

## The Effect of Capital Raising Goal Announcement on Stock Price Changes around the E.G.M Dates<sup>1</sup>

Ebrahim Abbasi<sup>2</sup>, Ghazal Abbasi<sup>3</sup>, Emaad Kosha<sup>4</sup>, Asghar Assadi<sup>5</sup>

Received: 2022/07/01

Accepted: 2022/12/04

Research Paper

### Abstract

This study aims to investigate the effect of capital raising on equity price changes around the extraordinary general meetings (E.G.M) dates. In this study, the price effects of four capital raising methods including stock right, stock dividend, a combination of these two, and assets reevaluation surplus, separating three corporate goals from the capital raising including corporate development plan, financial structure reform, and participation in raising capital by capable firms were examined.

This study was conducted on 287 firms in Tehran Stock Exchange. Statistical society during the four years from 2015 to 2019 years. The research methodology is event analysis which is measured by the descriptive statistic of theoretical price and adjusted returns by the TEPIX index.

The result of this study shows that the difference between the theoretical price average and mean close price after the E.G.M dates for stock dividend, stock right, and assets reevaluation surplus is positive. The highest average theoretical return belongs to the participation goal in capital-raising capable firms for a combination of stock right and stock dividend, financial structure reform for reevaluation, and development of the firm in stock dividend.

In the case of a stock dividend and assets reevaluation, the difference between the theoretical average price and average close price after E.G.M and also the average theoretical return is increasing when the capital raising percentage goes up. In addition, the daily return adjusted by TEPIX on the four ways of capital raising and separating corporate goals is not zero around the E.G.M dates

**Keywords:** Stock Return, Capital raising, Stock Right, stock dividend, Assets Reevaluation Surplus.

**JEL Classification:** G32, G35, E44.

1. DOI: 10.22051/JERA.2022.38126.2954

2. Professor, Department of Management, Faculty of Social Science and Economics, Alzahra University, Tehran, Iran, (Corresponding Author). (abbasibrahim2000@Alzahra.ac.ir).

3. Master of accounting, Department of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Aliabad Katoul Branch, Islamic Azad University, Aliabad Katoul, Iran. (ghazalabbasi97@gmail.com).

4. Ph.D. Student, Department of Financial Management, Faculty of Management, Qazvin Branch, Islamic Azad University, Qazvin, Iran. (emadkoosha92@gmail.com).

5. Assistant Professor, Department of accounting, faculty of management and accounting, Shahryar Branch, Islamic Azad University, Shahryar, Iran. (asgharasadi@shria.ac.ir).

## تأثیر اعلام هدف شرکت‌ها از افزایش سرمایه بر تغییرات قیمت سهام در روزهای پیرامون مجامع<sup>۱</sup>

ابراهیم عباسی<sup>۲</sup>، غزال عباسی<sup>۳</sup>، عماد کوشا<sup>۴</sup>، اصغر اسدی<sup>۵</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۴/۱۰

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۹/۱۳

مقاله پژوهشی

### چکیده

هدف از این مطالعه بررسی تأثیر اعلام هدف از افزایش سرمایه شرکت‌ها بر تغییرات قیمت سهام در پیرامون مجامع است. در این پژوهش اثرات قیمتی چهار روش افزایش سرمایه شامل حق تقدم، سهام جایزه، ترکیبی از این دو و روش و مازاد تجدید ارزیابی دارایی‌ها به تفکیک سه هدف شرکت‌ها از اعلام افزایش سرمایه شامل طرح توسعه شرکت، اصلاح ساختار مالی و مشارکت در افزایش سرمایه شرکت‌های سرمایه‌پذیر مورد بررسی قرار گرفت. این پژوهش روی جامعه شامل ۲۸۷ شرکت - سال به عنوان گروه آزمایش طی دوره چهار ساله ۱۳۹۴ الی ۱۳۹۷ انجام شده و شرکت‌ها نمونه‌گیری نشده‌اند. روش پژوهش تحلیل رویدادی است که به روش آمار توصیفی بازده‌های توریک و بازده تعدیل شده با شاخص کل اندازه‌گیری شده است. در این پژوهش از داده‌های تفاضلی و به روش مقایسه‌ای بازده‌های واقعی با بازده‌های توریک بررسی شده است. نتایج این پژوهش نشان داد که اختلاف میانگین قیمت توریک از میانگین قیمت پایانی روز معاملاتی بعد از مجامع در روش‌های سهام جایزه، حق تقدم و مازاد تجدید ارزیابی دارایی‌ها مثبت است. بالاترین متوسط بازده توریک متعلق به شرکت‌هایی است که هدف خود را مشارکت در افزایش سرمایه شرکت‌های سرمایه‌پذیر برای روش ترکیبی از حق تقدم و سهام جایزه، هدف اصلاح ساختار مالی برای روش تجدید ارزیابی دارایی‌ها و هدف طرح توسعه شرکت در روش سهام جایزه اعلام کرده بودند. در مورد سهام جایزه و تجدید ارزیابی دارایی‌ها با بالا رفتن درصد افزایش سرمایه اختلاف میانگین قیمت توریک از میانگین قیمت اولین روز معاملاتی بعد از مجامع و همچنین متوسط بازده توریک افزایش می‌یابد. به علاوه بازده روزانه تعدیل شده با شاخص کل در چهار روش افزایش سرمایه و به تفکیک اهداف شرکت‌ها، در روزهای پیرامون مجامع صفر نیست.

**واژه‌های کلیدی:** بازده سهام، افزایش سرمایه، حق تقدم، سهام جایزه، مازاد تجدید ارزیابی دارایی‌ها.

طبقه بندی موضوعی: G32, G35, E44.

DOI: 10.22051/JERA.2022.38126.2954

۱. استاد، گروه مدیریت، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد، دانشگاه الزهراء، تهران، ایران. (نویسنده مسئول). (abbasiebrahim2000@Alzahra.ac.ir).

۲. کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، واحد علی آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی آباد کتول، ایران. (ghazalabbasi97@gmail.com).

۳. دانشجوی دکتری، گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران. (emadkoosha92@gmail.com).

۴. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، واحد شهریار، دانشگاه آزاد اسلامی، شهریار، ایران. (asgharasadi@shria.ac.ir).

۵. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، واحد شهریار، دانشگاه آزاد اسلامی، شهریار، ایران. (asgharasadi@shria.ac.ir).

https://jera.alzahra.ac.ir

## مقدمه

معمولاً سازمان بورس به عنوان نهاد ناظر بر بازار سرمایه قبل از صدور مجوز افزایش سرمایه از ناشرین می‌خواهد در اظهارنامه افزایش سرمایه درصد، دلیل، هدف از افزایش سرمایه، محل تامین مالی و نوع مصارف وجوه را اعلام نمایند. افشای این نوع اطلاعات در سامانه کدال برای فعالان بازار سرمایه حایز اهمیت است. زیرا روی تصمیمات سرمایه‌گذاران برای خرید یا فروش و مشارکت در تامین مالی شرکت‌ها موثر است. در نتیجه روی واکنش قیمتی بازار سهام و میزان بازده در روزهای قبل و بعد از تاریخ برگزاری مجامع تأثیر دارد. علاوه ادبیات مالی نشان می‌دهد که اظهار نوع هدف شرکت‌ها از افزایش سرمایه می‌تواند بر بازده سهامداران در روزهای قبل و بعد از افزایش سرمایه تأثیر بگذارد. از این رو در این پژوهش تأثیر هدف شرکت‌ها از افزایش سرمایه شامل: ۱- طرح توسعه شرکت، ۲- اصلاح ساختار مالی و ۳- مشارکت در افزایش سرمایه شرکت‌های سرمایه‌پذیر جدید را که از چهار محل الف) انتشار حق تقدم، ب) انتشار سهام جایزه، ج) انتشار ترکیبی از حق تقدم و جایزه و د) مازاد تجدید ارزیابی دارایی‌ها صورت می‌گیرد بر تغییرات قیمت سهام پیرامون روزهای قبل و بعد از تاریخ مجامع بررسی شده است. مساله پژوهش و سوال اصلی این پژوهش این است که آیا نوع اظهار و اعلام شرکت‌ها از هدف افزایش سرمایه به سازمان بورس بر بازده قیمتی و بازده ناشی از قیمت تئوریک این گونه شرکت‌ها در روزهای پیرامون برگزاری مجامع عمومی فوق‌العاده شرکت‌ها چقدر تأثیر دارد؟ نوآوری و دانش افزایی این مقاله در این است که همه شرکت‌های بورسی و فرابورسی بر حسب هدف از افزایش سرمایه تفکیک شدند و اثرات اعلام هدف از افزایش سرمایه بر بازده قیمتی و بازده ناشی از قیمت تئوریک مطالعه شده است.

هدف شرکت‌ها از افزایش سرمایه در این پژوهش به پنج دسته زیر تقسیم می‌شود:

- ۱- محاسبه اختلاف میانگین قیمت تئوریک از میانگین قیمت اولین روز معاملاتی بعد از مجامع در چهار روش افزایش سرمایه و به تفکیک اهداف شرکت‌ها.
- ۲- محاسبه متوسط بازده تئوریک در چهار روش افزایش سرمایه و به تفکیک اهداف شرکت‌ها در روزهای پیرامون مجامع.
- ۳- محاسبه اختلاف میانگین قیمت تئوریک از میانگین قیمت اولین روز معاملاتی بعد از مجامع در چهار روش افزایش سرمایه و به تفکیک درصد افزایش سرمایه.
- ۴- محاسبه متوسط بازده تئوریک در چهار روش افزایش سرمایه و به تفکیک درصد افزایش سرمایه در روزهای پیرامون مجامع.

۵- محاسبه بازده روزانه تعدیل شده با شاخص کل در چهار روش افزایش سرمایه و به تفکیک اهداف آن شرکت‌ها.

در این مقاله ابتدا مبانی نظری و پیشینه‌های پژوهش بیان شده و بعد فرضیه‌ها و روش شناسی پژوهش معرفی شده است. سپس تجزیه و تحلیل داده‌ها و یافته‌ها بیان شده و نتایج و پیشنهادهاى اجرایی برای بهره برداری سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه و تحقیقات آتی ارائه شده است.

### مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

هدف مدیریت هر واحد تجاری به حداکثر رساندن ثروت سهامداران و ارزش شرکت است. پس شرکت‌ها به دنبال روشی برای تأمین مالی هستند که هزینه سرمایه را به حداقل برساند و هنگامی که این منابع به سمت پروژه‌های پر بازده و با ریسک کمتری هدایت شوند می‌توان گفت که به شکل بهینه تخصیص یافته‌اند. از این رو شرکت‌ها اهداف مختلفی از تأمین مالی دارند که می‌تواند بر بازدهی سهامداران اثر گذار باشد. طبق فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی مدیران در رابطه با آینده شرکت از اطلاعاتی برخوردارند که سرمایه‌گذاران فاقد آن اطلاعات هستند. یعنی مدیران شرکت‌ها در مقایسه با سرمایه‌گذاران از اطلاعات بیشتر و بهتری برخوردار می‌باشند. در دنیای عدم تقارن اطلاعاتی، سرمایه‌گذاران سعی دارند تا از روی تصمیمات مدیریت، مثلاً تصمیم برای افزایش سرمایه بفهمند که پروژهای شرکت ارزش فعلی خالص مثبتی دارند یا منفی؟ (عباسی، ۱۳۸۳: ۳۵۷)

طبق فرضیه فشار قیمتی افزایش سرمایه قیمت سهام عادی را کاهش می‌دهد. این فرضیه تنزل موقتی قیمت سهام را بعد از مجمع پیش بینی می‌کند. طبق این فرضیه هر قدر درصد افزایش سرمایه بیشتر شود در زمان عرضه سهام جدید تنزل بیشتری در قیمت سهام مشاهده می‌شود (جهانخانی و عباسی ۱۳۷۹). در ادبیات مالی دو نوع تفسیر از فرضیه فشار قیمت وجود دارد: در تفسیر اول میان قیمت سهام و تعداد آن رابطه منفی وجود دارد. طبق این فرضیه اعلام افزایش سهام باعث کاهش دائمی قیمت سهام می‌شود. تفسیر دوم درباره اثرات قیمتی موقت است. اثرات موقتی قیمت سهام عرضه شده اولین بار توسط اسکولز<sup>۱</sup> (۱۹۷۲) و میکلسون و پارچ<sup>۲</sup> (۱۹۸۶) بررسی شد. طبق فرضیه فشار قیمتی، قیمت سهام در روزهای پیرامون اعلام افزایش سرمایه تحت تأثیر قرار نمی‌گیرد. فرضیه فشار قیمتی از طریق بررسی رابطه میان قیمت و تغییرات در حجم عرضه

1. Scholes

2. Mikkelsen and Partch

سهام جدید آزمون می‌شود. در پژوهش اسکولز (۱۹۷۲)، مارش<sup>۱</sup> (۱۹۷۹) و هس و فراست (۱۹۸۲) آنها بین قیمت و حجم عرضه رابطه منفی نیافتند. در حالیکه آسکوئیت و مولنیز (۱۹۸۶)، ماسولیز و کراور (۱۹۸۶) و لودرو زیممن<sup>۳</sup> (۱۹۸۸) یک رابطه منفی بین قیمت و حجم عرضه سهام مشاهده کردند. بعلاوه ماسولیز و کراور (۱۹۸۶) در پژوهش خود رابطه ای معنی دار میان بازده ناشی از اعلام افزایش سرمایه و درصد انتشار برای شرکت‌های صنعتی مشاهده نکردند. طبق فرضیه علایم سهام جایزه فی نفسه ارزشی ندارد بلکه اثرات ارزشی سهام جایزه از محتوای اطلاعاتی آن ناشی می‌شود. این فرضیه مبین این واقعیت است که توزیع اطلاعات میان مدیریت و سرمایه‌گذاران نامناسب است. طبق این دیدگاه توزیع اطلاعات میان مدیران و سرمایه‌گذاران نامناسب است. در نتیجه این مسئله باعث می‌شود سهام به قیمتی غیر از ارزش واقعی خود به فروش رود. لذا یک راه برای توزیع اطلاعات به سهامداران و برقراری ارتباط با آنها دادن اخباری مانند افزایش سرمایه، سهام جایزه و حتی تقدم به آنها است تا عدم تقارن اطلاعاتی میان آنها کاهش یابد. زیرا فرض می‌شود مدیریت از طریق این گونه اخبار به بازار اطلاعاتی را در باره آینده شرکت منتقل می‌کند.

طبق فرضیه توجه شرکت از سهام جایزه برای جلب توجه دیگران به ارزش شرکت استفاده می‌کند. تحلیل گران بازارهای مالی با دریافت اطلاعات جدید از افزایش سرمایه شرکت‌ها ارزیابی‌ها و انتظارات خود را از جریان نقدی آتی شرکت تعدیل می‌کنند. این فرضیه مورد قبول آن دسته از مدیرانی است که فکر می‌کنند ارزش سهامشان در بازار کمتر از ارزش ذاتی قیمت گذاری شده است. بنابراین با اعلام خبر افزایش سرمایه شرکت‌ها می‌توانند توجه بازار را به خود جلب کرده و با ایجاد بازده‌های غیر عادی وجهه خود را حفظ کنند.

فرضیه افشای اطلاعات توسط مایرز و ماجلف<sup>۴</sup> (۱۹۸۴) بیان شد که می‌گوید افراد درون سازمانی اطلاعات برتر و خصوصی دارند. بطوریکه مدیران وقتی معتقدند سهام شرکت گران قیمت گذاری شده است تصمیم به انتشار سهام می‌گیرند. لذا بازار تصمیم به انتشار سهام جدید را افشا اطلاعات منفی درباره قیمت سهام تفسیر می‌کند.

طبق فرضیه اهرمی انتشار سهام عادی جدید قیمت سهام را در صورت کاهش نسبت بدهی کاهش می‌دهد. بعلاوه کاهش اهرم مالی باعث انتقال ریسک از سهامداران به دارندگان اوراق قرضه می‌شود. انتخاب ساختار سرمایه حاکی از انتظار مدیریت از چشم انداز آتی شرکت است.

1. Marsh

2. Masulis and Korwar

3. Loderer and Zimmerman

4. Myers Stewart C. and Majluf

انتشار سهام جدید حاکی از علامت منفی است. زیرا قیمت سهام را کاهش می‌دهد. عرضه سهام عادی دو تأثیر عمده زیر را روی شرکت دارد:

الف) افزایش سرمایه اهرم شرکت را کاهش می‌دهد.

ب) وجوه افزایش سرمایه برای تأمین مالی مخارج سرمایه‌ای بکار می‌رود.

چن<sup>۱</sup> (۲۰۰۳) با استفاده از یک بانک اطلاعاتی جامع به بررسی بازده‌های ماهانه به دنبال اخبار عمومی (که قابل شناسایی توسط عموم نباشد) در شرکت‌های مختلف پرداخت. او تغییرات شدیدی را بدنبال اخبار بد یافت و به این نتیجه رسید که قیمت‌ها پس از افزایش شدید، دچار وارونگی شده که این نمی‌تواند با واکنش نسبت به اخبار عمومی سازگار باشد. همچنین نتایج نشان داد که سرمایه‌گذاران نسبت به این اخبار به کندی واکنش نشان می‌دهند.

مطالعات اسمیت<sup>۲</sup> (۱۹۷۷) روی ۸۵۳ مورد حق تقدم در بورس نیویورک نشان داد که حدود ۸-۹ درصد بازده غیر عادی در یکسال قبل از افزایش سرمایه وجود دارد اما پس از آن هیچ بازده غیر عادی وجود نداشت. اگرچه وی فرضیه فشار قیمت را آزمون نکرد اما نتایج او مبنی بر کاهش ۱/۴ درصدی در دو ماه قبل از افزایش سرمایه و به دنبال آن بهبود در قیمت با همان میزان در ۲ ماه بعد از افزایش سرمایه بیانگر وجود مقدار کمی قیمت می‌باشد. به هر حال بازده غیر عادی در ماه اعلام حق تقدم صفر بود.

مارش (۱۹۷۹) حدود ۱۰۰۰ مورد حق تقدم را در بورس لندن مطالعه کرد. نتایج وی نشان داد که فرضیه کارا بودن بورس لندن به دنبال اعلام حق تقدم نمی‌تواند رد شود. همچنین نتایج وی نشان داد که وجود بازده غیر عادی یک هفته‌ای و یک ماهه از آغاز معاملات قبل از مجمع وجود مقدار کمی فرضیه فشار قیمتی را تأیید می‌کند. بطوریکه بازده غیر عادی ۱/۸ درصدی مشاهده شد. مارش رابطه بین درصد افزایش سرمایه و بازده غیر عادی را طی هفته بعد از مجمع بررسی کرد. نتایج وی نشان داد که بین درصد افزایش سرمایه و بازده غیر عادی قیمتی در زمان عرضه سهام رابطه‌ای وجود ندارد.

سینگ<sup>۳</sup> (۱۹۹۷) متوسط بازده غیر عادی تجمعی ۱/۰۷- درصدی را برای یک روز قبل از اعلام حق تقدم تضمین شده مشاهده کرد.، بقرن، اکبو و میشل سن (۱۹۷۷) بازده غیر عادی پیرامون

1. Chan  
2. Smith  
3. Singh

تاریخ اعلام حق تقدم را در بورس نروژ بررسی کردند. نتایج آنها نشان داد که بازده غیر عادی در تاریخ اعلام حق تقدم صفر است.

بال، براون و فاین<sup>۱</sup> (۱۹۹۷) در مطالعه خود در بورس استرالیا میانگین بازده غیر عادی ۱۰ درصدی در سال قبل از افزایش سرمایه و بازده غیر عادی ناچیزی را بعد از افزایش سرمایه و کاهش قیمتی ۱۰/۹ درصدی موقتی را در ماه بعد از اعلام افزایش سرمایه یافتند.

نتایج مطالعه ورلیج<sup>۲</sup> (۱۹۸۳) نشان داد که بین درصد سهام جایزه و بازده‌های غیرعادی روزانه پیرامون مجامع رابطه معنی داری وجود دارد. زیرا درصد سهام جایزه عامل مهمی در ارزیابی سرمایه‌گذاران از اعلام سهام جایزه به عنوان علائمی از طرف مدیریت است. سهام جایزه با درصدهای بزرگ بازده روزانه بزرگتری را در روزهای قبل از مجمع داشته است. این پدیده نشان می‌دهد که سهام جایزه با درصدهای بالا اطلاعات بیشتری را به سرمایه‌گذاران انتقال می‌دهد.

بارکلی و لیتزبرگر<sup>۳</sup> (۱۹۸۸) این فرضیه را که دیدگاه سرمایه‌گذاران درباره سودآوری پروژه‌های سرمایه‌گذاری جدید شرکت‌ها بر واکنش بازار به اعلام انتشار سهام جدید اثر دارد، مورد آزمون قرار دادند آنها اهداف شرکت‌ها را از افزایش سرمایه به چهار طبقه زیر تقسیم کردند. الف) شرکت‌هایی که هدف از افزایش سرمایه را صرفاً اصلاح ساختار مالی اعلام کردند. ب) شرکت‌هایی که هدف از افزایش سرمایه را صرفاً تأمین مالی مخارج سرمایه‌گذاری اعلام کردند.

ج) شرکت‌هایی که هدف از افزایش سرمایه را ترکیبی از دو حالت بالا انتخاب کردند.

