

## دانشگاه تهران

دانشکده علوم اداری و مدیریت

پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری

### تأثیر افزایش سرمایه بر بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۷۴ - ۱۳۷۰

سید حسام شمس عالم

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی

پرتال جامع علوم انسانی  
استاد راهنما:

دکتر قدرت الله طالبی

اسفند ماه ۱۳۷۵

این رساله در جلسه مورخ ۲۸، ۱۲، ۷۵  
بیت رسیدگی با درجه و نمره (عالی) (۷۸/۵) تصویب رسید

۱۰۹۸۵

## چکیده

افزایش سرمایه به عنوان یکی از راههای تأمین منابع مالی شرکتها مطرح است. استفاده از این روش طی سالهای اخیر در بورس اوراق بهادار تهران شدت بیشتری یافته است. افزایش سرمایه شرکتها دارای تأثیرات بالقوه بر قیمت سهم می باشد که بطور عادی جهت تأثیر آن بر ثروت سهامدار، مورد علاقه سهامداران است. بویژه اینکه در شرکتهای سهامی عام بدلیل مداخله کمتر و امکان در مدیریت شرکت، سهامداران، مدیران را وکیل و حافظ منافع خود تلقی می کنند و تصمیمات آنها را در راستای تأثیر بر ثروت خود ارزیابی می کنند. برای اندازه گیری ثروت سهامدار در این تحقیق معیار بازده کل حاصل از نگهداری سهم برای دوره یکساله مدنظر بوده است

$$\text{قیمت اول دوره سهم} - \text{قیمت آخر دوره سهم} + \text{سود سهمی} + \text{مزایای حق تقدم} + \text{سود نقدی} = \text{بازده کل}$$

قیمت اول دوره سهم

در این تحقیق ما بدنبال تأثیر افزایش سرمایه بر بازده کل سهامدار بوده ایم. سه بحث تئوریک در مورد تأثیر افزایش سرمایه بر بازده سهام وجود دارد. گروه اول افزایش سرمایه را عاملی بی تأثیر، گروه دوم آنرا عاملی مثبت و گروه سوم عاملی منفی بر بازده سهامدار می دانند. مطالعات اولیه نشان داد که در بورس اوراق بهادار تهران افزایش سرمایه عاملی بی تأثیر بر بازده سهامدار می باشد. برای انجام تحقیق سه گروه اصلی شرکتهای که برتیب در دوره تحقیق یک، دو و چهار بار افزایش سرمایه داده بودند و یک گروه کنترل که در دوره تحقیق افزایش سرمایه ای نداشته اند انتخاب شدند. متناسب با جوامع آماری ۶ فرضیه اخص تحقیق برای نتیجه گیری کلی در مورد فرضیه اهم یعنی تأثیر افزایش سرمایه بر بازده سهام طراحی شدند.

در ۳ فرضیه اول میانگین بازده سهام هر گروه از شرکتها در دوره بعد از افزایش سرمایه با میانگین بازده سهام گروه کنترل سنجیده شده است و در ۳ فرضیه دوم بدنبال بررسی تغییر بازده سهام هر گروه از جوامع آماری در دوره بعد از افزایش سرمایه نسبت به دوره قبل از افزایش سرمایه می باشیم.

نتایج بدست آمده از آزمون ۳ فرضیه اول با استفاده از آزمون آماری تفاضل میانگین دو جامعه نشان دهنده عده تفاوت معنی دار بین میانگین بازده سهام شرکتهایی که افزایش سرمایه داده اند با میانگین بازده سهام



سرکتهایی است که افزایش سرمایه نداده‌اند و نتایج بدست آمده از آزمون ۳ فرضیه دوم با استفاده از آزمون آماری زوجهای مرتب نشان‌دهنده عدم تفاوت معنی‌دار بین بازده سهام شرکت‌های ۳ گروه مورد مطالعه در دوره پس از افزایش سرمایه نسبت به دوره قبل از آن می‌باشد.

