

باسمه تعالی

تحلیل بنیادی و افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی دارایی‌ها

دکتر غلامحسین تقی‌تاج^۱

محمد مهدی مومن‌زاده^۲

محمد هادی مومن‌زاده^۳

۱- دانشیار و عضو هیأت علمی دانشگاه امام حسین (ع)، دکترای حسابداری از دانشگاه علامه طباطبایی، مدیر عامل بانک مهر اقتصاد
۲- نویسنده پاسخگو، دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی، کارشناس مدیریت نظارت بر بازار اولیه سازمان بورس و اوراق بهادار، تلفن: ۸۴۰۸۳۱۱۷ همراه: ۰۹۱۲-۲۵۷۷۲۴۳ ایمیل: momenzadeh2000@yahoo.com
۳- کارشناس حسابداری و عضو انجمن حسابداری مدیریت ایران

چکیده:

در سال‌های اخیر با تصویب بندهای مربوط در قوانین بودجه کل کشور و قانون حداکثر استفاده از توان تولیدی و خدماتی در تأمین نیازهای کشور و تقویت آن‌ها در امر صادرات، افزایش سرمایه بنگاه‌های اقتصادی، ناشی از تجدید ارزیابی دارایی‌های آن‌ها از شمول مالیات معاف اعلام شده است. افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی دارایی‌ها موجب ورود وجوه نقد یا عدم خروج جریان نقدینگی از شرکت نخواهد شد، از این رو با انواع مرسوم افزایش سرمایه تفاوتی اساسی دارد و به دلیل نوظهور بودن آن در بازار سرمایه کشور ابعاد، پیامدها و اثرات آن به طور کامل مورد بررسی قرار نگرفته است. در این مقاله چارچوب تحلیل بنیادی مبنای بررسی و تحلیل افزایش سرمایه از این محل قرار می‌گیرد. تحلیل بنیادی نشان می‌دهد، گرچه افزایش سرمایه از این محل مزایایی همچون افزایش نسبت مالکانه و افزایش ظرفیت استقرایی را به همراه دارد اما کاهش بسیاری از نسبت‌های مالی، کاهش نرخ رشد شرکت اعم از نرخ رشد داخلی و نرخ رشد قابل تحمل (پایدار)، کاهش ارزش ذاتی سهم و کاهش نسبت P/E، در کنار افزایش ریسک و بازده مورد انتظار سهامداران از جمله پیامدهای آن است.

واژگان کلیدی: افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی دارایی‌ها، تحلیل بنیادی، نسبت‌های مالی، ارزشیابی سهام، نسبت P/E

مقدمه

افزایش سرمایه و انتشار سهام جدید یکی از روش‌های متداول تأمین منابع مالی در شرکت‌ها می‌باشد و با اهدافی چون اجرای طرح‌های توسعه، اصلاح ساختار مالی و مشارکت در افزایش سرمایه شرکت‌های سرمایه‌پذیر صورت می‌گیرد. افزایش سرمایه بر عملکرد شرکت، حقوق صاحبان سهام، تعداد، قیمت و بازده سهام شرکت‌ها تأثیر دارد و از این‌رو از نظر مدیران و سهامداران شرکت‌ها حائز اهمیت است.

انتشار سهام این مزیت را داراست که سررسید ندارد و شرکت ملزم به بازپرداخت وجوه تأمین شده نیست و تنها به پرداخت سود سهام (در صورت وجود) متعهد می‌گردد، اما موجب می‌شود مالکیت شرکت بین تعداد زیادی از اشخاص تقسیم گردد. در ضمن انتشار سهام می‌تواند نشان دهنده این باشد که شرکت جهت رشد و توسعه، طرح‌های سودآوری در دست اجرا دارد. در نتیجه می‌تواند حساسیت بازار و تغییرات بازده سهام را به دنبال داشته باشد.

(رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۸۹، ۶۸)

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

۱. پرداخت مبلغ سهم به نقد،

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

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

۴. تبدیل اوراق قرضه به سهام،

و بر اساس ماده ۱۵۹ افزایش سرمایه از طریق بالا بردن مبلغ اسمی سهام موجود در صورتی که برای صاحبان سهام ایجاد تعهد کند ممکن نخواهد بود مگر آنکه کلیه صاحبان سهام با آن موافق باشند.

دقت در موارد بالا نشان می‌دهد افزایش سرمایه به روش‌های یاد شده به ورود وجوه نقد به شرکت و یا عدم خروج جریان نقدینگی از شرکت می‌انجامد. علاوه بر روش‌های مذکور با تصویب جزء «ب» بند ۷۸ قانون بودجه سال ۱۳۹۰ کل کشور، بند ۳۹ قانون بودجه سال ۱۳۹۱ کل کشور و ابلاغ آیین‌نامه‌های اجرایی آن‌ها افزایش سرمایه بنگاه‌های اقتصادی ناشی از تجدید ارزیابی دارایی‌های آن‌ها، در سال‌های بودجه امکان‌پذیر و از شمول مالیات معاف است، مشروط بر آن که متعاقب آن به نسبت استهلاك دارایی مربوطه و یا در زمان فروش، مبنای محاسبه مالیات اصلاح گردد و بنگاه یاد شده طی پنج سال آخر تجدید ارزیابی نشده باشد. معافیت مالیاتی مزبور در بند ۴۸ قانون بودجه سال ۱۳۹۲ کل کشور، نیز تکرار شد. همچنین ماده ۱۷ قانون حداکثر استفاده از توان تولیدی و خدماتی در تأمین نیازهای کشور و تقویت آن‌ها در امر صادرات، مورخ ۱۳۹۱/۰۶/۱۵، مقرر نمود "افزایش سرمایه

بنگاه‌های اقتصادی ناشی از تجدید ارزیابی دارایی‌های آن‌ها، از تاریخ لازم‌الاجرا شدن این قانون به مدت پنج سال از شمول مالیات معاف است، مشروط بر آن که متعاقب آن به نسبت استهلاک دارایی مربوطه و یا در زمان فروش، مبنای محاسبه مالیات اصلاح گردد و بنگاه یاد شده طی پنج سال آخر تجدید ارزیابی نشده باشد. آیین‌نامه اجرائی این ماده توسط معاونت برنامه‌ریزی و نظارت راهبردی رئیس جمهور و وزارت امور اقتصادی و دارایی با همکاری وزارت صنعت، معدن و تجارت تهیه می‌شود و حداکثر ظرف شش ماه از تاریخ لازم‌الاجرا شدن این قانون به تصویب هیأت وزیران می‌رسد."

افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی که با تصویب قوانین فوق امکان‌پذیر گردید از نظر استانداردهای حسابداری نیز به شرط تجویز قانون مجاز می‌باشد، بر اساس استانداردهای حسابداری افزایش مبلغ دفتری یک دارایی ثابت مشهود در نتیجه تجدید ارزیابی آن (درآمد غیر عملیاتی تحقق نیافته ناشی از تجدید ارزیابی) مستقیماً تحت عنوان مازاد تجدید ارزیابی ثبت و در ترازنامه به‌عنوان بخشی از حقوق صاحبان سرمایه طبقه‌بندی می‌شود و در صورت سود و زیان جامع انعکاس می‌یابد. از آنجا که مازاد مزبور درآمد تحقق نیافته است، لذا افزایش سرمایه به طور مستقیم، از محل آن مجاز نیست، مگر در مواردی که به‌موجب قانون تجویز شده باشد. (استاندارد حسابداری شماره ۱۱، بند ۴۲) افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی موجب ورود وجوه نقد یا عدم خروج جریان نقدینگی نخواهد شد، از این رو با انواع مرسوم افزایش سرمایه تفاوتی اساسی دارد. همچنین به دلیل نوظهور بودن آن در بازار سرمایه کشور بررسی ابعاد، پیامدها و اثرات آن به صورت تجربی میسر نیست و پژوهش‌های صورت گرفته در خصوص افزایش سرمایه شرکت‌های حاضر در بازار سرمایه نیز به سایر انواع افزایش سرمایه پرداخته‌اند. پژوهش حاضر تلاشی است که از دریچه تحلیل بنیادی به بررسی ابعاد و ویژگی‌های افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی می‌پردازد. این پژوهش ادعای کشف همه واقعیات مربوط به موضوع مورد بررسی را ندارد و حداکثر توضیحی و یا تحلیلی است که در جهت غنای ادبیات موضوع در کنار سایر توضیح‌ها و تحلیل‌های ممکن دیگر ارائه می‌شود.