د) شرکت‌هایی که هدف از افزایش سرمایه را اعلام نکردند.

نتایج پژوهش آنها نشان داد که اعلام هدف از افزایش سرمایه تأثیر معنا داری بر بازده سهام ندارد. پژوهش‌های بارکلی و لیتزبرگر (۱۹۸۸) نشان داد که اندازه یا درصد افزایش سرمایه تأثیری بر بازده سهام ندارد. بعلاوه هدف از اصلاح ساختار سرمایه تأثیری بر ارزش دارایی‌های فیزیکی شرکت نداشت. اگرچه سرمایه‌گذاری‌های جدید فعالیت شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. یافته‌های آنها نشان داد که بازار سهام به هر دو نوع اعلام انتشار سهام واکنش نشان می‌دهد. بنابراین نتایج آنها فرضیه علایم جریان نقدی، فرضیه سرمایه‌گذاری بی فایده، فرضیه منحنی

1. Ball, Brown, and Finne

2. Woolridge

3. Barclay and Iltzenberger

تقاضا با شیب نزولی و فرضیه اهرمی را تأیید نکرد. اما عدم همبستگی بین مقدار کاهش قیمت سهام و درصد افزایش سرمایه، فرضیه علائم ارزش دارایی‌های موجود و فرضیه هزینه معاملات را مورد تأیید قرار دادند.

شرکت‌ها در اطلاعیه پذیره نویسی سهام جدید خود هدف خود را از افزایش سرمایه ممکن است به پنج گروه زیر اعلام نمایند.

۱- تأمین مالی دوباره بدهی، ۲- تأمین مالی مخارج سرمایه‌گذاری، ۳- تأمین مالی شرکت، ۴- استفاده از منابع جدید برای اهداف عمومی، ۵- سایر اهداف و کاربردهای دیگر.

مطالعات میکل سون و پارچ (۱۹۸۶) نشان داد که متوسط کاهش قیمت سهام زمانی که شرکت هدف خود را تأمین مالی مخارج سرمایه‌ای اعلام می‌کند در مقایسه با تأمین مالی بدهی کمتر است. نتایج پژوهش آنها نشان داد که عرضه سهام عادی جدید و اوراق قرضه‌های قابل تبدیل برای تأمین مالی دوباره بدهی بر قیمت سهام تأثیر منفی دارد. این اثرات منفی از فرضیه انتقال اطلاعات مطلوب درباره چشم انداز درآمد‌های آتی به دنبال کاهش اهرم حمایت می‌کند. بعلاوه دان و میکل سون<sup>۱</sup> (۱۹۸۴) اگرچه این فرضیه را آزمون کردند اما حمایت تجربی برای آن نیافتند. از نظر آنها هر قدر کاهش قیمت به دنبال عرضه سهام عادی بمنظور تأمین مالی مخارج سرمایه‌ای کمتر باشد تأثیر مطلوبی روی قیمت سهام خواهد داشت. کارلوچیارلا<sup>۲</sup> و همکارش (۲۰۱۹)، در پژوهشی با هدف درک بهتر رفتار بانک‌ها و هزینه تأمین سرمایه در بحران مالی به بررسی تاثیر اعلامیه انتشار سهام در بازه زمانی ۲۰۰۶ الی ۲۰۱۶ پرداخته‌اند. آنها به این نتیجه رسیدند که اثر بازدهی اعلامیه حق تقدم نسبت به اثر اعلامیه عرضه عمومی منفی تر است و از نظر آماری معنی دار است.

تحقیقات تیمن و همکارانش (۲۰۰۴) نشان داد اگرچه شرکت‌هایی که در گذشته از طریق انتشار سهام افزایش سرمایه داده‌اند معمولاً از بازده‌های بالایی در گذشته برخوردار بودند اما رابطه منفی و غیر عادی در بازده سرمایه‌گذاری ناشی از افزایش سرمایه مستقل از بازده‌های بلند مدت قبلی است.

پژوهش رهنمای رود پستی و همکارش (۱۳۸۴) نشان داد روش اشتراکی (سه روش آورده‌های نقدی، سود انباشته و اندوخته‌ها) به عنوان روش برتر باعث بازدهی بیشتر سهام و کارایی و بهره‌وری شرکت‌ها شده است.

1. Dann and Mikkelson  
2. Carlo Chiarella



نتایج پژوهش پناهیان (۱۳۸۶) نشان داد قیمت سهام بعد از اجرای برنامه افزایش سرمایه بیشتر از قیمت تئوریک آن بوده است. بعلاوه ریسک کل شامل ریسک های سیستماتیک و غیر سیستماتیک سهام کاهش یافته است. همچنین نتایج نشان داد افزایش سرمایه حاوی اطلاعات تازه و مثبت از دورنمای آینده طرح‌های توسعه است و این امر باعث جذابیت سرمایه‌گذاران در زمان عرضه سهام جدید می‌شود.

رحیم‌زاده تیریزی (۱۳۸۴) با بررسی همه شرکت‌های گروه صنایع کانی غیر فلزی (کاشی، سرامیک، سیمان و...) بورس تهران که در طی سال‌های ۱۳۸۳ الی ۱۳۷۹ با برگزاری مجامع برای توزیع سود سهمی و سود نقدی اقدام نموده‌اند، به این نتیجه رسید که نرخ بازده غیر عادی سهام در شرکت‌های ناشرسهام جایزه در بیشتر موارد مثبت است. پس می‌توان نتیجه گرفت که سهام شرکت‌هایی که سود سهمی (سهام جایزه) اعلام می‌کنند با قیمتی بالاتر از ارزش تئوریک آن معامله شده است.

ملکوتی (۱۳۹۲)، با بررسی عملکرد مالی شرکت‌ها طی ۴ سال (۱۳۹۱-۱۳۸۸) با هدف بررسی وجود ارتباط معنا دار بین روش‌های مختلف افزایش سرمایه و بازدهی شرکت‌ها در بورس تهران، روش‌های مختلف افزایش سرمایه از سه محل اندوخته، سود انباشته، آورده نقدی و مطالبات سهامداران را با یکدیگر مقایسه کرد. نتایج این مطالعه نشان داد که مقدار تفاوت در میانگین بازده حقوق صاحبان سهام بعد از افزایش سرمایه از محل اندوخته ۳۳/۹۲٪، مطالبات ۲۶/۱۳٪ و سود انباشته ۲۷/۴۴٪ می‌باشد. پژوهش او نشان داد که تفاوت میانگین به مقدراری نیست که بتوان آن را معنی دار تلقی کرد. ودیعی و رضوی راد (۱۳۸۷) در مقاله ای مبنی بر اثر افزایش سرمایه بر ارزش افزوده بازار در شرکت‌های بورسی متوجه شدند که افزایش سرمایه از محل سود انباشته، سبب افزایش میانگین ارزش افزوده بازار می‌شود. این افزایش سرمایه بر ارزش افزوده بازار اثر کمتری داشته که از نظر آماری معنی دار نیست. از طرفی با افزایش سرمایه از طریق آورده نقدی و مطالبات سهامداران، ارزش افزوده بازار کاهش می‌یابد. ولی این روش افزایش سرمایه اثر بیشتری بر ارزش افزوده بازار دارد. پس می‌توان گفت که از نظر سرمایه‌گذاران افزایش سرمایه از محل سهام جایزه نسبت به افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات حال شده مثبت‌تر می‌باشد. یافته‌های کشیر نوکنده (۱۳۸۵) که با مطالعه روی شرکت‌های بورس تهران که طی سال‌های ۱۳۸۶-۱۳۷۶ اقدام به افزایش سرمایه نموده‌اند، نشان داد آن دسته از شرکت‌هایی که هدف از افزایش سرمایه خود را طرح توسعه و خرید ماشین آلات اعلام کرده بودند، میانگین بازدهی آنها در طی سه سال بعد از افزایش سرمایه از رشد خوبی برخوردار بوده است. همچنین

نتایج نشان داد که این دسته از شرکت‌ها نسبت به شرکت‌هایی که هدف از افزایش سرمایه خود را غیر از طرح توسعه اعلام کردند به بازدهی بیشتری دست یافتند.

عباسی و هوشمند (۱۳۹۵) در پژوهشی با موضوع آزمون آثار فشار قیمتی حاصل از برنامه‌های افزایش سرمایه در بین سال‌های ۹۳-۱۳۸۲ با استفاده از مدل رگرسیون OLS دریافتند که میزان افزایش سرمایه روی بازده تجمعی دو روزه (روز قبل و بعد از مجمع)، تأثیر منفی و معناداری ندارد. عطایی قوجق (۱۳۸۶) با بررسی تأثیر افزایش سرمایه شرکت‌های بورسی از طریق انتشار حق تقدم بر بازده سهام در وضعیت رونق و رکود بازار در طی سال‌های ۱۳۸۴-۱۳۸۰ نشان داد که درصد انتشار حق تقدم بر بازده غیر عادی اثر گذار است و شرکت‌ها هنگامی که حق تقدم بیشتری را منتشر می‌کنند به بازده غیر عادی مثبت بیشتری در هفته‌های پیرامون آن دست می‌یابند، با این تفاوت که در دوره رکود از افزایش سرمایه‌های پایین تر از ۵۰ درصد و در دوره رونق از افزایش سرمایه‌های بالاتر از ۱۰۰ درصد استقبال می‌شود. همچنین نشان داد، شرکت‌هایی که طی این بازده زمانی از طریق انتشار حق تقدم اقدام به افزایش سرمایه نموده‌اند به بازده غیر عادی مثبتی (بطور میانگین معادل ۷/۴۶ درصد) پیرامون شش هفته قبل و چهار هفته بعد از مجمع دست یافتند.

گوگرچین (۱۳۹۳) با در نظر گرفتن دوران رونق و رکود بازار سرمایه به عنوان متغیر مستقل و بازدهی ناشی از افزایش سرمایه به عنوان متغیر وابسته به بررسی ارتباط بین شاخص کل و بازگشایی قیمت سهام طی سال‌های ۱۳۸۶-۱۳۹۲ پرداخت. یافته‌های وی نشان داد که در وضعیت رونق بازار میانگین بازدهی ناشی از افزایش سرمایه از محل سود انباشته بیشتر از محل آورده نقدی است و از طرفی در وضعیت رکود بازار نیز میانگین بازدهی ناشی از افزایش سرمایه از محل سود انباشته بیشتر از محل آورده نقدی است.

نتایج پژوهش‌های دولو و پایسته (۱۳۹۶) نشان داد که مدیریت سود بر عملکرد یکساله شرکت‌ها پس از افزایش سرمایه تأثیر منفی دارد. اما مدیریت سود در زمان افزایش سرمایه بر عملکرد کوتاه مدت سهام تأثیر مثبت دارد.