بطور کلی نتایج آزمونهای آماری و بررسیهای بعمل آمده دیگر نشان‌دهنده عدم تأثیر افزایش سرمایه بر بازده سهام شرکت‌های مورد مطالعه در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۷۰-۱۳۷۴ می‌باشد.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی



## فهرست مطالب

صفحه

عنوان

## □ فصل اول - کلیات

۲	.....	- مقدمه
۳	.....	- تئوری تحقیق
۵	.....	- بیان موضوع
۶	.....	- واژه‌های عملیاتی
۸	.....	- تعریف عملیاتی
۸	.....	- محدودیت‌های تحقیق
۸	.....	- اهمیت تحقیق
۸	.....	- هدف تحقیق
۱۰	.....	- روش تحقیق
۱۰	.....	- جامعه آماری
۱۱	.....	- انتخاب جامعه آماری
۱۱	.....	- روش گردآوری اطلاعات
۱۱	.....	- فرضیات تحقیق
۱۴	.....	- آزمون فرضیات تحقیق
۱۴	.....	- پیشینه تحقیق

## □ فصل دوم - مبانی تئوریک

۱۶	.....	- مقدمه
۱۷	.....	- بخش اول: راههای تأمین مالی شرکت
۲۰	.....	- صدور سهام عادی

( الف )



۲۲	- صدور سهام عادی در بورس تهران
۲۸	- بخش دوم: بازده سهام
۳۴	- روشهای محاسبه بازده سهامداران
۴۲	- روش محاسبه بازده در این تحقیق
۴۳	- بخش سوم: مباحث تئوریک تأثیر افزایش سرمایه بر بازده سهام
۵۰	- مزایا و معایب صدور حق تقدم از دیدگاه شرکت
۵۱	- مزایا و معایب صدور حق تقدم از دیدگاه سهامداران
۵۳	- تأثیر پرداخت مزایای سهم بر بازده سهم

□ فصل سوم - روش تحقیق

۶۱	- مقدمه
۶۱	- مراحل تحقیق
۶۳	- مدل تحقیق
۶۳	- جامعه آماری
۶۴	- انتخاب جامعه آماری
۶۵	- انتخاب نمونه‌های آماری
۶۶	- روش گردآوری اطلاعات
۶۷	- قرار دادن داده‌های آماری در مدل تحقیق
۶۸	- فرضیات تحقیق
۷۰	- آزمون فرضیات تحقیق

□ فصل چهارم - تجزیه و تحلیل

۷۴	- بخش اول: محاسبه بازده
۸۱	- بخش دوم: آزمونهای تحقیق

( ب )



۸۷ - خلاصه نتایج آزمونهای تحقیق

فصل پنجم - نتیجه گیری و پیشنهادهای تحقیق

۹۰ - طبقه بندی نتایج تحقیق

۹۳ - پیشنهادهای تحقیق

۹۵ - پیوستها

۱۰۵ - منابع و مآخذ



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

## فصل اول

# کلیات

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی



مقدمه

با گسترش روند خصوصی سازی صنایع و واگذاری مالکیت واحدهای دولتی به بخش خصوصی، مدیریت شرکتها بیش از پیش با تمایل مالکان، مبنی بر حداکثر کردن ثروت آنها مواجه می شوند. اگر قبول کنیم که حداکثر کردن ثروت سهامداران به معنای افزایش ارزش شرکت تا حد امکان می باشد، هرگونه تصمیم مدیران که منجر به تغییر در ارزش شرکت شود بر میزان همسویی رفتار مدیریت با تمایل سهامداران مؤثر است.

امروزه استفاده کنندگان از صورتهای مالی پس از طی دوران تأکید بر صورتحساب سود و زیان و ترازنامه به عنوان ابزار تصمیم گیری در مورد پیش بینی روند آتی شرکت و قضاوت در مورد عملکرد یک مؤسسه، عمده تمرکز خود را روی تهیه صورت جریان وجوه نقد به عنوان کانون اصلی قضاوت در مورد ارزش یک شرکت قرار داده اند. از طرفی مدیران شرکت به عنوان مؤثرترین افراد بر ارقام تشکیل دهنده صورتهای مالی بر سه بخش اصلی صورت جریان نقدی یعنی فعالیتهای تأمین مالی، سرمایه گذاری و تقسیم سود و عملیات جاری شرکت بایستی پاسخگویی تصمیمات مالی خود در شرکت باشند. علاوه بر این مدیران طبق تئوری نمایندگی، نمایندگان مالکان شرکت محسوب می شوند و وظیفه دارند تا منابع نقدی مورد نیاز شرکت را با ارزاترین راه بدست آورند و آنرا در فعالیتهایی با حداقل ریسک و حداکثر بازده سرمایه گذاری کنند.

منابع تأمین مالی شرکت به دو بخش منابع داخلی و منابع خارجی تقسیم می شوند. منابع خارجی عمده شرکت عبارتند از: اخذ وام، صدور سهام ممتاز جدید و صدور سهام عادی جدید. در حالیکه منابع داخلی عمده شرکت عبارتند از: وجه حاصل از عملیات جاری و فروش دارایی های ثابت شرکت.