از نظر فعالان بازار سرمایه اعلام برگزاری مجمع عمومی فوق‌العاده به منظور تصویب افزایش سرمایه به عنوان یک خبر مالی می‌تواند بر قیمت سهام و در نتیجه بازدهی آن تأثیر بگذارد. (عبادی و حسن پور، ۱۳۹۰، ۴۵) بررسی اجمالی قیمت سهام شرکت‌هایی که اقدام به انتشار سهام عادی نموده‌اند نشان می‌دهد که معمولاً سهامداران بعد از تاریخ اعلان افزایش سرمایه، بازده غیرعادی کسب می‌کنند، به عبارت دیگر افزایش سرمایه باعث افزایش ثروت سهامداران می‌شود و این افزایش لزوماً ناشی از تغییری مثبت در سود نیست بلکه حاصل سفته‌بازی، تصورات غلط و عدم آگاهی سرمایه‌گذاران از محتوای اطلاعاتی افزایش سرمایه می‌باشد. افزایش قیمت سهام و ارزش بازار شرکت به سبب افزایش سرمایه در صورتی از ثبات و استمرار برخوردار خواهد بود که سود و بازده شرکت نیز به

طور متناسبی تعدیل گردد، در غیر این صورت با توجه به هزینه تأمین مالی از طریق افزایش سرمایه، قیمت سهام شرکت کاهش یافته و باعث کاهش ارزش افزوده بازار شرکت می‌گردد. (ودیدی و رضوی‌راد، ۱۳۸۷، ۱۷۳) چنین نگرانی‌هایی در افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی بیش از سایر انواع افزایش سرمایه به چشم می‌خورد. علاوه بر این به دلیل سایر مسائلی که در این پژوهش به آن‌ها پرداخته می‌شود تصمیم‌گیری هیئت‌مدیره و صاحبان سهام به منظور عملی ساختن افزایش سرمایه، اظهارنظر بازرسان قانونی شرکت در خصوص گزارش هیئت‌مدیره به مجمع و اعطای مجوز از طرف نهاد ناظر بازار سرمایه در این مدل افزایش سرمایه، نسبت به سایر انواع افزایش سرمایه مذاقه و تأمل بیشتری را می‌طلبد. در ادامه ابعاد و ویژگی‌های افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی دارایی‌ها در چارچوب تحلیل بنیادی مورد بررسی قرار می‌گیرد.

ابعاد حسابداری افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی

رویه حسابداری دارایی‌های ثابت مشهود و نامشهود در ایران در استاندارد حسابداری شماره ۱۱ (دارایی‌های ثابت مشهود) و استاندارد حسابداری شماره ۱۷ (دارایی‌های نامشهود) تعیین شده است، بر اساس این استانداردها واحد تجاری باید یکی از دو روش "بهای تمام شده" یا "تجدید ارزیابی" را به عنوان رویه حسابداری خود انتخاب کند و آن را در مورد تمام اقلام یک طبقه دارایی‌های ثابت مشهود و نامشهود به کار گیرد. در روش بهای تمام شده دارایی ثابت پس از شناخت باید به مبلغ دفتری یعنی بهای تمام شده پس از کسر هرگونه استهلاک انباشته و کاهش ارزش انباشته، منعکس شود.

در روش تجدید ارزیابی پس از شناخت دارایی ثابت، چنانچه ارزش منصفانه به گونه‌ای اتکاپذیر قابل اندازه‌گیری باشد، باید آن را به مبلغ تجدید ارزیابی یعنی ارزش منصفانه در تاریخ تجدید ارزیابی پس از کسر استهلاک انباشته و کاهش ارزش انباشته بعد از تجدید ارزیابی، ارائه کرد.

ارزش منصفانه دارایی‌های ثابت مشهود معمولاً براساس ارزش بازار آن‌ها تعیین می‌گردد. این ارزش بر اساس شواهد بازار و توسط ارزیابان با صلاحیت حرفه‌ای تعیین می‌شود.

از آنجا که مبلغ دفتری دارایی‌های ثابت مشهودی که به مبلغ تجدید ارزیابی در ترازنامه نمایش می‌یابد، مبتنی بر معاملات واقعی واحد تجاری نیست، اعتبار صورت‌های مالی به این امر بستگی دارد که ارزیاب مربوط تا چه حد در زمینه ارزیابی آن طبقه از دارایی‌های ثابت مشهود دارای صلاحیت و تجربه است. از این رو استاندارد مقرر می‌دارد که ارزیابی دارایی‌ها توسط ارزیابان مستقل و دارای صلاحیت حرفه‌ای انجام شود. مازاد تجدید ارزیابی نیز به عنوان یک درآمد غیرعملیاتی تحقق نیافته در سرفصل حقوق صاحبان سرمایه منعکس می‌گردد. از آنجا که مازاد مزبور درآمد تحقق نیافته است، لذا افزایش سرمایه به طور مستقیم، از محل آن مجاز نیست، مگر در مواردی

که به موجب قانون تجویز شده باشد. با تصویب برخی از قوانین در سال‌های اخیر افزایش سرمایه بنگاه‌های اقتصادی ناشی از تجدید ارزیابی دارایی‌های آن‌ها، با رعایت شرایط مربوطه امکان‌پذیر و از شمول مالیات معاف شده است. با این حال تجدید ارزیابی و افزایش سرمایه از محل آن می‌تواند برای شرکت مزایا و معایبی را به همراه داشته باشد. با توجه به اینکه مازاد تجدید ارزیابی در ایران مشمول مالیات می‌باشد شرکت‌ها تمایلی به استفاده از روش تجدید ارزیابی ندارند و یکی از انگیزه‌های افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی معافیت مالیاتی در نظر گرفته شده برای مازاد حاصل از تجدید ارزیابی دارایی‌هاست. در صورت وجود معافیت مالیاتی برای مازاد تجدید ارزیابی، شرکت‌های زیادی اقدام به استفاده از مدل تجدید ارزیابی خواهند کرد که به شفافیت و مربوط بودن صورت‌های مالی می‌انجامد. در ایران تجدید ارزیابی به جای این که به عنوان یک ابزار مالی مورد استفاده قرار گیرد، به یک ابزار مالیاتی شبیه است (رحمانی و حمیدی، ۱۳۸۵، ۶۲). در شرایط فعلی ارزش جاری دارایی‌های شرکت که در برخی از موارد با ارزش دفتری آن‌ها تفاوت قابل ملاحظه‌ای دارد، در صورت‌های مالی و دفاتر حسابداری نشان داده نمی‌شود. به تعبیری می‌توان گفت که شرکت دارای ارزشی پنهان است که با توجه به پایین بودن سطح کارایی اطلاعاتی بازار سرمایه و وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بین ذینفعان، آشکار ساختن آن اهمیت می‌یابد.

افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی علاوه بر به روزرسانی ارزش دارایی‌های شرکت و تاحدی شفافیت و مربوط بودن صورت‌های مالی مزایایی همچون امکان خروج از شمولیت ماده ۱۴۱ قانون تجارت، افزایش ظرفیت استقرایی شرکت، الزامی نبودن تعیین دوره تناوب در رعایت استانداردهای حسابداری مربوط و افزایش نسبت مالکانه را در پی دارد، اما ابهامات، چالش‌ها و معایبی نیز به همراه دارد که از جمله آن‌ها می‌توان به فرآیند ارزیابی دارایی‌ها و مسائل مربوط به آن اشاره نمود. در این زمینه در آئین‌نامه‌های اجرایی مصوب هیئت محترم وزیران و رویه‌های اجرایی منتشره از طرف سازمان بورس و اوراق بهادار به استفاده از خدمات کارشناسان رسمی دادگستری و یا کارشناسان قوه قضائیه و نحوه استفاده از خدمات آن‌ها پرداخته شده است. علیرغم این چاره‌اندیشی‌ها، تجدید ارزیابی‌های غیر مستند دارایی‌ها و به عبارتی ارزشگذاری بیشتر (اضافه ارزشگذاری) و در پاره‌ای از موارد ارزشگذاری کمتر از واقع دارایی‌ها، از چالش‌های تجدید ارزیابی محسوب می‌شود. ارزیابی‌های صورت گرفته بدین نحو مورد پذیرش مدیران و سهامداران بنگاه‌های اقتصادی نیز نمی‌باشد. در کنار آن کاهش سودآوری شرکت در زمان تجدید ارزیابی دارایی‌های استهلاک‌پذیر، افزایش بهای تمام شده هنگامی که بخشی از افزایش هزینه استهلاک ناشی از تجدید ارزیابی دارایی‌های استهلاک‌پذیر در محاسبه بهای تمام شده محصولات و خدمات شرکت لحاظ می‌شود، کاهش قابلیت مقایسه شرکت در بین شرکت‌های هم گروه (ممکن است برخی

اقدام به افزایش سرمایه از این محل نموده باشند و برخی چنین افزایش سرمایه‌ای را در دستور کار قرار نداده باشند) و همسو نبودن با استانداردهای بین‌المللی حسابداری، از دیگر ایرادات وارد بر این مدل افزایش سرمایه می‌باشد.