### فرضیه‌های پژوهش

فرضیه‌های این پژوهش به شرح زیر است:

- ۱- اختلاف میانگین قیمت تئوریک از میانگین قیمت اولین روز معاملاتی بعد از مجامع در بین چهار روش افزایش سرمایه به تفکیک اهداف شرکت‌ها مثبت است.
- ۲- متوسط بازده تئوریک در چهار روش افزایش سرمایه و به تفکیک اهداف شرکت‌ها در اولین روز گشایش نمادها بعد از مجامع مثبت است.
- ۳- اختلاف میانگین قیمت تئوریک از میانگین قیمت اولین روز معاملاتی بعد از مجامع در بین چهار روش افزایش سرمایه با بالا رفتن اندازه افزایش سرمایه، افزایش می‌یابد.
- ۴- بین متوسط بازده تئوریک و درصد افزایش سرمایه در بین چهار روش افزایش سرمایه رابطه مستقیمی وجود دارد.
- ۵- بازده روزانه تعدیل شده با شاخص کل در چهار روش افزایش سرمایه و به تفکیک اهداف شرکت‌ها در روزهای پیرامون مجامع صفر نیست.

### روش‌شناسی پژوهش

جامعه آماری در این پژوهش شامل همه شرکت‌های صنعتی و تولیدی بورس و فرابورس تهران می‌باشد که طی سال‌های ۱۳۹۴ الی ۱۳۹۷ با افزایش سرمایه از محل سهام جایزه، حق تقدم، ترکیبی از حق تقدم و سهام جایزه و مازاد تجدید ارزیابی دارایی‌ها طبق مجوز از سازمان بورس و با اهداف مختلف اقدام به افزایش سرمایه نموده‌اند. در مجموع ۲۸۷ شرکت با استفاده از روش حذفی به عنوان جامعه مورد مطالعه بر اساس معیارهای زیر تعیین شدند.

- ۱- شرکت‌های صنعتی و تولیدی و شرکت‌های زیر مجموعه آنها مانند هلدینگ‌ها
- ۲- شرکت‌هایی که کمتر از یک ماه از تاریخ برگزاری مجامع و یا هیئت مدیره نمادشان باز شده باشد.
- ۳- هیچ خبر مهم دیگری غیر از افزایش سرمایه ظرف یک هفته قبل و بعد از مجمع روری نداده باشد.

در این پژوهش اهداف افزایش سرمایه طبق چارچوب‌ها و مقررات سازمان بورس و اوراق بهادار تهران به سه گروه زیر تقسیم شده‌اند:

۱. طرح توسعه شرکت: هرگاه شرکتی برای انجام اموری مانند: افزودن خط تولید، نوسازی و بهسازی قصد تأمین مالی داشته باشد هدف از افزایش سرمایه آن را می‌توان طرح توسعه در نظر گرفت.

۲. اصلاح ساختار مالی: هنگامی که شرکت قصد بهبود ساختار فعلی ترازنامه را داشته باشد و یا بخواهد دو طرف ترازنامه را متوازن سازی کند مانند تبدیل سود سهام سهامداران به سهم، هدف آن را میتوانیم اصلاح ساختار مالی شرکت در نظر بگیریم. که میتواند شامل موارد زیر باشد:

الف) جبران مخارج سرمایه‌گذاری انجام شده

هنگامی که دارایی غیر جاری مانند سرمایه‌گذاری بلند مدت، دارایی ثابت مشهود و تجدید ارزیابی دارایی‌ها افزایش پیدا کند اما از بابت آن تأمین مالی در شرکت صورت نگرفته باشد در این صورت حسابهای اندوخته یا سود انباشته و یا حساب مازاد تجدید ارزیابی به حساب سرمایه اصلی انتقال می‌یابد تا حساب سرمایه را با دارایی‌های غیر جاری متوازن کنند.

ب) تأمین سرمایه در گردش

اغلب اوقات از محل مطالبات و آورده نقدی سهامداران و زمانی که دارایی جاری کمتر از بدهی جاری باشد صورت می‌گیرد.

ج) مشارکت در افزایش سرمایه شرکت‌های سرمایه‌پذیر

هنگامی که شرکت سرمایه‌پذیر مانند شرکت فرعی و وابسته افزایش سرمایه داشته باشد در این صورت شرکت مادر برای حفظ مالکیت، و کنترل مدیریت خود در افزایش سرمایه مشارکت می‌کند. که اغلب اوقات این نوع هدف از افزایش سرمایه در شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ‌ها اتفاق می‌افتد.

همچنین شرکت‌های مورد مطالعه بر حسب درصد افزایش سرمایه به سه گروه زیر تقسیم شده‌اند:

الف) شرکت‌هایی که درصد افزایش سرمایه آنها زیر ۵۰٪ باشد در دسته افزایش سرمایه کم طبقه بندی شده‌اند.

ب) شرکت‌هایی که بین ۵۰٪ تا ۱۰۰٪ افزایش سرمایه داشته‌اند در طبقه افزایش سرمایه متوسط طبقه بندی شده‌اند.

ج) شرکت‌هایی که بیش از ۱۰۰٪ افزایش سرمایه داشته‌اند در طبقه افزایش سرمایه زیاد طبقه بندی شده‌اند.

روش‌شناسی این پژوهش، از نوع تحلیل رویدادی است که رویدادی به نام تصمیم به افزایش سرمایه در مجامع و یا هیئت مدیره اتفاق افتاده و قصد داریم تا تأثیر این رویداد را روی نوسان قیمت سهام قبل

و بعد از این تاریخ بر حسب محل، هدف و درصد از افزایش سرمایه ارزیابی کنیم. چون نمونه گیری انجام نشده است از این روش آمار توصیفی استفاده شده است.

داده‌های این پژوهش از روی اسناد و مدارک موجود در کدال، پایگاه اطلاعاتی سازمان بورس، رهاورد نوین، تدبیر پرداز و سایت شرکت بورس جمع آوری شده است و سپس همه محاسبات با استفاده از صفحه گسترده اکسل انجام شده است. در این پژوهش متناسب با اهداف پژوهش از روابط زیر برای محاسبه هر یک از متغیرهای پژوهش استفاده شده است.

قیمت تئوریک قیمتی است که اگر نماد شرکت بعد از افزایش سرمایه به آن قیمت باز شود آنگاه این افزایش سرمایه هیچ تأثیر مثبت یا منفی بر ثروت سهامداران ایجاد نمی‌کند. بدیهی است زمانی افزایش سرمایه اثر مثبتی بر ثروت سهامداران دارد که قیمت بازار بعد از مجامع بالاتر از قیمت تئوریک باز شود. برای محاسبه قیمت تئوریک هر سهم در صورتی که شرکت حق تقدم منتشر کرده باشد از رابطه زیر استفاده شده است:

$$\text{قیمت تئوریک هر سهم بعد از حق تقدم} = \frac{1000 \times \text{درصد حق تقدم} + \text{قیمت پایانی سهم قبل از مجمع}}{\text{درصد حق تقدم} + 1}$$

برای محاسبه قیمت تئوریک هر سهم در صورتی که شرکت سهام جایزه منتشر کرده باشد از رابطه زیر استفاده شده است:

$$\text{قیمت تئوریک هر سهم بعد از انتشار سهام} = \frac{\text{قیمت پایانی سهم قبل از مجمع}}{\text{درصد سهام جایزه} + 1}$$

در صورتی که شرکت از هر دو محل انتشار حق تقدم و سهام جایزه اقدام به افزایش سرمایه کرده باشد ارزش تئوریک هر سهم از رابطه زیر استفاده شده است:

$$\text{قیمت تئوریک هر سهم بعد از انتشار جایزه و حق تقدم} = \frac{100 \times \text{درصد حق تقدم} + \text{قیمت پایانی سهم قبل از مجمع}}{\text{درصد سهام جایزه} + \text{درصد حق تقدم} + 1}$$

برای محاسبه متوسط بازده تئوریک از رابطه زیر استفاده شده است:

$$\text{متوسط بازده تئوریک} = \frac{\text{قیمت تئوریک} - \text{قیمت پایانی روز معاملاتی بعد از مجمع}}{\text{قیمت تئوریک}}$$

برای محاسبه بازده تعدیل شده با شاخص کل از فرمول زیر استفاده می‌شود:

$$RI_t = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}} = \text{بازده روزانه شاخص}$$

$$RP_t - RI_t = \text{بازده تعدیل شده با شاخص کل}$$

شاخص کل  $I$ ، بازده  $R$ ،  $t=1 \dots 5$

$$RP_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} = \text{بازده روزانه قیمتی}$$

قیمت  $p$ ،  $t=1 \dots 5$

### یافته‌های پژوهش

جدول (۱)، آمار تعداد افزایش سرمایه‌ها را به تفکیک محل افزایش سرمایه شامل سهام جایزه، ترکیبی از جایزه و حق تقدم، حق تقدم و مازاد تجدید ارزیابی دارایی‌ها به مدت چهار سال نشان می‌دهد که جمعاً ۲۸۷ مورد افزایش سرمایه در جامعه مورد مطالعه ثبت شده که ۷۳ مورد آن جایزه، ۲۸ مورد آن ترکیبی از جایزه و حق تقدم، ۱۵۴ مورد حق تقدم و ۳۲ مورد آن مربوط به مازاد تجدید ارزیابی دارایی‌ها است. آمارها نشان می‌دهد که شرکت‌ها بیشتر گرایش به تأمین مالی از محل حق تقدم دارند که از جمله دلایل آن ورود منابع جدید به شرکت و یا کاهش بدهی‌ها بدنبال انتقال سود سهام‌داران به حساب سرمایه شرکت است.

جدول ۱. فراوانی افزایش سرمایه شرکت‌ها به تفکیک روش تأمین مالی

سال‌های ۱۳۹۴-۱۳۹۷					تعداد افزایش سرمایه به تفکیک محل
جمع	۱۳۹۷	۱۳۹۶	۱۳۹۵	۱۳۹۴	
۷۳	۳۲	۸	۱۲	۲۱	سهام جایزه
۲۸	۵	۵	۵	۱۳	ترکیبی از سهام جایزه و حق تقدم
۱۵۴	۳۶	۳۶	۴۷	۳۵	حق تقدم
۳۲	۱۵	۰	۱۰	۷	مازاد تجدید ارزیابی دارایی‌ها
۲۸۷	۸۸	۴۹	۷۴	۷۶	جمع

### تحلیل فرضیه اول

جدول ۲ اختلاف میانگین قیمت تئوریک از میانگین قیمت پایانی روز بعد از افزایش سرمایه به تفکیک نوع هدف و بر طبق روش‌های مختلف افزایش سرمایه را نشان می‌دهد. نتایج مربوط

به این جدول برای فرضیه ۱ نشان می‌دهد که در میان چهار روش افزایش سرمایه با اهداف متفاوت اختلاف میانگین قیمت تئوریک از میانگین قیمت پایانی اولین روز معاملاتی بعد از مجامع (بجز افزایش سرمایه از محل ترکیبی از حق تقدم و سهام جایزه با اهداف طرح توسعه ۱۷۷-ریال و اصلاح ساختار مالی ۹۰۸-ریال) مثبت می‌باشد که بالاترین تفاضل مثبت به ترتیب اولویت ۱۹۴ریال برای هدف مشارکت در افزایش سرمایه شرکت‌های سرمایه‌پذیر در ترکیبی از حق تقدم و سهام جایزه ۴۳۵ریال برای اصلاح ساختار مالی در روش تجدید ارزیابی دارایی‌ها و ۲۸۵ریال برای طرح توسعه در روش سهام جایزه بود. پس فرضیه پژوهش مبنی بر "اختلاف میانگین قیمت تئوریک از میانگین قیمت اولین روز معاملاتی بعد از مجامع در بین چهار روش افزایش سرمایه به تفکیک اهداف شرکت‌ها مثبت است." با احتمال ۸۰٪ مورد تأیید می‌باشد. زیرا این اختلاف از ۱۰ ردیف محل افزایش سرمایه بر حسب هدف در ۸ مورد در اولین روز گشایش نماد معاملاتی مثبت بوده است.

