

تأثیر قوانین مالی

بر ترکیب سرمایه و ارزش سهام شرکتها

نوشته‌ی: نصرالله مختار

قوانین مالی هر کشور تا آن جا که ناظر بر عملیات شرکت‌های بخش خصوصی است از لحاظ مالی به طور کلی از دو دیدگاه تنظیم می‌گردند، نخست آن که منافع مالی همه‌ی کسانی که با شرکت رابطه پیدا می‌کنند به نحو عادلانه‌ای مراعات گردد و دیگری آن که شرکتها به صورت خزانه‌هایی برای جمع‌آوری پس‌اندازهای کوچک و بزرگ، که بتوانند در توسعه‌ی اقتصادی نقش عمده‌ای ایفا نمایند، درآیند. برای این نکته‌ی دوم، علاوه بر در نظر گرفتن معافیت‌های مختلف مالیاتی و اداری، تسهیلاتی از لحاظ ترکیب سرمایه به‌کار رفته در عملیات شرکت و ایجاد یک بازار فعال برای داد و ستد سهام شرکتها به قیمت‌های تشویق‌کننده در نظر گرفته می‌شود. با این وجود مقررات قوانین مالی ایران طوری تدوین شده که در بسیاری از موارد موجب می‌گردد که این خواستها قابل برآوردن نباشد، مگر آن که شرکت حاضر باشد از لحاظ مالیاتی به نحو غیر منصفانه و قابل ملاحظه‌ای متضرر گردد. در این نوشته چند مورد بخصوص از مواد قانونی که نسبت به ترکیب سرمایه‌ی شرکتها و تعیین ارزش سهام آنها اثر ویژه دارند، مورد بررسی قرار می‌گیرد.

طبق اصول و موازین پذیرفته شده‌ی حسابداری، داراییهای ثابت با دیده قیمت تمام شده درحسابها منظور گردد و چنانچه از این قاعده عدول شود، موضوع با دید در حسابها دداشتهای پیوست صورتهای مالی ذکر گردد. در این سالها که تورم، قیمت تمام شده‌ی داراییها را به عنوان نماینده‌ی ارزش روز مره‌ی آنها بی معنی ساخته است، به کار بردن این قاعده سبب می شود که ترازا نامه‌ی شرکت مبین ارزش واقعی داراییهای ثابت آن نباشد. در مقابل، سرمایه‌ی به کار رفته‌ی واقعی نیز درحسابها مشخص نیست و چون استهلاک بر مبنای داراییهای ثابت منعکس در ترازا نامه محاسبه می گردد، سودیازیان واقعی دوره نیز در صورت سود و زیان نشان داده نمی شود.

در سالهای اخیر بحث مربوط به حسابداری تورمی مقدار قابل توجهی از وقت حسابداران متخصص و قضای نشریه‌ی حسابهای حسابداری را به خود اختصاص داده است. البته حسابداری تورمی فقط برای حل مشکل فوق در نظر گرفته شده است بلکه موضوعهای متعدد دیگر حسابداری را نیز در بر می گیرد ولی شاید به همین علت گستردگی و پیچیدگی ملاحظات آن، این بحثها هنوز به نتیجه‌ی قاطعی نرسیده است و معلوم نیست آدامه‌ی این بحث به کجا کشیده شود و نتیجه‌ی امر چه بشود. در هر صورت اساس حسابداری تورمی تجدید ارزیابی داراییها و بدهیها با عطف به یک شاخص پذیرفته شده‌ی قیمتها است. اما این اصل ضرورت تجدید ارزیابی دوره‌ای داراییها، در مورد داراییهای ثابت حتی سالها قبل به عنوان یک سنت حسابداری پذیرفته شده بود و ما می توانیم در این نوشته درباره‌ی آن نه به عنوان یک پدیده‌ی نو، بلکه به عنوان یک موضوع امتحان شده صحبت کنیم.