تحلیل بنیادی

دو روش مهم انتخاب سهام برای اغلب افراد استفاده از تحلیل بنیادی و تحلیل تکنیکی است. تحلیل بنیادی سهام مطالعه و بررسی اطلاعات اصلی تأثیرگذار بر هر شرکت است و از سوی دیگر تحلیل تکنیکی سهام مطالعه و بررسی قیمت سهام است. به نظر بسیاری از افراد تحلیل بنیادی همه اطلاعات لازم برای سرمایه‌گذاری موفق را فراهم می‌کند (سینسر، ۱۳۹۱، ۱۰۳) و از چشم‌اندازی وسیع‌تر به بررسی بازار می‌پردازد. (ونکاتش و تیاگی، ۲۰۱۱، ۱۶۸)

تحلیل بنیادی مبتنی بر این فرض است که اوراق بهادار (سهام) دارای ارزش ذاتی است (احمدپور و دیگران، ۱۳۸۴، ۱۶) و در صورت وجود اختلاف بین ارزش بازار و ارزش ذاتی، در نهایت ارزش بازار به ارزش ذاتی نزدیک می‌شود لذا سرمایه‌گذاران به منظور اطمینان در تصمیم‌گیری‌های خود بایستی ارزش ذاتی را برآورد نمایند. (سورش، ۲۰۱۳، ۴۴) برآورد ارزش ذاتی با توجه به پتانسیل کسب درآمد شرکت صورت می‌گیرد. این پتانسیل به محیط سرمایه‌گذاری، وضعیت صنعت، رقابت، مدیریت عملیاتی، بهره‌وری، ساختار سرمایه، سودآوری و سیاست‌های تقسیم سود بستگی دارد. (ونکاتش و همکاران، ۲۰۱۳، ۲۶) ارزش اوراق بهادار تابعی از یک سری متغیرهای بنیادی است که ترکیب این متغیرها بازده مورد انتظار همراه با سطح ریسک مشخص را ایجاد می‌کند. در تحلیل بنیادی برآورد ارزش ذاتی سهام از طریق ارزیابی متغیرهای بنیادی انجام می‌شود.

تجزیه و تحلیل بنیادی از طریق مطالعه و بررسی شرایط اقتصادی، صنعت و وضعیت شرکت صورت می‌پذیرد. هدف اصلی از انجام این گونه مطالعات، تعیین ارزش واقعی سهام و ارزش ذاتی شرکتهاست. تجزیه و تحلیل‌های بنیادین به عوامل تأثیرگذار بر بازار می‌پردازد و معامله‌گر تمایل دارد تا به کمک آن تغییرات اقتصادی و تأثیر آن بر نرخ ارزهای خارجی را پیش‌بینی کند. این تحلیل معمولاً بر اطلاعات و آمار کلیدی مندرج در صورتهای مالی شرکت تمرکز می‌کند تا مشخص نماید که آیا قیمت سهام به درستی ارزشیابی شده است یا نه؟

بخش قابل ملاحظه‌ای از اطلاعات بنیادی، بر اطلاعات و آمار اقتصاد ملی، صنعت و شرکت تمرکز دارد. بعد از تحلیل وضعیت اقتصاد و صنعت، آنچه مهم است تجزیه و تحلیل صورتهای مالی و شاخص‌های شرکت است. (ماراسویک، ۲۰۱۱، ۱۲۳) این سطح از تحلیل معمولاً با بررسی صورتهای مالی شرکت و محاسبه نسبت‌هایی از جمله نسبت‌های سودآوری، نقدینگی، اهرمی، کارایی و بازده سرمایه انجام می‌شود.

هنگام تحلیل نسبت‌های مالی شرکت نتایج حاصل از این تحلیل باید با نتایج سایر شرکت‌های موجود در آن صنعت مقایسه شود تا عملکرد شرکت، شفاف‌تر و روشن‌تر گردد.

تحلیل بنیادی و شاخص‌های رتبه‌بندی

افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی می‌تواند نسبت‌های مالی شرکت را تحت تأثیر قرار دهد، نسبت‌های مالی فقط یک معیار کافی ارائه می‌کنند و دربارهٔ ویژگی‌های کیفی موضوع اندازه‌گیری توضیحی ارائه نمی‌کنند. (تهرانی، ۱۳۸۹، ۶۴) همچنین بر اساس اطلاعات تاریخی (گذشته) محاسبه می‌شوند و در تصمیم‌پذیری آن‌ها باید دقت کافی به کار گرفته شود. این نسبت‌ها برای بسیاری از تصمیم‌گیران و تصمیم‌سازان از اهمیت بالایی برخوردار است. در سال‌های اخیر این نسبت‌ها در رتبه‌بندی شرکت‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرند. رتبه‌بندی صد شرکت برتر ایران (IMI-100) نیز از جملهٔ این رتبه‌بندی‌هاست و تناسب زیادی با روش‌های رتبه‌بندی خروجی گرا (نتیجه‌گرا) دارد و همچون بسیاری از فهرست‌های رتبه‌بندی متعارف در جهان از قبیل فورچون ۵۰۰، هزار شرکت برتر آمریکا، FTSE و S&P براساس یک یا مجموعه‌ای از شاخص‌های خروجی گرا به رتبه‌بندی شرکت‌ها می‌پردازد. در واقع مبنای ارزیابی از جایگاه و عملکرد شرکت در این فهرست‌ها، براساس یک یا مجموعه‌ای از شاخص‌ها با ماهیت پروندادها و نتیجهٔ عملکرد شرکت است. رتبه‌بندی می‌تواند اطلاعات مفیدی در مورد وضعیت شرکت‌ها در مقایسه با رقبای خود در اختیار ذینفعان از قبیل مدیران، سهامداران و سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و بانک‌ها، مشتریان، دولت و سازمان‌های دولتی، داخلی و بین‌المللی قرار دهد. استفاده از تحلیل بنیادی و نسبت‌های مالی در فراهم آوردن اطلاعات لازم به منظور رتبه‌بندی شرکت‌ها نقش قابل ملاحظه‌ای ایفا می‌کنند.

نسبت‌های مالی و افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی

افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی سبب می‌شود تعداد سهام و سهامداران بدون ورود منابع جدید به شرکت افزایش یابد. عدم تغییر در سود به دلیل عدم ورود منابع جدید یا جلوگیری از خروج آن‌ها، افزایش تعداد سهام، افزایش هزینهٔ استهلاک ناشی از تجدید ارزیابی دارایی‌های استهلاک‌پذیر و کاهش سود از این بابت به کاهش EPS اعلام شدهٔ هر سهم نسبت به حالت عدم انجام افزایش سرمایه می‌انجامد. همچنین این افزایش سرمایه بر نسبت‌های مالی نیز مؤثر است، در جدول شماره (۱) اثر افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی بر نسبت‌های مالی شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. شایان ذکر است در بررسی این نسبت‌ها فرض بر تجدید ارزیابی دارایی‌های استهلاک‌پذیر بوده است. تجدید ارزیابی این دارایی‌ها به دلیل افزایش هزینه استهلاک به

کاهش سودآوری می‌انجامد، اگر افزایش سرمایه فقط با تجدید ارزیابی دارایی‌های استهلاک‌ناپذیر مثل زمین انجام شود، اثری بر تغییرات سود و برخی از نسبت‌های ذکر شده نخواهد داشت.