### تحلیل فرضیه دوم

جدول ۲ متوسط بازده تئوریک در چهار روش افزایش سرمایه و به تفکیک اهداف شرکت‌ها را نشان می‌دهد. نتایج این جدول برای فرضیه ۲ نشان می‌دهد که درصد بازده تئوریک در همه موارد بجز ترکیبی از حق تقدم و سهام جایزه با هدف طرح توسعه و اصلاح ساختار مالی منفی است. پس با توجه به دو مورد بازدهی منفی و ۸ مورد بازدهی مثبت فرضیه دوم مبنی بر "متوسط بازده تئوریک در چهار روش افزایش سرمایه و به تفکیک اهداف شرکت‌ها در اولین روز گشایش نمادها بعد از مجامع مثبت است." با احتمال ۸۰٪ قابل قبول است. همچنین متوسط بازده تئوریک در مورد شرکت‌هایی که از طریق مازاد تجدید ارزیابی دارایی‌ها و سهام جایزه با اعلام هدف اصلاح ساختار مالی اقدام به افزایش سرمایه نموده‌اند مقدار بالایی را داشته است. از طرفی متوسط بازده تئوریک در مورد ترکیبی از جایزه و حق تقدم منفی است. اما در این میان آن دسته از شرکت‌هایی که هدف خود را مشارکت در افزایش سرمایه شرکت‌های سرمایه‌پذیر اعلام کرده‌اند نسبت به همه روش‌ها بیشترین متوسط بازده تئوریک را داشته‌اند. بالاترین نرخ بازده تئوریک به ترتیب اولویت ۳۱٪ برای مشارکت در افزایش سرمایه شرکت‌های سرمایه‌پذیر در ترکیبی از حق تقدم و سهام جایزه، ۳۰٪ برای اصلاح ساختار مالی در روش تجدید ارزیابی دارایی‌ها و ۷٪ برای هدف طرح توسعه در سهام جایزه بوده است.

جدول ۲. بازده اضافی ناشی از قیمت روز بعد مجمع نسبت به قیمت تئوریک به تفکیک هدف از افزایش سرمایه

ردیف	محل افزایش سرمایه به تفکیک هدف آن	میانگین قیمت تئوریک (ریال)	میانگین قیمت پایانی روز بعد از افزایش سرمایه (ریال)	اختلاف قیمت (ریال)	متوسط بازده تئوریک (درصد)
۱	سهام جایزه	۵۱۹۳	۵۵۳۵	۳۴۲	۰/۰۶
۱-۱	طرح توسعه شرکت	۳۸۵۵	۴۱۴۰	۲۸۵	۰/۰۷
۲-۱	اصلاح ساختار مالی	۵۴۱۲	۵۷۶۵	۳۵۳	۰/۰۶
۳-۱	مشارکت در افزایش سرمایه شرکت‌های سرمایه پذیر	۲۱۳۱	۲۱۵۴	۲۳	۰/۰۱
۲	حق تقدم	۳۷۱۲	۳۸۰۸	۹۶	۰/۰۲
۱-۲	طرح توسعه شرکت	۴۳۱۴	۴۴۴۷	۱۳۳	۰/۰۳
۲-۲	اصلاح ساختار مالی	۳۴۹۱	۳۵۶۵	۷۴	۰/۰۲
۳-۲	مشارکت در افزایش سرمایه شرکت‌های سرمایه پذیر	۳۱۷۱	۳۳۰۴	۱۳۳	۰/۰۴
۳	ترکیبی از حق تقدم و سهام جایزه	۵۷۱۷	۵۲۴۶	-۴۷۱	-۰/۰۸
۱-۳	طرح توسعه شرکت	۳۹۸۲	۳۸۰۴	-۱۷۷	-۰/۰۴
۲-۳	اصلاح ساختار مالی	۷۲۵۱	۶۳۴۳	-۹۰۸	-۰/۱۲
۳-۳	مشارکت در افزایش سرمایه شرکت‌های سرمایه پذیر	۳۷۵۷	۴۹۵۱	۱,۱۹۴	۰/۳۱
۴	تجدید ارزیابی دارایی‌ها	۱۴۳۰	۱۸۶۵	۴۳۵	۰/۳۰
۱-۴	اصلاح ساختار مالی	۱۴۳۰	۱۸۶۵	۴۳۵	۰/۳۰

### تحلیل فرضیه سوم

جدول ۱۳ اختلاف میانگین قیمت تئوریک از میانگین قیمت اولین روز معاملاتی بعد از مجمع در میان چهار گروه شرکت‌ها را بر حسب درصد افزایش سرمایه نشان می‌دهد. نتایج این جدول نشان داد که به جز ترکیبی از حق تقدم و جایزه طبقه درصد افزایش سرمایه زیاد بالاترین بازده قیمتی را ایجاد کرده است. بالاترین بازده قیمتی در طبقه درصد افزایش سرمایه زیاد در مورد جایزه ۴۵۴ ریال، حق تقدم ۳۹۳ ریال و تجدید ارزیابی دارایی‌ها ۴۷۶ ریال و در ترکیبی از جایزه و حق تقدم ۱۵۳۳- ریال مشاهده شده است. پس فرضیه سوم مبنی بر "اختلاف میانگین قیمت تئوریک از میانگین قیمت اولین روز معاملاتی بعد از مجمع در بین چهار روش افزایش سرمایه با بالا رفتن درصد افزایش سرمایه، افزایش می‌یابد" فقط در مورد سهام جایزه و تجدید ارزیابی دارایی‌ها مورد تأیید است. زیرا در این دو مورد با بالا رفتن درصد افزایش سرمایه اختلاف میانگین قیمت مزبور افزایش می‌یابد اما در سایر روش‌ها این چنین نیست.



### تحلیل فرضیه چهارم

نتایج جدول برای فرضیه چهارم نشان می‌دهد که متوسط بازده تئوریک در افزایش سرمایه با درصدهای بالا نسبت به سایر درصدها به جز ترکیبی از حق تقدم و جایزه بازدهی بیشتری را ایجاد کرده است. این بازدهی در طبقه درصد افزایش سرمایه زیاد در روش تجدید ارزیابی دارایی‌ها ۳۶ درصد، سهام جایزه ۹ درصد، حق تقدم ۱۰ درصد و ترکیبی از جایزه و حق تقدم ۲۰- درصد است. همچنین در میان ۱۲ مورد افزایش سرمایه تنها یک مورد منفی (۲۰٪) مشاهده شده است. اما فرضیه چهارم مبنی بر این که "بین متوسط بازده تئوریک و درصد افزایش سرمایه در بین چهار روش افزایش سرمایه رابطه مستقیمی وجود دارد." تنها در مورد سهام جایزه و تجدید ارزیابی دارایی‌ها مورد تأیید است. زیرا تنها در این دو روش بین درصد افزایش سرمایه و متوسط بازده تئوریک رابطه مستقیمی وجود دارد.

جدول ۳. بازده اضافی ناشی از قیمت روز معاملاتی بعد مجمع نسبت به قیمت تئوریک به تفکیک درصد افزایش سرمایه

ردیف	محل افزایش سرمایه	میانگین قیمت تئوریک	میانگین قیمت پایانی روز معاملاتی پس از مجمع	اختلاف قیمت (ریال)	متوسط بازده تئوریک
۱	سهام جایزه	۵۱۹۳	۵۵۳۵	۳۴۲	۰/۰۶
۱-۱	افزایش سرمایه کم	۴۶۷۵	۴۹۳۸	۲۶۳	۰/۵
۲-۱	افزایش سرمایه متوسط	۵۶۸۲	۶۰۴۹	۳۶۷	۰/۰۶
۳-۱	افزایش سرمایه زیاد	۴۹۵۵	۵۴۰۹	۴۵۴	۰/۰۹
۲	حق تقدم	۳۷۱۲	۳۸۰۸	۹۶	۰/۰۲
۱-۲	افزایش سرمایه کم	۳۶۱۳	۳۶۶۸	۵۵	۰/۰۱
۲-۲	افزایش سرمایه متوسط	۳۷۴۸	۳۷۶۱	۱۳	۰/۰۰۳
۳-۲	افزایش سرمایه زیاد	۳۸۴۷	۴۲۴۰	۳۹۳	۰/۰۱
۳	ترکیب حق تقدم و سهام جایزه	۵۷۱۷	۵۲۴۶	-۴۷۱	-۰/۰۸
۱-۳	افزایش سرمایه کم	۳۵۷۰	۵۲۵۶	۱۶۸۶	۰/۴۷
۲-۳	افزایش سرمایه متوسط	۲۴۲۴	۲۸۴۰	۴۱۷	۰/۱۷
۳-۳	افزایش سرمایه زیاد	۷۸۲۹	۶۲۹۶	-۱،۵۳۳	-۰/۲۰
۴	تجدید ارزیابی دارایی‌ها	۱۴۳۰	۱۸۶۵	۴۳۵	۰/۳۰
۱-۴	افزایش سرمایه کم	۲۴۱۹	۲۴۸۷	۶۸	۰/۰۲۸
۲-۴	افزایش سرمایه متوسط	۱۶۱۹	۲۰۳۸	۴۱۹	۰/۲۵
۳-۴	افزایش سرمایه زیاد	۱۳۰۷	۱۷۸۳	۴۷۶	۰/۳۶

## تحلیل فرضیه پنجم

در جدول ۴ اهداف شرکت‌ها از انتشار سهام جایزه به سه هدف توسعه شرکت، اصلاح ساختار مالی و مشارکت در افزایش سرمایه تفکیک شده است. منظور از شاخص نیز شاخص کل بازار سهام می‌باشد و شرکت‌هایی که افزایش سرمایه داشته و یا نداشته‌اند را شامل می‌شود. در این جدول بازده قیمتی با توجه به شاخص بازار تعدیل شده است. شرکت‌هایی که هدفشان را طرح توسعه اعلام کردند بازده تعدیل شده با شاخص آنها دو روز قبل مجمع مثبت بوده است. اما در روزهای بعد از مجمع منفی بوده است. در حالی که شرکت‌هایی که هدفشان را اصلاح ساختار مالی و مشارکت در افزایش سرمایه شرکت‌های سرمایه‌پذیر اعلام کرده‌اند، این تفاوت دو روز قبل از مجمع منفی بوده و در اغلب روزهای بعد از مجمع منفی شده است. این نشان می‌دهد که خبر انتشار سهام جایزه با هدف طرح توسعه شرکت نسبت به سایر اهداف برای دو روز قبل از مجمع بازده‌های فوق‌العاده‌ای را ایجاد کرده در حالی که برای دو هدف دیگر بازده‌ها فوق‌العاده مشاهده نمی‌شود.