وقتی داراییهای ثابت یک دستگاه با توجه به روند افزایش قیمتها تجدید ارزیابی می شود، تفاوت حاصل بین مبلغ ارزیابی جدید و قیمت دفتری به اندوخته‌ای تحت عنوان اندوخته‌ی تجدید ارزیابی منظور می شود، از محل این اندوخته نباید بتوان سود

سها نقدی بین صاحبان سرمایه تقسیم نمود، چه در آن صورت امکان خارج کردن نام مشروع قسمتی از پשתوانه‌ی مالی یک شرکت توسط سها مداران وجود خواهد داشت، و از منافع بستانکاران به نحو صحیح حمایت نشده است. ولی می توان اندوخته را به عنوان جزئی از سرمایه به کار رفته تحت اسم اندوخته‌ی سرمایه‌ای نگاه داشت و یا آن را به سرمایه انتقال داده در مقابل آن سهام جایزه به نفع سها مداران صادر نمود. با این عمل در ارزش ویژه‌ی شرکت تفاوتی به وجود نخواهد آمد و تنها یک اندوخته‌ی مخفی که در حسابهای شرکت وجود داشته است به یک اندوخته‌ی آشکار تبدیل شده، یا بدون آن که در ارزش واقعی کل سهام تغییری حاصل آید، به سرمایه‌ی شرکت اضافه شده است.

فوائد این عمل از نقطه نظر ارائه‌ی وضع مالی واقعی شرکت و ترکیب سرمایه‌ی آن احتیاج به توضیح زیاد ندارد. از یک طرف داراییهای ثابت مورد استفاده به ارزش روز خود (یا دست کم طبق آخرین ارزیابی) نشان داده شده و استهلاکی که به عنوان هزینه‌ی استفاده از داراییها به حساب سود و زیان منظور می شود به واقعیت نزدیک تر خواهد بود. از طرف دیگر سرمایه‌ی به کار رفته به مبلغ واقعی تری نشان داده شده است و نسبتهای مالی که در هر سرمایه‌گذاری حایز اهمیت می باشند، دارای مفهوم روشن تری خواهند بود. حال آن که چون در ایران تجدید ارزیابی داراییهای ثابت مرسوم نیست، بسیاری از نسبتهای مالی مندرج در نشریات آن طور که باید معنی ندارند. نگاهی به فهرست سهام مورد معامله در بورس اوراق بهادار نشان می دهد که مبلغ "سود هر سهم" در مورد شرکتها در مقام مقایسه با سهام شرکتهای خارجی چه قدر بالاست. این امر تا اندازه‌ای معلول واقعی نبودن ارقام است. از یک طرف چون استهلاک داراییهای ثابت به علت به کار بردن قیمت‌های کهنه به مبلغی کمتر از واقع در حسابها منظور شده است، سود به دست آمده یک رقم متورم و بی معنی است. از طرف دیگر به علت وجود اندوخته‌های مخفی قابل توجه، رابطه‌ی صحیحی بین ارزش ویژه‌ی

واقعی و ارزش ویژه‌ی اسمی و سرانجام تعداد سهام موجودندارد و با در نظر گرفتن تعداد کمتری سهام، مبالغ سود هر سهم عملاً دوبار متورم می‌شود.

فرض کنیم شرکتی با سرمایه‌ی ۱۰۰ میلیون ریال متشکل از سهام ۱۰۰۰۰ ریالی، مبلغ ۳۰ میلیون ریال سود ویژه داشته باشد. در این صورت "سود هر سهم" مبلغ ۳۰۰ ریال خواهد بود. چنان چه دارایی‌های ثابت شرکت چیزی در حدود ۴۰ میلیون ریال بیشتر از قیمت دفتری ارزش داشته باشد، تجدید ارزیابی و استهلاک صحیح آنها سود هر سهم را در حدود ۳۳٪ یعنی به مبلغ ۲۰۲ ریال به شرح زیر کاهش خواهد داد.