ردیف	نسبت مالی	فرمول	نسبت مالی در حالت انجام	توضیحات
۱	سرمایه در گردش خالص به کل دارایی‌ها	$\frac{\text{سرمایه در گردش خالص}}{\text{کل دارایی‌ها}}$	کاهش	هر چه این نسبت بیشتر باشد توان نقدینگی شرکت بهتر است.
۲	گردش دارایی‌ها	$\frac{\text{فروش}}{\text{دارایی‌ها}}$	کاهش	این نسبت کارایی دارایی‌ها را نشان می‌دهد. هر چه بیشتر باشد بیانگر توانایی بیشتر واحد تجاری در استفاده از دارایی‌های تحت اختیار است.
۳	نسبت بدهی	$\frac{\text{کل بدهی}}{\text{کل دارایی}}$	کاهش	کاهش این نسبت ریسک مالی (عدم پرداخت بدهی‌ها و ورشکستگی) شرکت را کاهش می‌دهد.
۴	نسبت مالکانه	$\frac{\text{حقوق صاحبان سهام}}{\text{دارایی}}$	افزایش	این نسبت نشان دهنده این است که بطور کلی چه مقدار از دارایی‌ها به صاحبان سهام تعلق دارد.
۵	ضریب حقوق صاحبان سهام	$\frac{\text{دارایی}}{\text{حقوق صاحبان سهام}}$	کاهش	این نسبت عکس نسبت مالکانه است.
۶	نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام	$\frac{\text{بدهی}}{\text{حقوق صاحبان سهام}}$	کاهش	این نسبت نشان می‌دهد تأمین مالی بلندمدت توسط بستانکاران در مقابل حقوق صاحبان سهام چگونه است.
۷	بازده دارایی (ROA)	$\frac{\text{سود خالص (پس از مالیات)}}{\text{کل دارایی}}$	کاهش	هر چه این نسبت بالاتر باشد یعنی از دارایی‌ها سود بیشتری به دست آورده‌ایم.
۸	بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)	$\frac{\text{سود خالص (پس از مالیات)}}{\text{حقوق صاحبان سهام}}$	کاهش	این نسبت میزان سودآوری سهامداران را نشان می‌دهد. به عبارتی میزان سود خالص ایجاد شده در مقابل هر یک ریال حقوق صاحبان سهام (منابعی که سهامداران در اختیار شرکت قرار داده‌اند) را نشان می‌دهد.

جدول شماره (۱) - نسبت‌های مالی پس از افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی

ردیف	نسبت مالی	فرمول	نسبت مالی در حالت انجام	توضیحات
۹	بازده حقوق صاحبان سهام عادی	$\frac{\text{سود تقسیمی سهام ممتاز - سود خالص}}{\text{میانگین حقوق صاحبان سهام عادی}}$	کاهش	این نسبت میزان بازدهی حقوق صاحبان سهام عادی را نشان می‌دهد.
۱۰	گردش دارایی ثابت	$\frac{\text{فروش}}{\text{میانگین دارایی ثابت}}$	کاهش	گردش بالای دارایی ثابت بیانگر توانایی مثبت شرکت در استفاده از دارایی‌های ثابت در مسیر عملیات تجاری آن است.
۱۱	بازده دارایی ثابت	$\frac{\text{سود خالص}}{\text{میانگین دارایی ثابت}}$	کاهش	هرچه این نسبت بالاتر باشد یعنی از دارایی‌های ثابت سود بیشتری به دست آورده‌ایم. به عبارتی اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات در ایجاد درآمد کارا و اثربخش بوده‌اند.
۱۲	قدرت کسب سود دارایی‌ها	$\frac{\text{سود قبل از بهره و مالیات}}{\text{کل دارایی}}$	کاهش	این نسبت برای مقایسه شرکت‌هایی که از نظر مالیاتی و اهرم مالی در شرایط متفاوتی قرار دارند، مورد استفاده قرار می‌گیرد. این نسبت قدرت کسب سود دارایی‌ها (پیش از اثرهای ناشی از وام و مالیات را نشان می‌دهد.
۱۳	گردش سرمایه‌گذاری	$\frac{\text{فروش}}{\text{بدهی بلندمدت + حقوق صاحبان سهام}}$	کاهش	این نسبت بیان می‌کند به ازای هر یک ریال سرمایه‌گذاری چقدر فروش انجام شده است.
۱۴	نسبت حاشیه سود	$\frac{\text{سود پس از مالیات}}{\text{خالص فروش}}$	کاهش	این نسبت بیان می‌کند به ازای هر یک ریال فروش چقدر سود کسب شده است.

ادامه جدول شماره (۱) - نسبت‌های مالی پس از افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی

تحلیل شرکت به روش سیستم دوپونت و افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی

یکی از روش‌هایی که به منظور بررسی و تجزیه و تحلیل اطلاعات مالی و روابط بین آن‌ها به کار می‌رود، سیستم دوپونت است. تجزیه و تحلیل سیستم دوپونت ابزاری برای نظارت بر عملکرد شرکت است که هم در طول برنامه‌ریزی دوره و هم در زمان رسیدگی به فرآیند برنامه‌ریزی شده مورد استفاده قرار می‌گیرد. (المزاری، ۲۰۱۲، ۸۹) در تحلیل دوپونت هم از اقلام مربوط به ترازنامه و هم از اقلام مربوط به صورت سود و زیان استفاده می‌شود و

با کنار هم قرار دادن شاخص‌های مرتبط با سودآوری دلایل تغییرات در سودآوری و کیفیت سودآوری بررسی و ردیابی می‌شود. سیستم دوپونت تلاشی است برای مشخص کردن دلایل قوت و ضعف شرکت‌ها و همچون قطب‌نمایی تحلیلگر را به سوی نقاط قوت و ضعف در صورت‌های مالی هدایت می‌کند (شیلا و کارتیکیان، ۲۰۱۲، ۸۴) و بر کنترل هزینه‌ها، استفاده از دارایی‌ها و استفاده از بدهی‌ها تمرکز دارد. (بادی و همکاران، ۲۰۰۴) مدل تجزیه و تحلیل دوپونت به دو روش به بررسی بازده سرمایه‌گذاری‌ها می‌پردازد:

❖ بازده سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها (ROA) «مدل دو قسمتی»

❖ بازده سرمایه‌گذاری در حقوق صاحبان سهام (ROE) «مدل سه قسمتی»

سیستم دوپونت بازده سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها را به دو قسمت، حاشیه سود خالص و گردش کل دارایی‌ها تقسیم می‌کند:

$$\text{گردش کل دارایی‌ها} \times \text{حاشیه سود خالص} = \text{نرخ بازده دارایی‌ها (ROA)}$$

بازده دارایی‌ها را می‌توان از طریق افزایش حاشیه سود و یا افزایش گردش دارایی‌ها افزایش داد. بازده دارایی‌ها یک ایده به سرمایه‌گذار می‌دهد که شرکت تا چه حد در تبدیل پول سرمایه‌گذاری شده به سود خالص موفق بوده است. ROA بالاتر بهتر است چرا که نشان می‌دهد شرکت پول بیشتری را از سرمایه‌گذاری کمتری بدست آورده است. ROA به شدت وابسته به صنعت است و به این دلیل هنگامی که از آن به عنوان مقیاسی برای مقایسه استفاده می‌شود بهتر است با ROA شرکت در سنوات گذشته یا ROA شرکت‌های مشابه مقایسه شود.

نتایج تحقیق مهرانی و مهرانی (۱۳۸۲) که به بررسی نسبت‌های سودآوری و رابطه آن‌ها با بازده سهام پرداخته‌اند، نشان داد که نسبت‌های سودآوری، معیار مناسبی برای پیش‌بینی بازده سهام هستند و از این میان نسبت بازده دارایی‌ها (ROA) بهترین رابطه خطی را با بازده سهام دارد. این تحقیق به صورت تفصیلی به بررسی اجزای بازده دارایی‌ها و برتری این اجزا پرداخته است.

