرضیه فشار قیمتی بیان می کند که افزایش عرضه سهام، ضمن در نظر گرفتن سطح تقاضای ثابت، موجب کاهش قیمت سهام خواهد گشت. بنابراین تحت این فرضیه می توان واکنش قیمت سهام را در ارتباط با نسبت اندازه عرضه سهام جدید به ارزش بازار شرکت، مورد بررسی و



آزمون قرار داد. شواهد ناشی از بررسی های به عمل آمده در این خصوص متفاوت و گاهاً متناقض می باشد.

در تحقیقی که در استرالیا توسط جانسون و توماس مییر (2002) انجام گردید، این فرضیه رد گردید. و در تحقیقی که در یونان توسط تسانگاراکیس (1996) در یونان انجام گردید، این فرضیه تأیید شد.

۳- فرضیه اثر انتقال ثروت^{۱۸}:

ماسلیس و کوروار (۱۹۸۶)^{۱۹} دریافتند که یک رابطه منفی بین بازده اضافی و نسبت بدهی به سرمایه، در طول دوره اطلاعاتی مرتبط با عرضه حق تقدم می باشد. بنابراین به هنگام افزایش سرمایه و عرضه سهام جدید، توسط شرکتی که نسبت بدهی آن کاهش می یابد، چنین انتظار می رود که قیمت سهام آن دارای واکنش منفی بوده و منجر به بازده غیر عادی منفی شود. فرضیه انتقال ثروت بیان می دارد که به هنگام عرضه سهام جدید، نسبت بدهی و اهرم مالی کاهش یافته و این امر منجر به انتقال ثروت از سهامداران به وام دهندگان خواهد شد.

در تحقیقات خارجی به عمل آمده در این خصوص، در بازار استرالیا، توسط جانسون و توماس مییر (۲۰۰۲) این فرضیه تأیید گردید. در تحقیقی که در آمریکا توسط اکبو و ماسلیس (1992)^{۲۰} انجام شده است، این فرضیه تأیید گردیده است. همچنین تحقیقات به عمل آمده در نیوزیلند، توسط مارسدن (2000)^{۲۱} نیز مبنی بر تأیید این فرضیه بوده است. اما در تحقیقات به عمل آمده توسط تسانگاراکیس (۱۹۹۶) در یونان و تحقیقات انجام شده توسط تان، چنج و تانگ (2002)^{۲۲} در سنگاپور این فرضیه رد گردیده است.

تحقیق‌های داخلی:

اگر چه در سطح داخل تحقیقاتی که تا کنون در رابطه با افزایش سرمایه صورت گرفته بسیار می باشند، اما در خصوص تأثیر افزایش سرمایه بر بازده اضافی سهام، هنوز تحقیقات

دامنه‌دار و وسیعی صورت نگرفته است. و تنها مواردی که تا حدودی مرتبط با موضوع تحقیق بوده اند، عبارتند از:

در تحقیقی که توسط جواد احمدی (دانشگاه شهید بهشتی، ۱۳۸۵) صورت گرفته، تلاش شده است، ابعاد مختلف افزایش سرمایه و عوامل اثرگذار بر تعیین قیمت باز شدن سهم پس از افزایش سرمایه و نیز وجود یا عدم وجود ارتباط بین کشش قیمتی تقاضا برای سهم و تغییرات قیمت سهم، شناسایی شود.

ابوالفضل میرزایی (دانشگاه شهید بهشتی، ۱۳۸۴) آثار ناشی از روشهای افزایش سرمایه بر قیمت و حجم معاملات سهام شرکت‌های پذیرفته شده را مورد تحقیق قرار داده است. قلمرو زمانی این تحقیق نیز از ابتدای سال ۱۳۷۷ تا پایان تیر ماه ۱۳۸۳ بوده است.

این تحقیق با استفاده از روش توصیفی انجام شده است. و مبتنی بر اطلاعات واقعی بازار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. آزمون آماری استفاده شده در این تحقیق، آزمون تحلیل واریانس یک عامله بوده است که در آن، به بررسی وجود یا عدم تفاوت معنا دار بین بیش از دو میانگین نمونه ای پرداخته شده است. با توجه به تحقیقات انجام شده در خصوص تاثیر افزایش سرمایه بر روی بازده اضافی، می‌توان گفت نتایج تحقیقات انجام یافته در خصوص افزایش سرمایه متفاوت و گاهی متناقض می باشد.