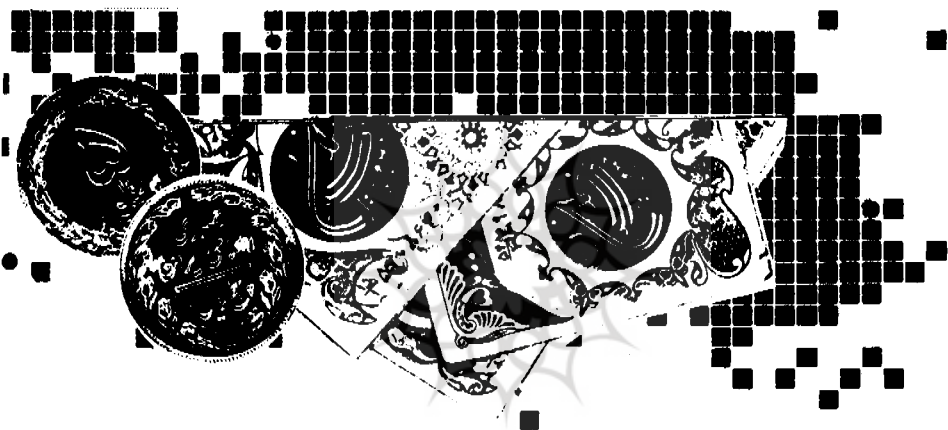
تعداد سهام اولیه	۱۰۰۰۰۰۰ ریال
سهام جدید از محل اندوخته	
تجدید ارزیابی	۳۰۰۰۰۰ "
	<hr style="width: 50%; margin-left: auto; margin-right: 0;"/>
	۱۳۰۰۰۰۰ "
	<hr style="width: 50%; margin-left: auto; margin-right: 0;"/>
سود ویژه‌ی اولیه	۲۰۰۰۰۰۰۰۰ "
کسر می‌شود: استهلاک تفاوت ارزیابی (فرضاً ۸ سال)	۳۷۵۰۰۰۰۰ "
	<hr style="width: 50%; margin-left: auto; margin-right: 0;"/>
	۲۶۲۵۰۰۰۰۰ "
	<hr style="width: 50%; margin-left: auto; margin-right: 0;"/>

$$۲۰۲ = ۱۳۰۰۰۰۰۰ \div ۲۶۲۵۰۰۰۰ \text{ سود هر سهم}$$

با وجود این، به کار بردن اصول صحیح حسابداری و مدیریت مالی به علت مقررات قوانین مالی موجود با اشکالات قابل توجهی روبه‌رو است. طبق تبصره‌ی ۶ ماده‌ی ۱۱۶ قانون مالیات‌های مستقیم، تجدید ارزیابی دارایی‌های ثابت به جز تحت شرایط خاص که تعداد بسیار معدودی از شرکتها را ممکن است دربرگیرد، مشمول مالیات می‌باشد. به عبارت دیگر با وجود آن که در اثر تجدید ارزیابی داراییها وجهی عاید سهامداران نمی‌شود، مع هذا از نقطه نظر قانون مالیاتها، تفاوت حاصل از تجدید ارزیابی یک نوع درآمد

تلقی می شود و بایدنسبت به آن، قسمتی از جوه نقد موسسه به عنوان مالیات پرداخت شود.

قانون ظاهرا توجهی به شخصیت مالی جداگانه‌ی شخص حقوقی از سهامداران آن ندارد. وقتی درقبال تفاوت حاصل از تجدید ارزیابی داراییها، به سهامداران یک شرکت سهام جایزه داده می شود، درآمدی بین آنها توزیع نشده است و در واقع قسمتی از ارزش نهایی سهام آنها به سهام جدید تبدیل شده است. به فرض آن که سهامداران سهام جدید را در بازار به اشخاص دیگری منتقل



کنند و از آن بابت سودی تحصیل نمایند، این امر ارتباطی به شرکت ندارد و با درآمد سهامداران به عنوان یک شخص حقیقی تلقی شود. از نقطه نظر شخص حقوقی نیز، با تجدید ارزیابی داراییهای ثابت درآمدی تحصیل نشده است که بتوان نسبت به آن مالیات وضع نمود، زیرا اموال دادوستدی صورت نگرفته است که در نتیجه‌ی آن درآمدی حاصل شده باشد.