در تحلیل دو بخش فرمول بالا می‌توان گفت، در حالت انجام افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی حاشیه سود شرکت به دلیل افزایش هزینه‌های استهلاک و در نتیجه آن کاهش در سود شرکت، کاهش می‌یابد. وجود بازار رقابتی نیز مانع افزایش قیمت محصولات و خدمات می‌شود از این رو شرکت نمی‌تواند با افزایش قیمت فروش زمینه بهبود حاشیه سود را فراهم کند.

نسبت گردش دارایی‌ها نیز به دلیل افزایش بهای دارایی‌های ثابت شرکت کاهش می‌یابد. شرکت می‌تواند با افزایش حجم فروش، فروش مواد اولیه بدون استفاده، فروش دارایی‌های ثابت غیر ضروری و سایر سیاست‌ها این نسبت را بهبود بخشد. این اقدامات که با مشکلات و پیچیدگی‌هایی همراه است مسئولیت و تعهدات مدیران را

بیشتر می‌کند. به عنوان مثال آیا شرکت می‌تواند به راحتی حجم فروش و درصد سهم خود از بازار را افزایش دهد؟ آیا می‌تواند به منظور بهبود نسبت گردش دارایی‌ها، به فروش برخی از مواد اولیه و ارداتی بدون در نظر گرفتن تعدیلات ارزی اقدام نماید؟

بر اساس مدل دو قسمتی دوپونت می‌توان نتیجه گرفت که در حالت انجام افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی نسبت حاشیه سود و نسبت گردش دارایی‌ها کاهش می‌یابد از این رو نرخ بازده دارایی‌ها نیز کاهش می‌یابد. سیستم دوپونت در بررسی بازده سرمایه‌گذاری در حقوق صاحبان سهام که فرمول دوپونت تعدیل شده نیز نامیده می‌شود تأثیر اهرم مالی و نسبت مالکانه را در اندازه‌گیری بازده حقوق صاحبان سهام مورد توجه قرار می‌دهد. بازده حقوق صاحبان سهام در این روش با فرمول‌های زیر محاسبه می‌شود:

$$ROE = \frac{\text{بازده دارایی‌ها}}{\text{نسبت مالکانه}} = \frac{\text{(گردش کل دارایی‌ها} \times \text{حاشیه سود خالص)}}{\text{نسبت مالکانه}}$$

و یا

$$ROE = \frac{\text{بازده دارایی‌ها}}{\text{(نسبت بدهی - 1)}} = \frac{\text{(گردش کل دارایی‌ها} \times \text{حاشیه سود خالص)}}{\text{(نسبت بدهی - 1)}}$$

با توجه به روابط اخیر یکی از راه‌های افزایش بازده حقوق صاحبان سهام، افزایش بازده دارایی‌هاست که پیش از این بررسی شد و دیگری افزایش نسبت بدهی است که به منظور دستیابی به آن نرخ بازده دارایی می‌بایست از نرخ بهره بدهی بیشتر باشد. لذا مدیران شرکت بایستی با اخذ وام‌ها و تسهیلات ارزان نسبت بدهی شرکت را بهبود بخشند.

افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی سبب کاهش نسبت بدهی و افزایش نسبت مالکانه می‌شود. کاهش در بازده دارایی‌ها، کاهش نسبت بدهی و افزایش نسبت مالکانه به کاهش بازده حقوق صاحبان سهام می‌انجامد. بازده حقوق صاحبان سهام بهترین معیار سنجش موفقیت یا عدم موفقیت مدیریت شرکت در حداکثر ساختن ثروت سهامداران عادی است و نشان دهنده قدرت شرکت در کسب سود از منابعی است که سهامداران در اختیار شرکت قرار داده‌اند، تحقیقات نشان می‌دهد که ارتباط معناداری بین ارزش افزوده اقتصادی و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و ارزش افزوده بازار شرکت‌ها وجود دارد. (یحیی‌زاده فر و همکاران، ۱۳۸۹)

لذا مدیریت و مجمع صاحبان سهام به هنگام تصمیم‌گیری در خصوص افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی می‌بایست پیامدهای آن را با دقت بیشتری مورد توجه قرار دهند. در صورتیکه مدیریت از طریق استقراض،

اخذ تسهیلات یا انتشار اوراق بدهی قصد افزایش نسبت بدهی را داشته باشد، نرخ بهره، نرخ بازده دارایی‌ها، هزینه مالی و سایر مسائل مربوطه باید مورد توجه قرار گیرد.

در سیستم دوپونت استفاده از نسبت مالکانه به منظور تبدیل بازده سرمایه‌گذاری به بازده حقوق صاحبان سهام، اثر اهرم (بدهی) بر روی بازده حقوق صاحبان سهام را نشان می‌دهد. مدیران وظیفه دارند بهترین ترکیب از بازده دارایی‌ها و اهرم را به منظور فعالیت در محیط رقابتی تعیین کنند. (عارفی و شمس، ۱۳۹۰، ۱۷۲) در حالت افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی تغییرات نامساعد حاشیه سود، گردش دارایی‌ها و نسبت بدهی، توانایی مدیران در انتخاب راهکار لازم به منظور افزایش بازده حقوق صاحبان سهام را کاهش می‌دهد. این شرایط بیانگر این است که شرکت در آینده از وضعیت مناسبی برخوردار نخواهد بود.

رشد شرکت و افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی

یکی از مباحثی که در برنامه‌ریزی و سیاستگذاری مالی شرکت‌ها مورد توجه قرار می‌گیرد، رشد شرکت است. کارشناسان در برنامه‌ریزی‌های خود دو نرخ رشد را در نظر می‌گیرند: نرخ رشد داخلی و نرخ رشد قابل تحمل (پایدار).

نرخ رشد داخلی (IGR)، حداکثر نرخ رشدی است که یک واحد تجاری می‌تواند بدون هیچ یک از انواع تأمین مالی خارجی (استقراض کوتاه مدت و بلندمدت و یا انتشار سهام جدید) کسب نماید. این نرخ رشد، نرخ داخلی است که شرکت فقط از طریق تأمین مالی داخلی (سود انباشته) به آن دست می‌یابد. نرخ رشد داخلی به این صورت محاسبه می‌شود:

$$g = \frac{ROA \times b}{1 - (ROA \times b)}$$

(g برابر نرخ رشد داخلی، b درصد سود تقسیم نشده و ROA بازده دارایی‌ها است.)

در حالت انجام افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی، در صورتی که سیاست تقسیم سود شرکت تغییر نکند (درصد سود تقسیم نشده شرکت مطابق رویه‌های گذشته در نظر گرفته شود) به دلیل کاهش در بازده دارایی‌ها، نرخ رشد داخلی شرکت کاهش می‌یابد.

نرخ رشد قابل تحمل (پایدار) (SGR)، حداکثر نرخ رشدی است که شرکت می‌تواند بدون هیچگونه تأمین مالی خارجی به آن برسد در حالی که نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام خود را ثابت نگه دارد. (راس و همکاران، ۱۳۸۹، ۱۷۰) به عبارت دیگر آن سطح از نرخ رشد که طی آن نسبت بدهی تغییر نمی‌کند، از منابع داخلی کاملاً

استفاده کرده‌ایم و نمی‌توانیم در منابع خارجی از انتشار سهام استفاده کنیم را نرخ رشد پایدار گویند. (تهرانی، ۱۸۸) در این حالت شرکت می‌تواند متناسب با افزایش در سود انباشته از منابع خارجی (استقراض) نیز استفاده کند و بدون تغییر در نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، تا زمانی که سود انباشته به اتمام می‌رسد با استفاده از منابع ناشی از استقراض در جهت افزایش نرخ رشد گام بردارد. نرخ رشد پایدار را با استفاده از رابطه زیر محاسبه می‌کنیم:

$$g = \frac{ROE \times b}{1 - (ROE \times b)}$$

(g برابر نرخ رشد قابل تحمل (پایدار)، b درصد سود تقسیم نشده و ROE بازده حقوق صاحبان سهام است.)

همانگونه که پیش از این نیز به آن اشاره گردید در حالت انجام افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی، بازده حقوق صاحبان سهام کاهش می‌یابد، لذا با عدم تغییر در درصد سود تقسیم نشده، نرخ رشد پایدار شرکت نیز کاهش می‌یابد. این وضعیت نشان می‌دهد علی‌رغم استفاده از منابع حاصل از استقراض و تحمل هزینه مالی ناشی از آن، حداکثر نرخ رشدی که شرکت بدون افزایش در اهرم مالی (عدم تغییر در نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام) و انتشار سهام جدید می‌تواند کسب نماید، کاهش می‌یابد.