روش‌شناسی تحقیق

تحقیق حاضر به روش استقرایی (جزء به کل) می باشد. زیرا در این تحقیق با استفاده از یک سری مشاهدات که نمونه ای از جامعه هستند، یک مدل برای کل جامعه به دست آورده ایم.

تحقیق حاضر در قالب یک رویداد سنجی^{۳۳} انجام شده است. که در آن تاریخ رویداد (زمان صفر) برابر روز برگزاری مجمع فوق العاده برای تصمیم گیری در خصوص افزایش سرمایه، می باشد.

داده های تحقیق

کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، که در خلال سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ افزایش سرمایه داده‌اند به عنوان کل جامعه آماری این تحقیق استفاده شده است. جامعه آماری تحقیق بالغ بر ۲۵۴ مورد افزایش سرمایه می باشد. که به علت غربال نمودن، جامعه آماری باقی مانده بالغ بر ۱۲۰ مورد گردیده است. برای انجام تحقیق حاضر از مراحل زیر پیروی شده است:

مرحله اول: گردآوری داده ها و آمار توصیفی داده ها.

مرحله دوم: آزمون نیکویی برازش برای بررسی نرمالیتی متغیر وابسته. نظیر: آزمون کای-دو، نمودار بافت نگار و نمودارهای p-p plot.

مرحله سوم: استخراج مدل رگرسیونی و آزمون های خود همبستگی و هم خطی برای بررسی عدم رابطه خود همبستگی و هم خطی متغیرهای مستقل

مرحله چهارم: آزمون معنی دار بودن ضرایب مدل رگرسیونی استخراج شده و در نهایت انجام بررسی کفایت مدل، با استفاده از نمودار پراکنش داده ها^{۲۴} و نمودار مانده ها در مقابل مقادیر پیش بینی.

یافته های پژوهش

نتایج توصیفی

آمار توصیفی نمونه ها از قبیل میانگین، واریانس و غیره در جدول ۱ ارائه گردیده است:

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CAAR	96	-.02	.02	-.0002	.00594
PROMV -1	96	-10.202	-.158	-2.15007	1.359971
SIZE -1	96	4E+010	2E+013	2E+012	3.951E+012
VAR	96	.000	.025	.00177	.002912
MCR-30,+30	96	-.296	.168	-.05513	.086541

جدول شماره ۱



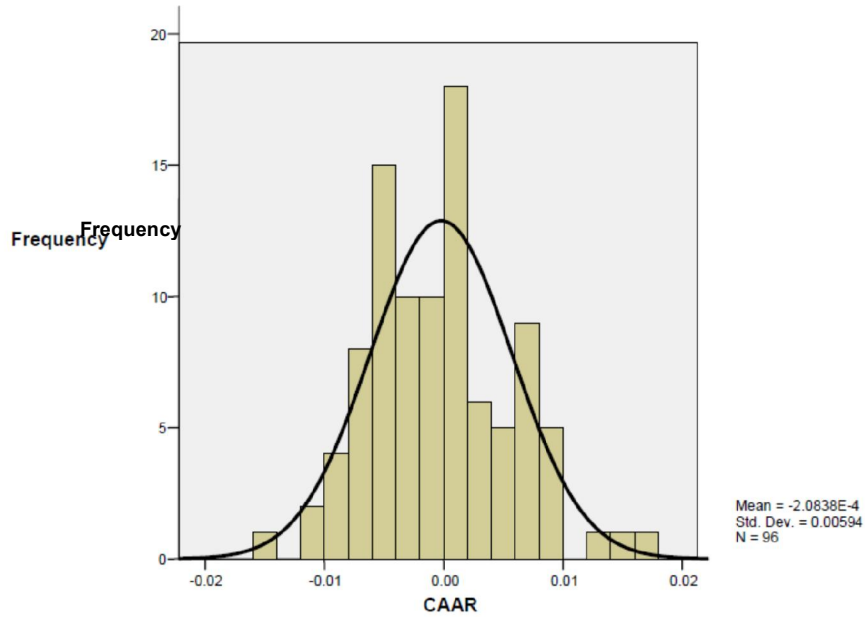
آزمون کای-دو:

	CAAR-30,+30
Chi-Square ^a	.000
df	95
Asymp. Sig.	1.000

جدول شماره ۲

جدول فوق آزمون نرمال بودن مشاهدات برابر مبنای آزمون کای - مربع انجام می دهد. که چون $\chi^2_{1-\alpha,2} < 0 = \chi^2$ پس فرض نرمال بودن مشاهدات پذیرفته می شود.

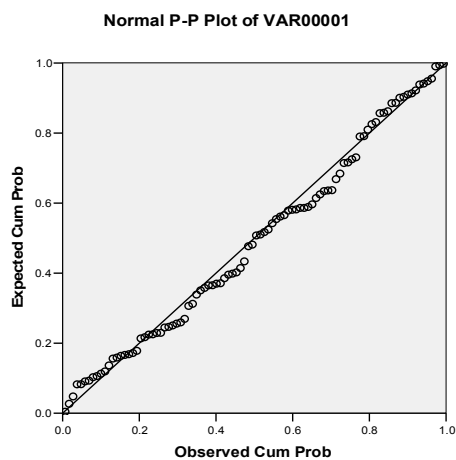
نمودار بافت نگار:



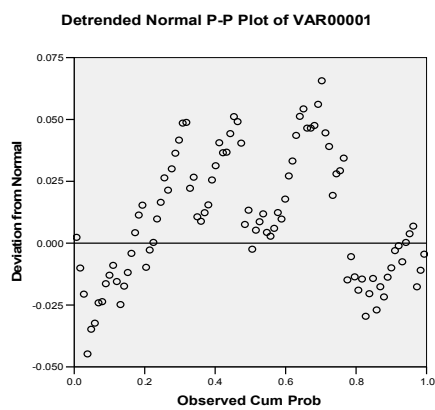
نمودار شماره ۱

این نمودار نشان دهنده مشاهدات وابسته و نمودار نرمال پیش فرضی می باشد که بر روی هم نشان دهنده انحراف جدی متغیر وابسته از نرمالیتی نمی باشد.

نمودار p-p plot:



نمودار شماره ۲



نمودار شماره ۳



دو نمودار بالا، بیانگر مشاهدات درمقابل زمان هستند که از آنها برای نمایش نرمالیتی متغیر وابسته استفاده می شود.

آزمون خود همبستگی:

در این قسمت ابتدا جدول خلاصه وضعیت مدل ارائه می گردد، این جدول معرف ویژگیهای کلی مدل می باشد. و همانگونه که مشاهده می شود ضریب تعیین مدل ۱۲,۲ درصد می باشد، بدین معنی که ۱۲/۲ درصد از تغییرات ACCR به وسیله متغیرهای مستقل وارد شده در مدل قابل تبیین است.

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.349 ^a	.122	.083	.00569	2.092

a. Predictors: (Constant), MCR-30,+30, VAR, PROMV -1, SIZE -1

b. Dependent Variable: CAAR

جدول شماره ۳

آماره دوربین واتسون در جدول فوق ۲/۰۹۲ بدست آمده است و به دلیل نزدیک بودن این رقم به عدد ۲، فرض نا همبسته بودن خطاهای رگرسیون پذیرفته می شود.

آزمون هم خطی

در این تحقیق و به منظور بررسی استقلال متغیرهای مستقل در الگوی رگرسیون از روش مقادیر ویژه و ریشه های مشخصه در تشخیص همخطی حاد در مدل استفاده شده است. بر این اساس با ارائه جدول تشخیص واریانس و به کارگیری رویه مشروح در قسمت قبل به بررسی استقلال متغیرهای مستقل اقدام گردید.