جدول ۴. بازده روزانه تعدیل شده با شاخص برای سهام جایزه روزهای پیرامون مجمع به تفکیک هدف از افزایش سرمایه

جایزه									
روز	طرح توسعه شرکت			اصلاح ساختار مالی			مشارکت در شرکت‌های سرمایه‌پذیر		
	بازده قیمت	بازده شاخص	بازده تعدیل شده	بازده قیمت	بازده شاخص	بازده تعدیل شده	بازده قیمت	بازده شاخص	بازده تعدیل شده
-۵	۰/۰۰۳۹۲	۰/۰۰۷۷۳	-۰/۰۰۳۸۲	-۰/۰۰۰۰۴	۰/۰۰۱۷۱	-۰/۰۰۱۷۴	-۰/۰۰۲۲۹	۰/۰۰۰۳۵	-۰/۰۰۲۶۵
-۴	۰/۰۱۴۱۴	۰/۰۰۳۴۵	۰/۰۱۰۶۹	۰/۰۰۲۰۰	۰/۰۰۱۱۱	۰/۰۰۰۸۹	۰/۰۱۹۳۷	-۰/۰۰۳۱۰	۰/۰۲۲۴۷
-۳	-۰/۰۰۲۷۲	۰/۰۰۱۵۷	-۰/۰۰۴۲۹	۰/۰۰۴۴۳	۰/۰۰۲۵۴	۰/۰۰۱۸۹	-۰/۰۰۲۲۵	۰/۰۱۶۹۰	-۰/۰۱۹۱۶
-۲	۰/۰۰۴۰۶	۰/۰۰۰۷۴	۰/۰۰۳۳۲	۰/۰۰۳۵۸	۰/۰۰۵۴۲	-۰/۰۰۱۸۴	۰/۰۱۲۵۹	۰/۰۲۱۱۶	-۰/۰۰۸۵۷
-۱	-۰/۰۰۵۹۲	-۰/۰۰۷۰۴	۰/۰۰۱۱۳	۰/۰۰۶۰۶	۰/۰۰۴۱۲	-۰/۰۰۳۵۱۵	۰/۰۱۸۸۱	۰/۰۴۴۳۹	-۰/۰۲۵۵۸
۲	-۰/۰۰۴۲۱	۰/۰۰۲۴۱	-۰/۰۰۶۶۲	۰/۰۰۸۸۳	۰/۰۱۰۵۳	-۰/۰۰۱۷۱	۰/۰۰۰۴۶	۰/۰۱۶۵۰	-۰/۰۱۶۰۳
۳	-۰/۰۰۲۱۷	-۰/۰۰۰۷۹	-۰/۰۰۲۶۳۹	۰/۰۰۷۱۰	۰/۰۰۲۰۵	۰/۰۰۵۰۴	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۳۱۱۱	-۰/۰۰۳۱۱۱
۴	-۰/۰۰۰۹۶	۰/۰۰۰۷۵	-۰/۰۰۱۷۰	-۰/۰۰۱۱۲	۰/۰۰۵۳۲	-۰/۰۰۶۴۴	۰/۰۰۰۹۳	۰/۰۰۰۱۶	۰/۰۰۰۷۷
۵	۰/۰۰۱۵۱	۰/۰۰۴۴۲	-۰/۰۰۲۹۱	۰/۰۰۷۴۲	۰/۰۰۴۱۰	۰/۰۰۳۳۲	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۵۳۹	-۰/۰۰۵۳۹

جدول ۵ بازده روزانه تعدیل شده با شاخص را برای انتشار حق تقدم طی ۵ روز قبل و بعد از مجمع به تفکیک هدف از افزایش سرمایه شرکت‌ها نشان می‌دهد. طبق این جدول یک روز قبل

از مجمع بازده تعدیل شده در هر سه هدف منفی بوده است. اما دو روز قبل از مجمع این عدد برای همه شرکت‌ها مثبت شده است.

در مورد دو هدف توسعه شرکت و اصلاح ساختار بعد از مجمع بازده فوق‌العاده‌ای مشاهده نمی‌شود. چون در اغلب روزها بازده تعدیل شده منفی است. اما شرکت‌هایی که هدف خود را مشارکت در افزایش سرمایه شرکت‌های سرمایه‌پذیر اعلام کردند در روزهای دوم و سوم بعد از مجمع بازده‌های فوق‌العاده‌ای مشاهده می‌شود.

**جدول ۵. بازده روزانه تعدیل شده با شاخص برای حق تقدم روزهای پیرامون مجمع به تفکیک هدف از افزایش سرمایه**

حق تقدم									
روز	طرح توسعه شرکت			اصلاح ساختار مالی			مشارکت در شرکت‌های سرمایه‌پذیر		
	بازده تعدیل شده	بازده شاخص	بازده قیمت	بازده تعدیل شده	بازده شاخص	بازده قیمت	بازده تعدیل شده	بازده شاخص	بازده قیمت
-۵	۰/۰۰۲۲۷	۰/۰۰۱۵۴	-۰/۰۰۰۷۳	۰/۰۰۱۲۱	۰/۰۰۱۵۸	-۰/۰۰۰۴۲۲	۰/۰۰۱۱۴	۰/۰۰۳۵۷	-۰/۰۰۰۵۴۲
-۴	۰/۰۰۳۳۱	۰/۰۰۲۷۰	-۰/۰۰۰۶۱	۰/۰۰۱۵۸	۰/۰۰۰۱۵	-۰/۰۰۰۴۲۳	۰/۰۰۱۱۱	۰/۰۰۴۶۴	-۰/۰۰۰۱۴۳
-۳	۰/۰۰۱۵۳	۰/۰۰۳۸۸	۰/۰۰۲۳۵	۰/۰۰۱۱۷	-۰/۰۰۰۳۷۵	-۰/۰۰۰۴۹۲	۰/۰۰۴۴۸	۰/۰۰۱۰۵۷	-۰/۰۰۰۴۹۲
-۲	۰/۰۰۳۱۵	۰/۰۰۵۳۴	۰/۰۰۲۱۹	۰/۰۰۰۰۳	۰/۰۰۲۶۱	۰/۰۰۰۲۵۸	۰/۰۰۰۱۹	۰/۰۰۰۶۴	۰/۰۰۰۲۵۸
-۱	۰/۰۰۵۷۷۹	۰/۰۰۲۰۰	-۰/۰۰۵۷۷۹	۰/۰۰۳۲۵۱	۰/۰۰۰۶۴	-۰/۰۰۳۱۸۷	۰/۰۰۱۰۳۸	-۰/۰۰۲۸۶	-۰/۰۰۱۳۲۴
۲	۰/۰۰۱۷۴	-۰/۰۰۷۰۹	-۰/۰۰۸۸۳	۰/۰۰۱۴۸	۰/۰۰۱۱۳	-۰/۰۰۰۰۳۵	۰/۰۰۴۱۹	۰/۰۰۱۲۷۶	-۰/۰۰۰۰۳۵
۳	۰/۰۰۵۶۶	-۰/۰۰۵۰۹	-۰/۰۰۱۰۷۶	۰/۰۰۵۸۳	۰/۰۰۱۰۰۴	۰/۰۰۰۴۲۱	۰/۰۰۴۳۹	۰/۰۰۵۹۴	۰/۰۰۰۴۲۱
۴	۰/۰۰۰۴۵	-۰/۰۰۱۲۱	-۰/۰۰۰۱۶۶	۰/۰۰۴۲۸	۰/۰۰۰۴۱۲	-۰/۰۰۰۰۱۶	۰/۰۰۷۸۷	-۰/۰۰۰۳۴۰	-۰/۰۰۰۰۱۶
۵	۰/۰۰۰۸۴	۰/۰۰۴۵۱	۰/۰۰۰۳۶۸	۰/۰۰۳۷۶	۰/۰۰۲۰۱	۰/۰۰۰۱۷۶	-۰/۰۰۰۳۲۱	-۰/۰۰۰۶۹۳	۰/۰۰۰۱۷۶

جدول ۶ بازده روزانه قیمتی تعدیل شده با شاخص کل را در خصوص شرکت‌هایی که همزمان سهام جایزه و حق تقدم منتشر کرده‌اند طی پنج روز قبل و بعد از مجمع به تفکیک هدف شرکت‌ها از افزایش سرمایه نشان می‌دهد. طبق این جدول برای شرکت‌هایی که هدف خود را طرح توسعه اعلام کرده‌اند بازده تعدیل شده با شاخص در اغلب روزهای پیرامون مجمع منفی بوده است. این امر نشان دهنده آن است که بازده قیمتی سهامداران بالاتر از جو عمومی بازار (شاخص کل) نبوده است. از طرفی برای شرکت‌هایی که هدف خود را اصلاح ساختار مالی

اعلام کرده‌اند بازده تعدیل شده قبل از مجمع منفی و بعد از مجمع مثبت است و این بدان معناست که بعد از مجمع این دسته از سهامداران به بازدهی بیشتری نسبت به عملکرد بازار دست یافته‌اند. همچنین برای شرکت‌هایی که هدف از افزایش سرمایه خود را مشارکت در افزایش سرمایه شرکت‌های سرمایه‌پذیر اعلام کرده‌اند در اغلب روزهای بعد از مجمع بازده تعدیل شده با شاخص مثبت شده است. این بدان معناست که سهامداران این دسته از شرکت‌ها به بازدهی بیشتر از شاخص کل بازار دست یافته‌اند.