در میان راههای تأمین مالی شرکت، صدور سهام عادی جدید، بدلیل تأثیر آن بر ساختار سرمایه، قیمت سهام و سود هر سهم می تواند اثر سریعی بر بازده سرمایه گذاری سهامداران داشته باشد.



تئوری تحقیق

در مورد انتخاب راه کار صدور سهام عادی جدید جهت تأمین منابع مالی شرکت، نظرات متفاوتی وجود دارد. طرفداران این نظرات را می توان بر اساس دیدگاه آنها در رابطه با تأثیر صدور سهام عادی جدید بر بازده و ثروت سهامداران، به ۳ گروه کلی تقسیم نمود<sup>(۱)</sup> که با توجه به دلایل علمی و عملی متفاوت، صدور سهام عادی جدید را به ترتیب عاملی خنثی، مثبت و منفی بر ثروت سهامدار تلقی می کنند.

گروه اول معتقدند که صدور سهام عادی جدید تأثیری بر ثروت سهامدار ندارد. این گروه بر مبانی تئوریک قیمت گذاری سهام پس از تقسیم سود و یا صدور سهام جدید تأکید نموده و همچنین ساختار سرمایه شرکت را موضوعی بی ارتباط با ارزش شرکت بیان می کنند. بر اساس مبانی تئوریک قیمت گذاری، سود سهمی و حق تقدم خرید سهام، ارزش جدیدی برابر با میزان کاسته شده از قیمت سهم اولیه برای سهامدار ایجاد می کند و در یک بازار نیمه کارا رفتار سرمایه گذاران به گونه ای است که مکانیسم عرضه و تقاضا با توجه به آگاهی سهامداران از ارزش واقعی شرکت، قیمت سهم را مشخص می کند. از طرف دیگر (Miller & Modigliani) M-M (1961)، پرداخت هر گونه عایدی به سهامدار و یا تغییر در ساختار سرمایه را در ارزش شرکت بی تأثیر می دانند بنابراین در صورتی که صدور سهام جدید و پرداخت سود سهمی بر ارزش کل یک شرکت بی تأثیر باشد، بر ثروت سهامدار به عنوان مالک بخشی از شرکت نیز تأثیری نخواهد گذاشت.

گروه دوم معتقدند که صدور سهام جدید باعث افزایش میزان ثروت سهامدار خواهد شد. در بیشتر طرحهای توجیهی که برای صدور سهام جدید ارائه می گردد، مدیران به دفاع از فروش سهام جدید به عنوان راهی مناسب برای تأمین منابع مالی شرکت می پردازند. این گروه معتقدند که با توجه به شرایط خاص اخذ وام و عدم امکان استفاده همیشگی از آن می توان از صدور سهام جدید استفاده نمود. این منابع مالی جدید در پروژه های شرکت سرمایه گذاری خواهد شد که بازده مناسبی برای شرکت و در نهایت سهامدار ایجاد خواهد نمود. ضمن اینکه اگر فروش سهام جدید فقط به سهامداران فعلی انجام پذیرد، سهم مالکیت آنها در کل شرکت بدون تغییر خواهد ماند، که حافظ حق مالکیت و حق کنترل سهامداران فعلی می باشد. همچنین صدور

۱- گلریز، ح.، بورس اوراق بهادار، تهران، انتشارات امیرکبیر، ۱۳۷۴

سهام جدید باعث کاهش قیمت بازار هر سهم شرکت به میزانی خواهد شد که ارزش سهم جدید، این کاهش قیمت را پوشش می‌دهد. کاهش قیمت سهم باعث افزایش تقاضا جهت خرید سهام و افزایش مجدد قیمت سهم خواهد شد. ورود طبقات کم درآمدتر جامعه به سهامداران شرکت نیز نوعی هدف اجتماعی صدور سهام جدید عنوان شده است.

گروه سوم معتقدند که صدور سهام جدید باعث کاهش ثروت سهامدار خواهد شد. صدور سهام جدید باعث افزایش تعداد سهام شرکت شده و فزونی تعداد سهام بطور عادی باعث افزایش عرضه سهم و به عبارتی رقیق شدن سهام شرکت خواهد شد. ضمن اینکه اگر بخشی از سهام جدید صادره به جای فروش به سهامداران فعلی در معرض فروش عمومی گذاشته شود، سهامداران فعلی بخشی از حق کنترل خود را در شرکت از دست می‌دهند. این گروه معتقدند که منابع جدید حاصله حتی در صورت سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور با ریسک توأم می‌باشد و در صورت تأمین هزینه‌های جاری شرکت نیز نوعی سرمایه‌گذاری بدون بازده محسوب می‌شود. ضمن اینکه تأمین مالی از طریق صدور سهام عادی گرانترین راه از بین راههای تأمین مالی محسوب می‌شود و مدیران بایستی در صورت امکان از راههای ارزاتری مثل اخذ وام استفاده کنند.