کاهش نرخ رشد قابل تحمل شرکت نشان می‌دهد در سطحی که نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام تغییر نکند و اهرم مالی افزایش نیابد، حداکثر نرخ رشدی که شرکت می‌بایست برای توسعه فعالیت‌های خود به آن دست یابد کاهش یافته است. لذا ممکن است شرکت نتواند به نحو مطلوبی فعالیت‌های خود را توسعه بخشد.

در تحلیل سیستم دوپونت دیدیم که بازده حقوق صاحبان به اجزاء مختلفی تقسیم شد:

$$ROE = \text{ضریب حقوق صاحبان سهام} \times \text{گردش کل دارایی‌ها} \times \text{حاشیه سود خالص}$$

با توجه به اینکه ROE در تعیین نرخ رشد قابل تحمل دخالت دارد، بنابراین واضح است که مهمترین عوامل در تعیین نمودن ROE همان عوامل اصلی تعیین کننده رشد هستند. (راس و همکاران، ۱۷۴) معادله نرخ رشد نشان می‌دهد هر عاملی که به افزایش ROE می‌انجامد، نرخ رشد قابل تحمل را نیز افزایش می‌دهد زیرا صورت کسر را بزرگتر و مخرج کسر را کوچکتر می‌کند. افزایش در نسبت انباشت سود نیز اثر مشابهی خواهد داشت.

هنگامی که شرکت به افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی اقدام می‌کند، حاشیه سود خالص، گردش دارایی‌ها و ضریب حقوق صاحبان سهام کاهش می‌یابد. با فرض عدم تغییر در سیاست تقسیم سود شرکت، مجموع این عوامل سبب کاهش نرخ رشد پایدار شرکت می‌گردد.

شایان ذکر است در این شرکت‌ها در صورت تجدید ارزیابی دارایی‌های استهلاک‌پذیر سود شرکت نسبت به حالت عدم انجام افزایش سرمایه کاهش می‌یابد. (سود هر سهم نیز به دلیل افزایش تعداد سهام شرکت و یا اثر هزینه استهلاک نسبت به حالت عدم انجام افزایش سرمایه، کمتر گزارش می‌شود). لذا این احتمال وجود دارد که سهامداران که به دریافت سود نقدی سرمایه‌گذاری خود علاقه دارند برای کسب بازده نقدی مورد انتظار در حالت انجام افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی درصد تقسیم سود بالاتری را در دستور کار خود قرار دهند و با تغییر سیاست تقسیم سود، در مجمع تقسیم سود بیشتری را تصویب کنند. می‌دانیم که سهامداران عمده به دلیل گزارش سود سرمایه‌گذاری‌های خود و سهامداران حقیقی به دلیل دریافت مبالغ نقدی، به تقسیم سود نقدی بالاتر در مجامع علاقه بیشتری دارند. این مسئله می‌تواند درصد سود تقسیم نشده (b) را کاهش دهد. کاهش ضریب (b) اثر افزایش‌دهی بر کاهش نرخ رشد داخلی و نرخ رشد پایدار خواهد داشت.

همچنین اگر برنامه‌ریزی‌های شرکت در جهت رشدی بالاتر از نرخ رشد قابل تحمل انجام گیرد، شرکت بایستی حاشیه سود، گردش کل دارایی‌ها، اهرم مالی و نسبت انباشت سود خود را افزایش دهد و یا سهام جدیدی منتشر نماید. با توجه به چالش‌های پیش روی شرکت‌هایی که از محل مازاد تجدید ارزیابی افزایش سرمایه می‌دهند، بهبود نرخ رشد آن‌ها با ابهام مواجه است.

ارزشیابی سهام عادی و افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی

از دیگر مسائل مورد توجه تحلیلگران و سرمایه‌گذاران ارزشیابی سهام عادی شرکت‌هاست. دو روش اساسی ارزشیابی سهام عادی که معمولاً در بازار اوراق بهادار مورد استفاده قرار می‌گیرد، عبارتند از: روش‌های تنزیلی (ارزش فعلی) و روش ضریب قیمت به سود هر سهم (P/E).

در روش ارزش فعلی، ارزش جریان‌های عادی بازدهی که قرار است از سهام عادی دریافت شود با استفاده از نرخ تنزیل مناسبی (نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران) در زمان حال محاسبه می‌شود. تحلیلگران ماهر اوراق بهادار استفاده از روش ضریب قیمت به سود هر سهم (P/E) را بیشتر ترجیح می‌دهند. این روش نشان می‌دهد قیمت هر سهم چند برابر سود آن سهم است. (جونز، ۱۳۸۸، ۲۸۹)

یکی از روش‌های تنزیلی، روش تنزیل سود نقدی (DDM) است. این مدل به عنوان یکی از ابزارهای اصلی ارزشیابی شرکت‌ها در طول چند دهه مورد استفاده قرار گرفته است و در ساده‌ترین شکل عبارت است از پیش‌بینی سطح فعالیت اقتصادی شرکت در سال‌های آینده و سپس تنزیل جریان‌های نقدی تا زمان حال. (لدتی و منیچینی، ۲۰۱۳، ۲) می‌دانیم ارزش هر ورقه بهادار، برابر است با ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی آن که با حداقل نرخ بازده مورد انتظار تنزیل شده باشد. هر سهم دو نوع جریان نقدی ایجاد می‌کند: اول سود نقدی سهام که به طور منظم

(سالانه) پرداخت می‌گردد و دوم قیمت فروش سهام در تاریخ واگذاری آن. (صفوی، ۱۳۹۱، ۲۵۱) چنانچه سهم برای یک دوره طولانی نگهداری شود، ارزش فعلی قیمت آتی آن با توجه به افق زمانی بلندمدت (نامحدود) کاهش می‌یابد و تقریباً صفر می‌شود، بنابراین ارزش فعلی سهم برابر با ارزش تنزیل شده سودهای تقسیمی آتی آن است. از این رو این مدل که مبتنی بر سود نقدی سهام است، مدل تنزیل سود تقسیمی (DDM) نامیده می‌شود. سود تقسیمی برای سال‌های آتی می‌تواند بدون رشد، با نرخ رشد ثابت و یا با نرخ رشد متغیر (چندگانه) در نظر گرفته شود. رفتار واقعی بسیاری از شرکت‌ها نشان می‌دهد، بهترین حالت در ارزشیابی سهام عادی هنگامی است که سود تقسیمی با نرخ ثابتی رشد کند. (جونز، ۲۹۵) در حالت نرخ رشد ثابت به منظور محاسبه ارزش ذاتی سهام شرکت از مدل گوردون استفاده می‌شود. در حالتی که سودهای تقسیمی سهمی با نرخ ثابتی رشد می‌کند، اگر D_0 مبلغ سود تقسیمی باشد که به تازگی پرداخت شده است، سود تقسیمی دوره بعد یعنی D_1 برابر است با:

$$D_1 = D_0 \times (1 + g)$$

و ارزش ذاتی هر سهم نیز که ارزش فعلی سودهای تقسیمی با نرخ رشد ثابت (g) است، از رابطه زیر به دست می‌آید:

$$V_0 = \frac{D_0 \times (1+g)}{K-g} = \frac{D_1}{K-g}$$

(V_0 ارزش ذاتی یا ارزش نظری سهام، K نرخ تنزیل یا نرخ بازده مورد انتظار، g نرخ رشد)

همان طور که گفته شد، افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی سبب کاهش (g) می‌شود. با کاهش نرخ رشد (g)، صورت کسر بالا کاهش و مخرج آن نیز افزایش خواهد یافت، در نتیجه ارزش ذاتی سهم نیز کاهش می‌یابد. ارزش ذاتی مهمترین عامل در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس است. (تهرانی، ۴۰۷) ارزشی است که سهم واقعاً به آن قیمت می‌ارزد و هنگامی که بازار کارا باشد قیمت بازار سهم به ارزش ذاتی آن میل می‌کند. (صفوی، ۲۴۳)