Collinearity Diagnostics

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions			
				PROMV -1	SIZE -1	VAR	MCR-30 +30
1	1	2.934	1.000	.02	.04	.03	.04
	2	.791	1.925	.00	.26	.61	.01
	3	.677	2.082	.00	.25	.05	.73
	4	.458	2.531	.17	.45	.23	.19
	5	.140	4.586	.80	.00	.08	.03

a. Dependent Variable: CAAR-30,+30

جدول شماره ۴

در جدول فوق در ستون شاخص وضعیت^{۲۰} هیچ عددی فراتر از رقم ۳۰ نمی باشد؛ بنابراین هیچ گواهی برای وجود هم خطی در بین متغیرها وجود ندارد.

آزمون فرضیه‌ها:

فرضیه	شرح مختصر	نوع آزمون به کار رفته	نتیجه آزمون
فرضیه اول	اثرگذاری PROMV بر بازده غیرعادی	آزمون t	دلیلی برای تأیید آن وجود ندارد
فرضیه دوم	اثرگذاری MCR بر بازده غیرعادی	آزمون t	دلیلی برای تأیید آن وجود ندارد
فرضیه سوم	اثرگذاری VAR بر بازده غیرعادی	آزمون t	تأیید
فرضیه چهارم	اثرگذاری SIZE بر بازده غیرعادی	آزمون t	دلیلی برای تأیید آن وجود ندارد

جدول شماره ۵

فرضیه اول: این فرضیه در واقع به معنی آزمون فرضیه اثر فشار قیمتی می باشد. که طبق آن واکنش قیمت سهام در ارتباط با نسبت اندازه عرضه سهام جدید به ارزش بازار شرکت، منفی می باشد، بدین معنی که با افزایش عرضه سهام با توجه به سطح ثابت تقاضای سهام، موجب کاهش بازده سهم می گردد. نتیجه تحقیقی که توسط میرزایی (۱۳۸۴، دانشگاه شهید بهشتی) انجام شد، نشان دهنده رابطه معکوسی بین درصد افزایش

سرمایه و درصد تغییرات قیمت سهام بود. لازم به ذکر است در این تحقیق به همه روشهای افزایش سرمایه توجه شده بود. و دوره زمانی مورد بررسی آن دقیقاً "قبل از دوره زمانی مورد بررسی تحقیق حاضر بوده است.

نتایج تحقیقات به عمل آمده در سایر کشورها به منظور آزمون این فرضیه به شرح ذیل بوده است:

در تحقیقی که در استرالیا توسط جانسون و توماس مییر (۲۰۰۲) انجام گردید این فرضیه رد گردید. و در تحقیقی که در یونان توسط تسانگاراکیس (۱۹۹۶) انجام گردید این فرضیه تأیید شد.

فرضیه دوم: با توجه به نتایج به دست آمده این فرضیه، تاثیر گذاری عامل بازده تجمعی بازار بر متوسط بازده غیرعادی تجمعی به هنگام افزایش سرمایه تأیید نشده است. در این خصوص نیز هیچ تحقیق داخلی صورت نگرفته و نتایج به دست آمده در بازار سهام استرالیا توسط جانسون و توماس مییر (۲۰۰۲) مبنی بر تأیید این فرضیه بوده است.

فرضیه سوم: از بین تمامی فرضیه های تحقیق، تنها فرضیه سوم مورد تأیید قرار گرفت. بدین مفهوم که عامل واریانس بازده روزانه سهام با سطح اطمینان ۹۵٪ بر بازده غیرعادی سهام تاثیر قابل ملاحظه ای دارد. که با توجه ضریب این متغیر در مدل رگرسیونی به دست آمده، رابطه مثبتی با متوسط بازده غیرعادی تجمعی دارد. بنابراین، می توان چنین بیان نمود که در طی دوره مورد بررسی، به هنگام افزایش سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، با افزایش نسبی واریانس بازده روزانه سهام، بازده غیرعادی تجمعی سهام نیز افزایش یافته است. نتایج بدست آمده در تحقیق احمدی (۱۳۸۵)، دانشگاه شهید بهشتی (نیز بیانگر عدم تأیید رابطه منفی بین کشش قیمتی تقاضا و واریانس بازده روزانه سهام بوده است. این امر نشان دهنده عدم رابطه یا وجود رابطه مثبت بین دو متغیر می باشد، که در تحقیق ما وجود رابطه مثبت تاثیر گذار تأیید شد. نتایج تحقیقات جانسون و توماس مییر (۲۰۰۲) نیز مبنی بر عدم تأیید این فرضیه، در بازار سهام استرالیا بوده است.