از طرف دیگر طبق جزء ۲ ماده‌ی ۱۲۵ همان قانون ماخذ محاسبه‌ی استهلاك داراییهای ثابت، قیمت تمام شده‌ی آنهاست و بنا بر این استهلاك مربوط به تفاوت تجدید ارزیابی برای محاسبه‌ی درآمد مشمول مالیات قابل کسر نیست. پیدا است که

تحت این شرایط شرکتها انگیزه‌ای برای تجدید ارزیابی داراییهای ثابت ندارند و بنا بر این تعجب آور نیست که این امر در ایران سنت نشده است. البته می‌توان استدلال نمود که سرانجام در زمانی که دارایی از رده خارج می‌شود و به صورت قابل بهره‌برداری یا به صورت قراضه به فروش می‌رسد، تفاوت بین مبلغ مستهلک نشده و مبلغ با زیافتی به عنوان زیان تحقق یافته در محاسبه‌ی مالیات بردرآمد سال فروش قابل احتساب است. بدین ترتیب اگرچه در سال تجدید ارزیابی نسبت به تفاوت حاصل از تجدید ارزیابی مالیات پرداخت می‌شود و در سالهای بعد تا سال فروش دارایی، استهلاک نیز با ست آن قابل محاسبه نمی‌باشد ولی در نهایت امر، آن قسمت از تفاوت ارزیابی که در موقع فروش دارایی با زیافت نمی‌شود، در سال فروش قابل منظور نمودن به هزینه است. ولی علاوه بر آن که حسابداری این گونه اختلاف‌ها با اشکال روبه‌رو است، در هر صورت تحت شرایطی که نمی‌توان از ثبات رویه‌ی روشهای مالیاتی و حتی از وجود خود قانون اطمینان داشت، کمتر کسی دست به این نوع ماجراجوییهای حسابداری خواهد زد. تعجب در این است که با وجود آن که این اختلاف‌های زمانی در طی سنوات، در مجموع مبلغ مالیات قابل وصول توسط دولت تفاوتی به وجود نمی‌آورد، مواد فوق‌الذکر در قانون مالیاتهای مستقیم به این صورت باقی گذاشته شده است.

عیب قانون تجارت از این لحاظ سکوت آن است. در هیچ جای لایحه‌ی قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت ذکری از تجدید ارزیابی داراییهای ثابت نشده است. تنها می‌توان گفت حساب سوءاستفاده‌ها بازگذاشته شده است، زیرا به فرض آن که شرکتی اقدام به تجدید ارزیابی داراییهای ثابت نمود، با توجه به آن که تحت لایحه‌ی مذکور همه‌ی اندوخته‌ها به جز اندوخته‌ی قانونی قابل تقسیم می‌باشد، می‌تواند تفاوت حاصل از تجدید ارزیابی را با تصویب مجمع عمومی سهامداران بین آنها به صورت نقدی هر صورت

دیگر تقسیم نماید. بنابراین مانعی وجود ندارد که شرکت با تجدید ارزیابی مصنوعی داراییهای ثابت، وجوه نقد خود را بین صاحبان سهام تقسیم کند و بستن کاران را با یک شرکت پوشا لسی روبه رواسازد.

تقسیم سود

سیاست تقسیم سود سهام که یک شرکت اتخاذ می نماید در ترکیب سرمایه آن به صورت های مختلف اثر می گذارد. برای توسعه فعالیت های شرکت، شاید هیچ منبع مالی ارزان تر از سود تقسیم نشده ی خود شرکت نباشد، زیرا با احتراز از اخذ وام نه تنها شرکت در دوران قبل از بهره برداری از طرح وادار به پرداخت سود سرمایه یا بهره نخواهد بود، که حتی با نگاه داری سودهای انباشته، به امنیت سرمایه های شرکت کمک قابل توجهی می نماید. از لحاظ اقتصادی نیز این امر جایزه اهمیت است، چه نگاه داشتن سود در شرکت به جای تقسیم آن، در تشکیل سرمایه های ثابت برای شرکتها بسیار موثر است. به همین علت باید انتظار داشت که دولت ها با تمهیدات و معافیت های قانونی، شرکتها را به نگاه داری سود در شرکت به جای تقسیم آن بین صاحبان سرمایه، تشویق نمایند. حال ببینیم مقررات قوانین مالی ایران در این زمینه چه گونه طراحی شده است.