با وجود دیدگاههای متفاوت، مدیران شرکتهای بورس تهران در سالهای اخیر همواره از صدور سهام عادی جدید به عنوان ابزاری در دسترس جهت تأمین مالی شرکت استفاده نموده‌اند<sup>(۱)</sup>. نیاز فزاینده به منابع مالی و کمبود نقدینگی، محدود شدن تسهیلات اعطایی بانکها به شرکتها و سیاست‌گذاری اقتصاد کلان کشور مبنی بر جذب نقدینگی جامعه به بورس، از جمله دلایل رشد میزان تأمین مالی از این راه عنوان شده است.

به نظر می‌رسد که اگر بتوان با معیارهای قابل قبول تغییرات ثروت سهامداران را طی دوره‌های متفاوت که سرمایه شرکتها به دلیل صدور سهام جدید افزایش یافته است اندازه‌گیری نمود و مقایسه‌ای منطقی بین تغییرات ثروت سهامداران در مقابل تغییرات سرمایه شرکتها انجام داد. با فرض ثابت بودن سایر عوامل مؤثر بر ثروت سهامداران، می‌توان تأثیر تصمیمات مدیریت مبنی بر افزایش سرمایه شرکت را در بوته آزمون عملی قرار داد.

در این تحقیق سعی می‌شود تا با بهره‌گرفتن از مباحث تئوریک و عملکرد بازار به عنوان بستر اندازه‌گیری

۱- سالنامه ۷۴ سازمان بورس اوراق بهادار تهران ص ۳۳

ثروت سهامداران، یک دیدگاه قضاوتی که در مورد قبول مدیران و سهامداران شرکت نسبت به میزان تغییرات ثروت سهامداران بدست آورد تا بتوان تصویری از نتایج واقعی بدست آمده طی دوره‌های اخیر حیات بورس که مورد توجه مدیران، سرمایه‌گذاران و منتقدان مسائل مالی است، ارائه داد.

## بیان موضوع

موضوع تحقیق عبارتست از:

"تأثیر افزایش سرمایه بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۷۴-۱۳۷۰"

سهامداران، مدیران شرکت را نمایندگان خود تلقی می‌کنند و انتظار دارند تا تصمیمات مدیریت به ایجاد حداکثر مطلوبیت برای آنان منجر شود. طبیعی است که در مقابل هر تصمیمی که از طرف مدیران اتخاذ شود و منجر به کاهش در ثروت سهامداران گردد، سهامداران حساسیت نشان دهند و از مدیران در مورد دلیل کاهش ثروت خود سئوالاتی مطرح کنند. از جمله اینکه:

- آیا دلیلی که در مجامع از طرف مدیران در مورد افزایش سرمایه عنوان شد، بدون سنجش همه جانبه عواقب آن بوده است؟

- آیا مدیران شرکت نسبت به عکس‌العمل بازار در مورد قیمت سهام بی‌توجه بوده‌اند؟

- آیا تأمین مالی شرکت از راه ارزاتری میسر نبوده است؟

و ...

یکی از این تصمیمات مدیریت که بصورت سریع بر قیمت سهام و احتمالاً بازده سهامداران تأثیر می‌گذارد، تصمیم به افزایش سرمایه شرکت است. سهامداران بصورت روانی کاهش قیمت هر سهم را نشانی از کاهش ثروت خود تلقی می‌کنند. و در مقابل کاهش ثروت خود، مدیران شرکت را مسئول این امر می‌دانند.

در مقابل، مدیران همواره با تأکید بر آینده‌نگری در تصمیماتشان و موقتی بودن کاهش قیمت سهام، بر نگهداری سهم و عدم فروش آن اصرار می‌ورزند. ضمن اینکه با توجه دادن اذهان به تئوری اجتماعی بر

شرکت دادن سرمایه‌های کوچک از طریق کاهش قیمت سهام که در نهایت باعث افزایش تقاضا و در نتیجه افزایش دوباره قیمت و ثروت سهامداران فعلی می‌شود، دلالت می‌کنند. مدیران همچنین با استناد به گفته‌های کارشناسان یا مسئولان بورس همواره عنوان می‌کنند که کاهش قیمت‌ها ناشی از سفته‌بازهای موجود در بازار یا شرایط اقتصادی حاکم بر جامعه و خارج از شرکت می‌باشد.