فرضیه چهارم: این فرضیه نیز به منزله آزمون فرضیه علائم جریان نقدی آزاد بوده است. طبق این فرضیه عامل اندازه شرکت‌ها می‌تواند اثر معنی داری بر بازده غیرعادی سهام، به هنگام افزایش سرمایه شرکت‌ها داشته باشد، که با توجه به نتیجه بدست آمده، فرضیه چهارم مورد تأیید قرار نمی‌گیرد. نتایج تحقیق احمدی نیز بیانگر عدم تأیید رابطه منفی بین کشش قیمتی تقاضا و اندازه شرکت بوده است. این امر نشان دهنده عدم رابطه یا وجود رابطه مثبت بین دو متغیر می‌باشد، که در تحقیق ما نیز تاثیر گذاری متغیر اندازه شرکت بر بازده غیرعادی تأیید نشد. در تحقیقات خارجی به عمل آمده، در بازار استرالیا، توسط جانسون و توماس میبر (۲۰۰۲) این فرضیه رد گردید. همچنین در یافته‌های تسانگاراکیس (۱۹۹۶) که در یونان انجام گردیده است، نیز رد گردیده است. اما در تحقیقات به عمل آمده در آمریکا توسط لودرر، کانی و دارنن (۱۹۹۱) این فرضیه تأیید گردید.

نتیجه‌گیری و بحث:

همواره یکی از روشهای تامین مالی شرکت‌ها افزایش سرمایه می‌باشد که با دارا بودن محتوای اطلاعاتی می‌تواند منجر به بازدهی غیر عادی سهام گردد. در تحقیقی که به عمل آمد چهار عامل نسبت افزایش سرمایه بر ارزش بازار سهام شرکت، میزان نوسان بازده روزانه سهام، اندازه شرکت (ارزش بازار سهام منتشره شرکت) و بازده تجمعی بازار به هنگام افزایش سرمایه که به طور بالقوه می‌توانند منجر به بازده غیرعادی سهام منجر شوند، مورد بررسی و شناسایی قرار گرفت. نمونه تحقیق شامل ۹۶ مورد افزایش سرمایه از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده که به روش نمونه‌گیری ساده انتخاب گردیده‌اند. این تحقیق در بر گیرنده دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ می‌باشد. با توجه به آزمون فرضیات و نتایج حاصل از آنها، می‌توان نتیجه تحقیق را به این صورت بیان نمود.

- ۱) عامل نسبت افزایش سرمایه به ارزش بازار شرکت اثر قابل ملاحظه ای بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ندارد.
- ۲) عامل بازده تجمعی بازار اثر قابل ملاحظه ای بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ندارد.
- ۳) عامل واریانس بازده روزانه سهام اثر قابل ملاحظه ای بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.
- ۴) عامل اندازه شرکت اثر قابل ملاحظه ای بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ندارد.

پیشنهادات اجرایی حاصل از نتایج تحقیق

الف) در حال حاضر در مورد اکثر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، زمان بین تشکیل مجمع عمومی فوق العاده در خصوص تصویب افزایش سرمایه و زمان اجرای افزایش سرمایه، فاصله زمانی زیادی وجود دارد. و این خود منجر به سفته بازی‌هایی می‌گردد که باعث افزایش یا کاهش کاذب قیمت سهام می‌شود. بنابراین مطابق با نتیجه فرضیه اول و دوم پیشنهاد می‌گردد، تاریخ تصمیم‌گیری در مورد افزایش سرمایه و اجرای افزایش سرمایه کوتاه‌تر گردد.

ب) با توجه به نتایج به دست آمده از فرضیه سوم به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود، برای اعمال دقیق‌تر تعیین قیمت سهام توسط مکانیزم عرضه و تقاضا، نماد معاملاتی شرکت‌ها پس از افزایش سرمایه به مدت حداقل یک هفته محدودیت نوسان قیمت را نداشته باشد.