طبق ماده ی ۹۰ لایحه ی قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت در صورت وجود منافع، تقسیم ۱۰٪ از سود ویژه ی سالانه بین صاحبان سهام الزامی است. این ماده نشان می دهد که نویسندگان طرح قانون ظاهرانگران آن بوده اند که سهامداران عمده ی شرکتها از تقسیم سود احتراز نکنند و بنا بر این خواسته اند که برای سهامداران کوچک یک نوع تضمین برای دریافت سودی دست کم در حدود بهره ی سرمایه شان وجود داشته باشد. ولی این نگرانی، با وجود مقررات قانون مالیاتها به طوری که خواهیم دید، نگرانی بی موردی است. طبق بند ۸۰ ماده ی ۸۰ قانون مالیاتهای مستقیم، نسبت به آن

قسمت از درآمد که برای تقسیم بین صاحبان سهام با نام تخیص داده می شود مالیات به نرخ ۱۵٪ ونسبت به آن قسمت که به حساب اندوخته های شرکت منظور می شود به نرخ ۲۵٪ ونسبت به بقیه سود درآمد شرکت اعم از سود پرداختی به صاحبان سهام می نام و سود تقسیم نشده ی شرکت ، به نرخهای تصاعدی از ۲۵٪ تا ۵۵٪ محاسبه می شود.

هدف از این مقررات ظاهرا آن است که در باره ی سهامی نام یک نوع تشویق منفی وجود داشته باشد ، زیرا از لحاظ مالیاتی و به خصوص مالیات برارث به نفع دولت است که سهام شرکتها با نام باشد . می گوئیم ظاهرا ، زیرا اگر فرض بر این باشد که صاحب سهم با نام ، نسبت به مجموع درآمد های خود اظهار نامه ی تکمیلی تسلیم خواهد نمود ، در آن صورت نرخ مالیاتی که به قسمت نهایی درآمد او تعلق خواهد گرفت ، مسلما بیش از ۲۵ درصدی است که به سود سهامی نام تعلق می گیرد . بنا بر این می توان گفت که قانون ، برعکس اشخاص ثروتمند را تشویق می نماید که تا حد امکان سهام خود را به نوع بی نام تبدیل نمایند . همچنین می توان به روشنی دید که مقررات فوق الذکر شرکتها را به جای تشویق به نگهداری سود به صورت تقسیم نشده ، تشویق به تقسیم سود می نماید . به خصوص در شرایط کشور ماکه عده ی بسیار معدودی از صاحبان درآمد اقدام به تسلیم اظهار نامه ی تکمیلی می نمایند ، به نفع آنها است که با پرداخت ۱۵٪ مالیات نسبت به سود سهام با نام ، حداکثر سود ممکن را از شرکت خارج کنند . تحت این شرایط حتی اگر توسعه ی شرکت در نظر باشد ، سهامداران ترجیح می دهند که حداکثر سود را از شرکت خارج کنند و مجددا به صورت افزایش سرمایه به شرکت برگردانند .

نتیجه ی مانورهای مالی فوق به طور کلی آن است که در شرکتها حداقل اندوخته و سود تقسیم نشده نگاه داری شود و به همین علت بسیاری از مردم چنین می پندارند که ارزش واقعی سهام شرکتها به مبلغ قابل توجهی بیشتر از ارزش اسمی سهام نیست . به این ترتیب عاملهای سهم دیگری از قبیل اندوخته های مخفی یا قدرت تحصیل

منافع اضافی، که در شرایط خاص برای یک شرکت بخصوص ممکن است وجود داشته باشد، در تعیین ارزش سهام آن در بازار آن طور که با بدوشاید موثر نمی باشد، خود این امر سبب می شود که شرکتها نتوانند از طریق صدور سهام جدید و فروش آن به اشخاصی غیر از سهامداران فعلی خود، منابع مالی مناسب جدید تحصیل نمایند، زیرا معلوم نبودن ارزش واقعی سهام در بازار، سبب می شود که سهامداران هرگونه افزایش سرمایه را به خود تخصیص دهند. طبیعی است که در این صورت تمایل همیشه بر آن خواهد بود که سهام جدید به قیمت اسمی به سهامداران واگذار گردد، و بدین ترتیب دور تسلسل مخفی ماندن ارزش واقعی سهام و عدم معامله آن در بازار آزاد ادامه می یابد.