جدول ۶. بازده روزانه تعدیل شده با شاخص برای ترکیبی از حق تقدم و سهام جایزه در روزهای پیرامون مجمع به تفکیک هدف از افزایش سرمایه

جایزه و حق تقدم									
مشارکت در شرکت‌های سرمایه‌پذیر		اصلاح ساختار مالی			طرح توسعه شرکت			روز	
بازده تعدیل شده	بازده شاخص	بازده قیمت	بازده تعدیل شده	بازده شاخص	بازده قیمت	بازده تعدیل شده	بازده شاخص		بازده قیمت
۰/۰۱۸۶۳	۰/۰۰۲۹۷	۰/۰۲۱۶۰	-۰/۰۱۴۲۳	۰/۰۰۳۰۱	-۰/۰۱۱۲۲	۰/۰۰۳۵۳	۰/۰۰۰۴۱	۰/۰۰۳۹۴	-۵
۰/۰۴۴۰۲	-۰/۰۰۲۸۱	۰/۰۴۱۲۲	-۰/۰۰۱۹۷	۰/۰۱۱۵۴	۰/۰۰۹۵۷	۰/۰۰۶۵۷	-۰/۰۰۰۰۷	۰/۰۰۶۵۰	-۴
-۰/۰۰۵۹۷	۰/۰۰۴۱۹	-۰/۰۰۱۷۹	۰/۰۱۶۴۴	۰/۰۰۱۹۸	۰/۰۱۸۴۱	-۰/۰۰۹۸۶	۰/۰۰۱۴۷	-۰/۰۰۸۳۸	-۳
۰/۰۲۵۳۰	-۰/۰۰۲۷۰	۰/۰۲۲۶۰	-۰/۰۰۳۳۱	-۰/۰۰۱۴۱	-۰/۰۰۴۷۲	-۰/۰۰۱۴۵	-۰/۰۰۰۱۶	-۰/۰۰۱۶۱	-۲
۰/۰۳۲۷۱	-۰/۰۰۵۰۰	۰/۰۲۷۷۱	-۰/۰۲۹۴۹	۰/۰۲۰۳۸	-۰/۰۰۹۱۱	-۰/۰۱۲۸۱	۰/۰۰۰۸۸	-۰/۰۱۱۹۲	-۱
۰/۰۱۵۷۴	۰/۰۰۱۲۳	۰/۰۱۶۹۶	۰/۰۲۸۹۰	-۰/۰۰۲۶۸	۰/۰۲۶۲۲	-۰/۰۰۷۲۸	۰/۰۰۰۶۸	-۰/۰۰۶۶۰	۲
۰/۰۰۰۶۵	۰/۰۰۰۷۰	۰/۰۰۱۳۵	۰/۰۱۱۲۵	-۰/۰۰۰۷۸	۰/۰۱۰۴۷	-۰/۰۱۸۴۶	۰/۰۰۱۶۲	-۰/۰۲۰۰۸	۳
۰/۰۰۴۸۳	-۰/۰۰۰۷۲	۰/۰۰۴۱۲	۰/۰۱۵۵۵	-۰/۰۰۰۲۲	۰/۰۱۵۳۳	-۰/۰۲۵۸۷	۰/۰۱۸۳۱	-۰/۰۰۷۵۶	۴
-۰/۱۶۱۷۶	-۰/۰۰۱۴۶	-۰/۱۶۳۲۲	۰/۰۰۰۶۴	۰/۰۰۱۹۷	۰/۰۰۲۶۱	-۰/۰۰۳۱۰	۰/۰۰۰۷۰	-۰/۰۰۲۴۰	۵

جدول ۷ بازده قیمتی روزانه تعدیل شده با شاخص را برای شرکت‌هایی که از طریق مزاد تجدید ارزیابی دارایی‌ها افزایش سرمایه داده‌اند نشان می‌دهد. معمولاً این گروه از شرکت‌ها هدف خود را فقط اصلاح ساختار مالی اعلام می‌کنند. طبق این جدول بازده تعدیل شده با شاخص در روزهای قبل از مجمع منفی و بعد از مجمع مثبت است. این بدان معناست که سهامداران این دسته از شرکت‌ها بعد از مجمع بازده‌های روزانه شان بیش از بازده کل بازار بوده است. در نتیجه مطابق با جداول ۴ الی ۷ فرضیه پنجم مبنی بر "بازده‌های روزانه تعدیل شده با

شاخص در چهار. روش افزایش سرمایه به تفکیک اهداف شرکت‌ها در روزهای پیرامون مجامع صفر نیست" مورد تأیید است.

جدول ۷. بازده روزانه تعدیل شده با شاخص کل برای تجدید ارزیابی دارایی‌ها در روزهای پیرامون مجامع به تفکیک هدف از افزایش سرمایه

مازاد تجدید ارزیابی دارایی‌ها			
اصلاح ساختار مالی			روز
بازده تعدیل شده	بازده شاخص	بازده قیمت	
۰/۰۰۵۴۵	-۰/۰۰۱۰۹	۰/۰۰۴۳۶	-۵
-۰/۰۰۱۸۹	-۰/۰۰۰۳۷	-۰/۰۰۲۲۶	-۴
-۰/۰۰۲۶۰	۰/۰۰۲۶۳	۰/۰۰۰۰۳	-۳
۰/۰۰۵۳۹	۰/۰۰۱۸۹	۰/۰۰۷۲۹	-۲
-۰/۰۵۷۷۴	۰/۰۶۴۵۷	۰/۰۰۶۸۴	-۱
۰/۰۱۱۴۸	۰/۰۰۱۶۳	۰/۰۱۳۱۱	۲
۰/۰۰۱۷۲	۰/۰۰۵۰۱	۰/۰۰۶۷۳	۳
۰/۰۰۷۰۳	۰/۰۰۳۷۷	۰/۰۱۰۸۰	۴
۰/۰۰۴۶۰	-۰/۰۰۰۷۴	۰/۰۰۳۸۶	۵

### نتیجه‌گیری و بحث

در این پژوهش تأثیر اظهار سه نوع اهداف شرکت‌ها از درخواست افزایش سرمایه از سازمان بورس شامل طرح توسعه شرکت، اصلاح ساختار سرمایه و مشارکت در افزایش سرمایه شرکت‌های سرمایه‌پذیر بر حسب ۴ روش افزایش سرمایه شامل سهام جایزه، حق تقدم، ترکیبی از هر دو و تجدید ارزیابی دارایی‌ها بر بازده سهام و قیمت تئوریک و بازده‌های تعدیل شده با شاخص کل روی جامعه یا گروه آزمایش شامل ۲۸۷ شرکت - سال به روش توصیفی مطالعه شده است. نتایج برحسب هر یک از فرضیه‌ها نشان داد:

در راستای بررسی فرضیه اول در میان چهار روش افزایش سرمایه با اهداف متفاوت اختلاف میانگین قیمت تئوریک از میانگین قیمت اولین روز معاملاتی بعد از مجامع مثبت بوده است بجز افزایش سرمایه از محل ترکیبی از حق تقدم و سهام جایزه با اهداف طرح توسعه و اصلاح ساختار مالی.

در راستای بررسی فرضیه دوم متوسط بازده تئوریک در همه موارد بجز ترکیبی از حق تقدم و سهام جایزه با هدف طرح توسعه و اصلاح ساختار مالی مثبت می‌باشد. همچنین متوسط بازده تئوریک در مورد شرکت‌هایی که از طریق مزاد تجدید ارزیابی دارایی‌ها و سهام جایزه با اعلام هدف اصلاح ساختار مالی اقدام به افزایش سرمایه نموده‌اند مقدار بالایی را داشته است. اعلام هدف مشارکت در افزایش سرمایه شرکت‌های سرمایه‌پذیر در ترکیبی از حق تقدم و جایزه بیشترین بازده تئوریک را ساخته است. همچنین از نظر رتبه بندی بیشترین بازده تئوریک مربوط به مزاد تجدید ارزیابی دارایی‌ها ۳۰٪، سهام جایزه ۶٪، حق تقدم ۲٪ و ترکیبی از حق تقدم و سهام جایزه ۸-٪ می‌باشد. این نتایج با یافته‌های رحیم‌زاده تبریزی (۱۳۸۴) و ملکوتی (۱۳۹۲) تا حدودی سازگاری دارد.

در راستای بررسی فرضیه سوم تنها در دو روش سهام جایزه و مزاد تجدید ارزیابی دارایی‌ها اختلاف میانگین قیمت تئوریک از میانگین قیمت اولین روز معاملاتی بعد از مجامع و همچنین متوسط بازده تئوریک با بالا رفتن درصد افزایش سرمایه شرکت‌ها افزایش می‌یابد. این نتایج با یافته‌های جهانخانی و عباسی (۱۳۷۹) مطابقت دارد.

در راستای بررسی فرضیه چهارم در مورد جایزه در هر سه هدف از افزایش سرمایه بازده تعدیل شده با شاخص سهام در اولین روز معاملاتی بعد از گشایش نمادها منفی است. این بدان معنی است بازده مثبت یا فوق‌العاده این دسته از افزایش سرمایه‌ها کمتر از بازده شاخص کل بوده است. ضمناً در روزهای قبل و بعد از مجامع بازده تعدیل شده با شاخص مثبت یا منفی بوده و الگوی مشخصی مشاهده نمی‌شود.

در راستای بررسی فرضیه پنجم در مورد حق تقدم در اهداف طرح توسعه و اصلاح ساختار مالی بازده‌های تعدیل شده با شاخص کل در اولین روز معاملاتی بعد از گشایش نمادها منفی بوده و برای هدف مشارکت در شرکت‌های سرمایه‌پذیر ۰/۰۰۸۵۶ مثبت بوده است. در هر حال در هر سه مورد اهداف، بازده‌های تعدیل شده با شاخص مثبت و یا منفی در سایر روزهای پیرامون مجامع بصورت مثبت و منفی پراکنده شده‌اند و الگوی مشخصی مشاهده نشد.

در مورد ترکیبی از جایزه و حق تقدم در هدف توسعه شرکت در اولین روز معاملاتی بعد از گشایش نمادها بازده تعدیل شده با شاخص منفی بوده اما در اهداف اصلاح ساختار مالی و مشارکت در شرکت‌های سرمایه‌پذیر به ترتیب ۰/۰۲۸۹۰ و ۰/۰۱۵۷۴ مثبت بوده است. اما الگوی

مشخصی از بازده‌ها در سایر روزهای پیرامون مجامع مشاهده نشد و بازده‌های تعدیل شده با شاخص بصورت مثبت و منفی در سایر روزها بطور پراکنده مشاهده می‌شود.

در مورد تجدید ارزیابی دارایی‌ها که شرکت‌ها هدف خود را اصلاح ساختار مالی اعلام کرده‌اند بازده‌های تعدیل شده با شاخص در همه روزهای بعد از گشایش نماد معاملاتی مثبت بوده و در اغلب روزهای قبل از بسته شدن نماد منفی بوده است. این پدیده نشان می‌دهد شرکت‌ها با تجدید ارزیابی دارایی‌ها توانستند بازده‌های مثبت تعدیل شده با شاخص را طی ۵ روز بعد از گشایش نماد برای سهامداران خود به ارمغان بیاورند.