برای قضاوت در مورد اینکه آیا تصمیم به تأمین منابع مالی از طریق فروش سهام جدید یا پرداخت سود سهمی در راستای منافع سهامداران و افزایش ثروت آنها است، می‌بایستی تأثیر این دو متغیر را بصورتی منطقی مورد آزمون قرار داد. در این تحقیق راههای افزایش سرمایه مورد بررسی قرار گرفته و بازده سهم در دوره‌های معین به عنوان معیار سنجش ثروت سهامدار مد نظر قرار گرفته است. در فصل بعد تعاریف مختلفی که از بازده سهم می‌شود مورد بررسی قرار گرفته و بازده کل به عنوان معیار ثروت سهامدار مورد استفاده قرار گرفته است.

## واژه‌های عملیاتی

### سرمایه :

- سرمایه بخشی از حقوق صاحبان شرکتهای سهامی عام است که از دو قسمت تشکیل شده است:
- الف - آورده‌های نقدی و غیرنقدی اولیه که در اساسنامه شرکت به نقد و غیرنقد تفکیک می‌شود.
- ب - تغییرات مثبت در مبلغ سرمایه اولیه.

### افزایش سرمایه :

- طبق ماده ۱۵۷ قانون تجارت مصوبه اسفند ۱۳۴۷، "سرمایه شرکت را می‌توان از طریق صدور سهام جدید و یا از طریق بالا بردن مبلغ اسمی سهام موجود افزایش داد." آنچه در این تحقیق مدنظر است افزایش سرمایه شرکت از طریق صدور سهام جدید می‌باشد که طبق ماده ۱۵۸ قانون تجارت از روشهای زیر امکان پذیر است:
- ۱- پرداخت مبلغ اسمی سهام به صورت نقد.
  - ۲- تبدیل مطالبات نقدی حاصل شده اشخاص از شرکت به صورت سهام جدید.

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

۴- تبدیل اوراق قرضه به سهام.

از آنجا که استفاده از تبدیل اوراق قرضه به سهام به دلیل غیرفعال بودن این ابزار تأمین مالی طی سالهای اخیر، در شرکتهای سهامی عام بکار گرفته نمی‌شود، در این تحقیق بر سه روش اول تأکید شده است.

### بازده سهام:

منظور از بازده سهام همان بازده سهام کل یا مجموعه مزایایی است که طی دوره مورد تحقیق به سهم تعلق می‌گیرد<sup>(۱)</sup> و شامل موارد ذیل است:

۱- افزایش قیمت سهام در آخر دوره مورد نظر نسبت به ابتدای دوره.

۲- سود نقدی پرداختی هر سهم طبق مصوبه مجمع عمومی صاحبان سهام که بعد از کسر مالیات پرداخت می‌شود.

۳- مزایای ناشی از حق تقدم خرید سهام که به ارزش ریالی قابل محاسبه است. در این تحقیق فرض شده است که سهامدار از حق تقدم خرید سهام استفاده نموده است و در پایان دوره اقدام به فروش سهم جدید به همراه سهم اولیه می‌نماید. برای بدست آوردن ارزش خالص عایدی حاصله از خرید حق تقدم، می‌توان قیمت پذیره نرسی را از قیمت سهم در پایان دوره کسر کرد.

۴- مزایای ناشی از سهام جایزه که از محل انتقال حساب اندوخته به حساب سرمایه شرکت تأمین می‌شود. در این مورد نیز فرض شده است که سهامدار، سهم جدید را به همراه سهم اولیه در پایان دوره به فروش می‌رساند.

= بازده کل سهم نسبت به قیمت اول دوره (قیمت خرید)

$$= \frac{\text{قیمت اول دوره} - \text{قیمت پایان دوره} + \text{مزایای سهام جایزه} + \text{مزایای حق تقدم} + \text{سود نقدی پرداختی}}{\text{قیمت سهم در ابتدای دوره}}$$

در این تحقیق فرض شده است که سهامدار قبل از افزایش سرمایه اقدام به خرید سهم می‌نماید و در انتهای یک دوره معمولاً یک ساله سهم را به همراه تمامی عایدات سهمی مثل حق تقدم مورد استفاده و سهم جدید

۱- سالنامه ۷۴ سازمان بورس اوراق بهادار تهران ص ۴۹