یادداشت‌ها

- 1 -Brigham, Gapenski , Daves
- 2 Myers, Majluf
- ³ PROMV (+30 , -30)
- 4 MCR (+30 , -30)
- 5 VAR (+30 , -30)
- 6 SIZE (+30 , -30)
- 7 CAAR (+30 , -30)
- ⁸ Michelso, March
- ⁹ Michelson, Dan
- ¹⁰ Mc Conel, Meskar
- ¹¹ Announcement Effects
- ¹² Miller, Rock
- ¹³ Johnson, Thomas
- ¹⁴ Tsangarakis
- ¹⁵ Loderer,Cooney, Drunen
- ¹⁶ Price Pressure Effects
- ¹⁷ Scholes
- ¹⁸ Wealth Transfer Effects
- ¹⁹ Masulis, Korwar
- ²⁰ Eckbo, Masulis
- ²¹ Marsden
- ²² Tan, Chng, Tong
- 23 Event Study
- 24 Scatter plot
- 25 Condition Index

فهرست منابع

- ۱) بری گام، اوجین اف و همکاران(۱۳۸۲)، مدیریت مالی میانه، ترجمه علی پارسایان، تهران: انتشارات آژنگ، چاپ اول ، صفحه ۵۶۹-۶۱۲.
- ۲) فردستون، بریگام (۱۳۷۸) مدیریت مالی، ترجمه حسین عبده تبریزی، مشیرزاده مویدی، پرویز، تهران: انتشارات آگاه.
- 3) Ariff,M , Finn,J.(1989). "Announcement Effects and Market Efficiency in a Thin Trading Market". Asia Pacific Journal of Managemrnt . vol .6,pp.243-256
- 4) Banz , R.W .(1981)."The relationship between return and market value off common stocks, "Jornal of Financial Economics"9,pp.3-18



- 5) Byrne , Peter , Lee , Stephen ,” Different Risk Measures: Different Portfolio Compositions ? “ , A Paper Presented At The 11th Annual European Real Estate Society (ERES) Meeting , June, 2004
- 6) Deyou Hou ,J , Meyer,T.O.(2001)."Shareholder Wealth Effects of Right Issues in the Australian Stock Market".Department of Commerce Massey University research. pp 46
- 7) Dhatt,M.s.,Kim,Y.H. , Mukherji,S.(1996). "Seasoned Equity Issues: The Korean Experience ",Pacific-Basin Finance Journal.vol.4,pp.31-43
- 8) Dimson ,E., Marsh,P.(1986). "Event Study Methodologies and the Size Effect: The Case of UK Press Recommendation ".Journal of Financial Economics. vol.19,pp.113-142
- 9) Fama,E.F.,Fisher,L.,Jensen,M.C.,&Roll,R.(1969) "The Adjustment of Stock Price to New Information". International Economic Review.vol.10,pp.1-21
- 10) Fishburn, Peter C (1977). "Mean-Risk Analysis With Risk Associated With Below-Target Returns," American Economic Review, v 67(2), 116-126.
- 11) Harlow, W. V. and Ramesh K. S. Rao (1989). "Asset Pricing In A Generalized Mean-Lower Partial Moment Framework: Theory And Evidence," Journal of Financial and Quantitative Analysis, v 24(3), 285-312.
- 12) Mirta , Gautam , Kyriakis , Triphonas , Lucas , Cormac , Pirbhai , Mehndi , “ A Review of Portfolio Planning Models and Systems “ , CARISMA Brunel University
- 13) Myers ,S.C , and Majluf, N. ,(1984)."Corporate Financing and Investment Decision when Firms have Information That Investors Do Not have".Journal of Financial Economics 13,pp 187-221
- 14) Nantell, Timothy J. and Barbara Price (1979). "An Analytical Comparison Of Variance And Semivariance Capital Market Theories," Journal of Financial and Quantitative Analysis, v 14(2), 221-242.
- 15) Rajan , R., & Zingales, L.(1995)."what do we know about capital structure? Some evidence from international data" The Journal of Finance , 50,pp.1421-1460