در پایان پیشنهادهایی برای سرمایه‌گذاران بشرح زیر ارائه می‌شود:

۱- توصیه می‌شود سهامداران قبل از مجامع در شرکت‌هایی که به روش تجدید ارزیابی دارایی‌ها و سهام جایزه افزایش سرمایه می‌دهند و شرکت‌ها هدف خود را اصلاح ساختار مالی اعلام می‌کنند سرمایه‌گذاری کنند. بعلاوه شرکت‌هایی که هدف خود را مشارکت در افزایش سرمایه شرکت‌های سرمایه‌پذیر اعلام می‌نمایند به بالاترین بازده مثبت دست می‌یابند. البته چون در دوره مورد مطالعه این پژوهش جو شدیداً نزولی یا صعودی بر بازار حاکم نبوده از این رو این نتایج و پیشنهادها برای جو متعادل بازار معتبر است. بدیهی است در شرایط جو نامتعادل و روند نزولی بازار که معمولاً اعتماد عمومی سلب می‌شود این نتایج و پیشنهادها قابل تعمیم نیست.

۲- توصیه می‌شود در سهام شرکت‌هایی که افزایش سرمایه زیادی را اعلام می‌کنند به ترتیب در روش تجدید ارزیابی دارایی‌ها، بعد سهام جایزه و سپس حق تقدم سرمایه‌گذاری شود.

۳- شرکت‌هایی که ترکیبی از حق تقدم و سهام جایزه را اعلام نموده‌اند و آنهایی که در طبقه درصد افزایش سرمایه زیاد قرار داشتند با بازدهی منفی مواجه شدند که در نتیجه سرمایه‌گذاری در آنها توصیه نمی‌شود.

۴- به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود در سهام شرکت‌هایی با افزایش سرمایه از محل ترکیبی از حق تقدم و سهام جایزه با درصد کم خریداری کنند. زیرا بیشترین بازدهی تنوریک را ایجاد می‌کند.

۵- توصیه می‌شود سهام خریداری شده از شرکت‌هایی که از طریق مازاد تجدید ارزیابی دارایی‌ها اقدام به افزایش سرمایه نموده‌اند در چند روز معاملاتی پس از گشایش نماد نگه‌داری شود زیرا بازده‌های تعدیل شده با شاخص مثبتی را ایجاد می‌کند.

برای پژوهش‌های آتی توصیه می‌شود جامعه مورد مطالعه به تفکیک درصد سهام شناور آزاد شرکت‌ها، برحسب وضعیت بازار برای دو دوره رونق و رکود، تاثیر اندازه شرکت‌ها، تاثیر نوع صنعت، تاثیر سهام رشدی و ارزشی، تاثیر وجود صندوق‌های بازار گردان در مدیریت دامنه نوسان قیمت سهام در چارچوب موضوع این مقاله بررسی شود. توصیه می‌شود در صورت امکان در کنار گروه آزمایش از گروه کنترل (یعنی شرکت‌هایی که در همان زمان اقدام به افزایش سرمایه نکردند) استفاده شود تا وضعیت بازده سهام این دو گروه مورد بررسی و مقایسه قرار گیرد.



## منابع

- جهانخانی، علی و عباسی، ابراهیم (۱۳۷۹). تأثیر انتشار حق تقدم بر بازده سهامداران در بورس تهران. اقتصاد و مدیریت، ۴۶(۲)، ۹۷-۷۷.
- دولو مریم و پایسته افسانه (۱۳۹۶). بررسی رابطه اندازه، مدیریت سود و زمانبندی بازار با عملکرد شرکت‌ها در زمان افزایش سرمایه، فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۶(۲۳)، ۱۸۹-۲۱۹.
- رحیم‌زاده تبریزی، فرید (۱۳۸۴). بررسی تأثیر سود نقدی و سود سهمی (سهام جایزه) بر نرخ بازده غیر عادی سهام شرکت‌های گروه صنایع کانی غیر فلزی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی تهران مرکز.
- عباسی، ابراهیم (۱۳۸۳). روش‌ها و نظریه‌های انتشار سهام و قیمت بازار، انتشارات علمی و فرهنگی.
- عباسی، ابراهیم و قربانی، هوشمند (۱۳۹۵). آزمون آثار فشار قیمتی حاصل از برنامه‌های افزایش سرمایه، راهبرد مدیریت مالی، ۱۳(۴)، ۲۵-۳۹.
- عطایی قوجق، احمد (۱۳۸۶). بررسی تأثیر افزایش سرمایه از طریق انتشار حق تقدم بر بازده سهام در وضعیت رونق و رکود بازار در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علی آباد کتول.
- کشیرنوکنده، احمدرضا، (۱۳۸۵). بررسی تأثیر اهداف شرکت‌ها از افزایش سرمایه بر نرخ بازده آن‌ها در بازار بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علی آباد کتول.
- گوگرچین، محسن (۱۳۹۳). بررسی رابطه شاخص کل و قیمت بازگشایی سهام (با استفاده از مکانیزم حراج) پس از افزایش سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران (پردیس البرز).
- ملکوتی، مهدی (۱۳۹۲). بررسی تأثیر روش‌های افزایش سرمایه بر بازدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه تهران (پردیس بین الملل کیش).
- ودیدی، محمد حسین و رضوی راد، سید محمود (۱۳۸۷). بررسی اثر افزایش سرمایه بر ارزش افزوده بازار در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش و توسعه، ۲۳(۱۵)، ۱۹۱-۱۷۱.
- پناهیان حسین (۱۳۸۶). بررسی اثر افزایش سرمایه بر بازده سهام و ریسک شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های مدیریت راهبردی، ۳۸(۱۳)، ۵۶-۷۱.
- رهنمای رود پستی فریدون، گل کاریان سعید (۱۳۸۴). ارزیابی آثار شیوه‌های افزایش سرمایه بر بازده سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، نشریه مدیر ساز، ۱۷(۸)، ۷۹-۸۸.

## References

- Abbasi, E. (2004) methods and theories of issuing shares and market price, scientific and cultural publication. (In Persian).
- Abbasi, E. and Ghorbani, H. (2016), study of consequences of price pressure created by capital raising program, *financial management strategy*, 13(4): 25-39. (In Persian).
- Asquith P. and Mullins Jr, David w (1986) Equity issues and offering Dilution, *Journal of financial Economics*. 15(2), 61-89.
- Attei. G. A (2007), study of the effect of capital increase by right issues on the return of stocks in recession and prosperous periods of the market, *master's thesis*, Islamic Azad University (in Persian).
- Ball, R., Brown P. and finne F.J. (1997). Share capitalization changes new information and the Australian equity market paper presented at the conference of the Accounting Association of Australia and New Zealand.
- Barcly Michael J. and Ilitzenberger H. (1988). Announcement effects of new equity issues and the use of intraday price data. *Journal of financial Economics* 21(3), 71-99.
- Bqhren, Qyvind, Eckbo B. Espen and michalsen, Dag (1977). Why under write rights offerings? Some new evidence. *Journal of financial Economics*, 46(1), 223-261.
- CarloChiarella, E., Nuria و Suárezc (2019), Bank recapitalization in Europe: Informational content in the issuing method, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. 63(2), 101134.
- Chan. Wesley.S. (2003). Stock price reaction to news and no-news: drift and reversal after headline. *Journal of Financial Economics*. 70(3), 223-260.
- Dann. L. and Mikkelson W. (1984). Convertible, debt issuance capital structure change and financing- related information: some new evidence. *Journal of financial Economics*. 13(4), 157-186.
- Davallou, M. and Payesteh, A. (2017) Relation of size , Earning management and market timing to the firm performance in seasonal equity offerings , *Empirical Research in Accounting* , 6 (23), 189-219 (in Persian)
- Googerchin. M (2014), Study of the relationship between market index and reversal price of the stock (by bargaining mechanism) after capital increase in TSE, *master's thesis*, Tehran University. (In Persian)
- Hess, Alan C. and Frost, peter A. (1982). Tests for price effects of new issues of seasoned securities". *The journal of finance*. 36 (1), 11-25.
- Jahankhani. A & Abbasi. A (2000), Impact of issuing right shares on returns for stockholders in TSE, *economy and management*, 46(2), 77-97. (In Persian).
- Kashir. N. A (2006), Study of the effect of capital increase aims on companies' returns in TSE, *master's thesis*, Islamic Azad University. (In Persian).
- Loderer, C. and Zimmerman H. (1988). Stock offerings in a different institutional setting: the Swiss case. *Journal of Banking and finance*, 12(3) 353-378.
- Malakooti. M (2013), Study of effects of capital increase methods on companies' returns in TSE, *master's thesis*, Tehran University. (In Persian).
- Marsh P.R. (1977) An analysis of equity rights issues on the London stock exchange". *Unpublished doctoral dissertation, London Graduate school of Business suduies*.

- Masulis R .W .and korwar A.N. (1986). Seasoned equity offering: An empirical investigation. *Journal of financial economics*. 15(1), 91-118.
- Myers Stewart C. and Majluf Nicholas S. (1984). Corporate financing and investment Decisions when firms have information that investors do not have, *journal of financial Economics*, 13(3), 187-221.
- Mikkelson wayne H. and partch M. Megan (1986). Valuation effects of security offerings and the issuance process. *Journal of financial Economics*. 15(2) 31-60.
- Panahian. H (2007), Study of capital increase on stock return and the risk of companies in TSE, researches of strategy management, 38(13), 56-71. (In Persian).
- Rahimzadeh.T.F (2005), Study of the effect of dividends and bonus issues on abnormal returns of companies in the nonmetallic group in TSE, master's thesis, Islamic Azad University. (In Persian).
- Rahnamai. R. F & Golkarian. S (2005), Evaluation of effects of capital raising methods on stock returns of companies in TSE, *Modirsaz*, 17(8), 79-88. (In Persian).
- Scholes Myron S. (1972). The market for securities: substitution versus price pressure and the effect of information on share prices .*The journal of business*, 45(1), 179-211.
- Singh Ajal K. (1997). Layoffs and underwritten rights offers, *journal of financial Economics*. 43(2), 105-130.
- Smith Jr Clifford W. (1977). Alternative methods for raising capital rights versus underwritten offerings. *Journal of financial economics*. 5(3), 273-307.
- Titman Sheridan, K. C. Joha Wei and feixue Xie (2004) Capital investment and stock returns, *journal of financial and quantitative analysis*. 39(4), 677-700.
- Vadiee. M & Razaviraad. S (2008), Study of effect of capital increase on market value added on companies in TSE, *knowledge and development*, 23(15), 171-191. (In Persian).
- Woorlidge R. (1983). Stock dividends as signaling. *The Journal of financial research*. 6 (1), 1-12.

## COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC-ND 4.0 license.