در کنار روش‌های تنزیلی، یک رویکرد عملی‌تر برای ارزش‌گذاری سهام عادی روش ضریب P/E است. فعالان بازار در میان روش‌های ارزشیابی سهام به این روش توجه روز افزونی دارند که دلایل آن را می‌توان چنین برشمرد: نخست آنکه ضریب P/E معیار ساده‌ای برای ارزیابی و مقایسه شرکت‌های مختلف فراهم می‌کند. دوم اینکه برای شرکت‌هایی که سیاست سود تقسیمی باثباتی ندارند یا سودی پرداخت نمی‌کنند، در قیاس با مدل DDM از قابلیت کاربرد مناسبتری برخوردار است و در نهایت این که برای تعیین ارزش به اطلاعات کمتری نیاز دارد و سهامداران به دلیل سادگی محاسبه، استفاده از آن را به روش‌های دیگر ترجیح می‌دهند. (روشن و همکاران، ۱۳۹۱، ۴۲)

به دلیل کاربرد وسیع ضریب P/E و تأثیر بالای آن در تصمیمات سرمایه‌گذاری فعالان بازار، عوامل مؤثر بر آن بر اساس مدل گوردون و با توجه به ویژگی‌های افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی بررسی می‌شود. با توجه به مدل گوردون داریم:

$$P_0 = \frac{D_1}{K-g}$$

می‌دانیم که D_1 سود تقسیمی در پایان سال (دوره) اول است و می‌توان به جای آن رابطه $D_1 = E_1 \times (1 - b)$ را قرار داد (روشن و همکاران، ۱۳۹۱، ۴۴) و مدل گوردون را به صورت رابطه صفحه بعد نوشت:

$$\frac{P}{E} = \frac{(1-b)}{K-g}$$

با جایگذاری فرمول نرخ رشد $g = ROE \times b$ به رابطه زیر می‌رسیم:

$$\frac{P}{E} = \frac{(1-b)}{K-(ROE \times b)}$$

نهایتاً با استفاده از فرمول دوپونت می‌توان به رابطه زیر رسید:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{درصد تقسیم سود}}{\text{درصد سود تقسیم نشده} \times \text{ضریب حقوق صاحبان سهام} \times \text{حاشیه سود خالص} \times \text{گردش کل دارایی‌ها} - \text{نرخ بازده مورد انتظار سهامداران}}$$

با توجه به روابط فوق، با فرض ثبات شرایط و عدم تغییر در سیاست تقسیم سود، نسبت P/E سهم در افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی کاهش می‌یابد. با استفاده از رابطه بالا اثر افزایش سرمایه از این محل را می‌توان بر اجزای تشکیل دهنده نسبت P/E تحلیل نمود. با توجه به رابطه $P_0 = \frac{D_1}{K-g}$ در صورتیکه شرکت سود بیشتری تقسیم کند قیمت سهم افزایش می‌یابد اما چون منابع کمتری در شرکت باقی می‌ماند باعث می‌شود رشد سودآوری (g) کاهش یابد که آن نیز تأثیر معکوس بر قیمت سهام خواهد گذاشت. (تهرانی، ۵۴۴)

از لحاظ نظری افزایش ضریب P/E یعنی کاهش نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران به عبارتی سرمایه‌گذاران ریسک کمتری برای سهام شرکت در نظر گرفته و آینده سهم را شفاف‌تر ارزیابی می‌کنند و انتظار می‌رود بر مبنای مدل CAPM نیز بازده مورد انتظار سهامداران کمتر محاسبه شود و بالعکس سهامداران شرکت‌های با P/E پایین نرخ بازده مورد انتظار بالاتری طلب می‌کنند. (ایزدی‌نیا و همکاران، ۱۳۸۶، ۷۷) همانگونه که مشاهده گردید در افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی ضریب P/E کاهش می‌یابد و بازده مورد انتظار (K) بیشتر خواهد

شد. کاهش ارزش ذاتی و کاهش P/E ریسک سهامداری را برای سهامداران و سرمایه‌گذاران افزایش می‌دهد و نشانه‌هایی مبنی بر کاهش ثروت سهامداران و کاهش ارزش بازار شرکت به دست می‌دهد. البته افزایش میزان سرمایه‌ی ثبت شده و افزایش نسبت مالکانه، به کاهش ریسک اعتباری شرکت (کاهش ریسک اعتباردهندگان)، کاهش نرخ سود مورد انتظار اعتباردهندگان و افزایش رتبه اعتباری شرکت خواهد انجامید.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

در سال‌های اخیر با تصویب بندهای مربوط در قوانین بودجه کل کشور و قانون حداکثر استفاده از توان تولیدی و خدماتی در تأمین نیازهای کشور و تقویت آن‌ها در امر صادرات، افزایش سرمایه‌ی بنگاه‌های اقتصادی، ناشی از تجدید ارزیابی دارایی‌های آن‌ها از شمول مالیات معاف اعلام شده است. از این‌رو بنگاه‌های اقتصادی از جمله شرکت‌های ثبت شده و مشمول ثبت نزد سازمان بورس و اوراق بهادار مجاز گردیدند که از محل مازاد تجدید ارزیابی دارایی‌ها با رعایت شرایط و ضوابط مربوطه و اخذ مجوزهای لازم اقدام به افزایش سرمایه نمایند و از معافیت مالیاتی استفاده کنند. افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی موجب ورود وجوه نقد یا عدم خروج جریان نقدینگی نخواهد شد، از این‌رو با انواع مرسوم افزایش سرمایه تفاوتی اساسی دارد. مطابق استانداردهای حسابداری با توجه به اینکه مازاد مزبور در آمد تحقق نیافته است، لذا افزایش سرمایه به طور مستقیم، از محل آن مجاز نیست، مگر در مواردی که به موجب قانون تجویز شده باشد. این نوع از افزایش سرمایه را می‌توان از جنبه‌های مختلف حقوقی، قانونی، حسابداری، حسابرسی و مالی مورد بررسی قرار داد که در این مقاله چارچوب تحلیل بنیادی مبنای بررسی قرار گرفت. بر اساس آنچه که گفته شد افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی دارایی‌ها به افزایش نسبت مالکانه، کاهش ریسک اعتباری شرکت (کاهش ریسک اعتباردهندگان)، کاهش نرخ سود مورد انتظار اعتباردهندگان، افزایش رتبه اعتباری و افزایش ظرفیت استقراضی شرکت خواهد انجامید. از سوی دیگر علاوه بر چالش‌های حسابداری مطرح شده همچون اضافه ارزشگذاری و یا کاهش سود در اثر تجدید ارزیابی دارایی‌های استهلاک پذیر، افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی دارایی‌ها سبب می‌شود بسیاری از نسبت‌های مالی شرکت در مقایسه با حالت عدم انجام افزایش سرمایه کاهش یابد. در این میان کاهش نرخ بازده دارایی‌ها و کاهش بازده حقوق صاحبان سهام در تصمیمات سرمایه‌گذاری از اهمیت بالایی برخوردار است. علاوه بر کاهش نسبت‌های مالی نرخ رشد شرکت اعم از نرخ رشد داخلی و نرخ رشد قابل تحمل (پایدار) نیز کاهش می‌یابد.

ارزشیابی سهام شرکت با استفاده از دو روش از روش‌های ارزشیابی سهام عادی که معمولاً در بازار اوراق بهادار مورد استفاده قرار می‌گیرد، حاکی از کاهش ارزش ذاتی سهم، کاهش نسبت P/E و افزایش نرخ بازده مورد انتظار سهامداران (K) در شرکت‌هایی است که به افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی اقدام می‌کنند. در پژوهش حاضر تلاش شد از لحاظ نظری و از زاویه تحلیل بنیادی شرایط شرکت خصوصاً شرکت‌های حاضر و فعال در بازار سرمایه کشور مورد بررسی قرار گیرد. تحلیل بنیادی نشان می‌دهد افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی با مزایا (افزایش نسبت مالکانه و افزایش ظرفیت استقرایی) و معایبی همراه است، اما اثر نامساعد آن بر شرکت بیش از مزایای آن است. کاهش ارزش ذاتی و کاهش P/E نشانه‌هایی مبنی بر کاهش ثروت سهامداران و کاهش ارزش بازار شرکت به دست می‌دهد، لذا سرمایه‌گذاران باید با دقت بیشتری نسبت به سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها اقدام کنند و اثر افزایش سرمایه به خصوص در هنگام تجدید ارزیابی دارایی‌های استهلاک‌پذیر و یا افزایش سرمایه در شرکت‌های مشمول ماده ۱۴۱ قانون اصلاح قسمتی از قانون تجارت را بر وضعیت آتی شرکت و سودآوری آن مورد توجه قرار دهند.

البته ممکن است آنچه در عمل اتفاق می‌افتد با نتایج حاصل از تحلیل بنیادی و سایر بررسی‌ها و تحلیل‌های دیگر متفاوت باشد. کسب بازده غیرعادی سهامداران در هنگام انتشار خبر افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی (به عنوان یک خبر خوب) و یا بازده غیرعادی هنگام باز شدن نماد سهم پس از مجمع عمومی فوق‌العاده یا جلسه هیئت‌مدیره با موضوع تصویب افزایش سرمایه از این محل و وجود صف‌های خرید سنگین شاهدهی بر این مدعاست. سفته‌بازی، تصورات غلط و عدم آگاهی سرمایه‌گذاران از محتوای اطلاعاتی افزایش سرمایه، جو حاکم بر بازار و صنعت مربوطه و برخوردهای احساسی و هیجانی از جمله دلایلی است که تفاوت بین تحلیل‌های نظری و تصمیمات سرمایه‌گذاران را سبب می‌شود. از این رو ضروری است سرمایه‌گذاران در هنگام تصمیم‌گیری و به طور خاص تصمیمات سرمایه‌گذاری بلندمدت اطلاعات مالی شرکت و پیش‌بینی‌های آن را به‌طور کامل و دقیق بررسی نمایند و اثر افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی را بر وضعیت جاری و آتی شرکت مورد توجه قرار دهند.

منابع:

۱. احمدپور، احمد، یحیی زاده فر، محمود و سرافراز یزدی، محمدرضا. (۱۳۸۴)، "مقایسه قیمت مورد انتظار با قیمت بازار سهام (صنایع مواد غذایی و آشامیدنی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)"، پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی، سال پنجم، شماره نوزدهم.
۲. ایزدی نیا، ناصر، ابزری، مهدی و ساوه درودی، سعید. (۱۳۸۶)، "رابطه بین نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذاران با استفاده از مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای و نسبت قیمت به درآمد سهام در بازار بورس تهران"، مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان، سال نوزدهم، شماره اول.
۳. تهرانی، رضا. (۱۳۸۹)، "مدیریت مالی"، انتشارات نگاه دانش، چاپ هفتم، ویرایش سوم، تهران.
۴. جونز، چارلز پی. (۱۳۸۸)، "مدیریت سرمایه گذاری"، ترجمه رضا تهرانی و عسگر نوربخش، انتشارات نگاه دانش، تهران.
۵. راس، وستر فیلد، جیف و جردن. (۱۳۸۹)، "مدیریت مالی مدرن"، ترجمه محمدرضا ستایش و مجتبی قنبرزاده، انتشارات برآیند پویش، تهران.
۶. رحمانی، علی و حمیدی، الهام. (۱۳۸۵)، "مبانی نظری و موانع عملی تجدید ارزیابی دارایی های ثابت" مجله حسابداری، سال بیست و یکم، شماره ۱۷۶، تهران.
۷. روشن، سید علیقلی، آرین، ابوالفضل و همکاران. (۱۳۹۱)، "ارزیابی عوامل مؤثر بر نسبت قیمت به درآمد (P/E) سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره چهاردهم، تهران.
۸. رهنمای رودپشتی، فریدون، طالب نیا، قدرت ا... و سلیمانی فر، روح ا... (۱۳۸۹)، "بررسی رابطه بین وجوه نقد ناشی از فعالیتهای تامین مالی و بازده سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال دوم، شماره ۸، تهران.
۹. سینسر، مایکل. (۱۳۹۱)، "همه چیز درباره سهام" ترجمه مهدی خادمی گراشی، انتشارات بورس، تهران.
۱۰. صفوی، سید امیر. (۱۳۹۱)، "مدیریت سرمایه گذاری و ریسک"، مؤسسه کتاب مهربان نشر، تهران.
۱۱. عارفی، اصغر و شمس، شهاب الدین. (۱۳۹۰)، "راهنمای مدیریت مالی در اجرا"، انتشارات ترمه، تهران.
۱۲. عبادی، جواد و حسن پور، اسماعیل. (۱۳۹۰)، "افزایش سرمایه و تأثیر آن بر بازدهی غیرعادی بر اساس شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران"، مجله دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره دهم.
۱۳. مهرانی، ساسان و مهرانی، کاوه. (۱۳۸۲)، "رابطه بین نسبت های سودآوری و بازده سهام در بازار بورس تهران"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۳، تهران.

۱۴. ودیعی، محمد حسین و رضوی‌راد سید محمود. (۱۳۸۷)، "بررسی اثر افزایش سرمایه بر ارزش افزوده بازار در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله دانش و توسعه، سال پانزدهم، شماره ۲۳، دانشگاه فردوسی مشهد.
۱۵. یحیی‌زاده‌فر، محمود، شمس، شهاب‌الدین و لاریمی، سید جعفر. (۱۳۸۹)، "رابطه ارزش افزوده اقتصادی و نسبت‌های سودآوری با ارزش افزوده بازار شرکتهای پذیرفته شده در بورس وراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۵۹، تهران.

16. Almazari, Ahmed Arif. (2012) "Financial Performance Analysis of the Jordanian Arab Bank by Using the DuPont System of Financial Analysis", International Journal of Economics and Finance, Vol. 4, No. 4; April 2012 pp 86-94, www.ccsenet.org/ijef
17. Bodie, Z., Kane, A., and Alan, J.M., (2004) "Essentials of Investments" 5th edition, McGraw-Hill, Irwin
18. Lazzati, Natalia and Menichini, Amilcar Armando (2013) "A Dynamic Approach to the Dividend Discount Model" (July 25, 2013). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2280181> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2280181>
19. Marasovic Branka. Poklepovic Tea. Aljinovic Zdravka (2011) "markowitz' model with fundamental and technical analysis – complementary methods or not" Croatian Operational Research Review (CRORR), Vol. 2, 2011. Pp 122-132.
20. Venkatesh.c.k., Tyagi Madhu (2011). "Fundamental analysis as a method of share valuation in comparison with technical analysis". Bangladesh Research Publications journal. Volume 5, issue 3, pp 167-174, may-june.
21. Venkatesh.c.k. , Tyagi Madhu, Ganesh.L (2013) " Fundamental analysis and Stock returns: An Indian Evidence" eCanadian Journal of Business and Economics, Vol.1,Issue 2.(pp.26-34)
22. Sheela, Christina, Karthikeyan, K (2012) "Financial Performance of Pharmaceutical Industry in India using DuPont Analysis" European Journal of Business and Management, Vol 4, No.14, 2012, 84-91, www.iiste.org
23. SURESH A.S (2013), "A study on Fundamental and technical analysis" International Journal of Marketing, Financial Services & Management Research, Vol.2, No. 5, May (2013), Online available at www.indianresearchjournals.com

Fundamental analysis and Capital Increase from Asset Revaluation Surplus

Abstract

In recent years, with approval of the relevant provisions in the budgets law and the maximum usage of productivity and services for meeting needs in the country and boosting them in exports, Increased capital firms, due to the assets revaluation has been declared exempt from tax.

Increase Capital from Asset Revaluation Surplus will not be caused entering company's cash flow or leaving from, hence The most common types of Capital Increases are a fundamental difference, And because of its emerging capital market of the country, the consequences and implications are not been fully investigated.

In this paper, the fundamental analysis framework will be based on the analysis of Capital Increase .Fundamental analysis shows that, Although the Capital Increase from the location is associated advantages such as increased equity and borrowing capacity but it Causes the decrease of financial ratios, growth rates ranging from IGR and SGR Lower than the intrinsic value of the shares and decrease the P/E, at the risk and expected return of equity implications.

Keywords: Increase Capital from Asset Revaluation Surplus, fundamental analysis, Financial ratios, stock valuation, P/E rate