ارزش سهام

ارزش سهام برای هر خریدار متفاوت است، بدون شک وقتی خریداری تعدادی سهام، یک خریدار بخصوص را در موقعیت خاصی از لحاظ کنترل یا اعمال نفوذ در شرکت قرار دهد، قیمت خرید تابع ضریبهای افزایشی خاصی خواهد بود. ولی برای خریداری که تعداد نسبتاً کمی از سهام یک شرکت را خریداری می نماید، عامل ویژه ای از لحاظ تعیین قیمت در کار نیست و میزان عرضه و تقاضا که تعیین کننده ی قیمت است همیشه تحت تاثیر "نسبت قیمت بردرآمد" ^۲ شرکت مورد نظر در مقام مقایسه با شرکتهای دیگر، در نوسان خواهد بود.

$$\text{قیمت سهم در بازار} = \text{نسبت قیمت بردرآمد} \times \text{سود هر سهم}$$

هر قدر "نسبت قیمت بردرآمد" یک سهم در مقابل سهام مشابه کمتر باشد، در نتیجه ی افزایش تقاضا و کاهش عرضه، قیمت آن با لاینر خواهد رفت و برعکس چنان چه این نسبت در مقام مقایسه با سهام مشابه زیاد باشد، قیمت سهم کاهش خواهد یافت. دست کم این قاعده ای است که طبق آن خریدار و فروشنده ی سهام در بورس باید

عمل نمایند. ما در زیر نشان خواهیم داد که بعضی مقررات قوانین مالی ایران چه گونه این فرمول را بی خاصیت کرده اند.

همان طور که در بالا مورد بحث قرار گرفت، مبلغ سود هر سهم در ایران به علت محدودیت هایی که از لحاظ تجدید ارزیابی دارایی های ثابت وجود دارد به طور غیر واقعی بالا است. این امر سبب می شود که نسبت قیمت بردر آمد سهام نسبت به ارقام مربوط به صنایع مشابه در کشورهای خارجی رقم بالایی باشد. ممکن است استدلال کنیم که چون این امر در مورد همه ی شرکتها صادق دارد، بنا بر این نسبت های قیمت بردر آمد به هر صورت قابل مقایسه خواهند بود. ولی اگر در نظر بگیریم که دارایی های ثابت شرکت های مختلف در زمان های متفاوت تحصیل شده است و بنا بر این تفاوت بین ارزش روز و قیمت دفتری آنها، یعنی تفاوتی که به صورت اندوخته مخفی در حسابها وجود دارد، نسبت یکنواختی در ترکیب سرمایه ی هر شرکت ندارد، توجه خواهیم نمود که بدون تجدید ارزیابی داراییها، در نسبت فوق یک مخرج یکنواخت و منصفانه نخواهیم داشت.

اما قیمت سهم در بازار، یعنی مبلغی که یک خریدار "آزاد" حاضر است برای تحصیل سهم پرداخت نماید، تابع یک عامل روانی هم هست. در کشور ما به طوری که در بالا گفته شد، چون نگاه داری سود در شرکتها به صورت اندوخته یا سود تقسیم نشده و همچنین پرداخت "اضافه ارزش سهام" سنت نشده است و برعکس قسمت اعظم افزایش سرمایه ها به قیمت اسمی به سهامداران فعلی شرکتها تخصیص داده می شود، از نقطه نظر روانشناسی بازار، ارزش اسمی هر سهم بیش از حد معقول اهمیت یافته است و حالت لنگر سنگینی را پیدا کرده است که از حرکت صحیح ارزش واقعی سهام جلوگیری می کند.

نتیجه گیری

مقررات و قوانین مالی در ایجا دستهای مالی و حسابداری

کشور آنا ر بسیار قابل توجه دارند. اگر هدف، ایجا دو تقویت یک بازار سرمایه برای استفاده‌ی شرکتهای تولیدی صنعتی و کشاورزی و خدماتی باشد، باید مقررات و قوانین مالی طوری تدوین گردد که افراد به سرمایه‌گذاری در شرکتهای تشویق شوند. برای این امر باید ارزش واقعی سهام شرکتهای مشخص گردد تا فروشندگان سهام نیز به فروش سهام رغبت نمایند و با دوستدهایی که بدین ترتیب در مورد سهام به وجود می‌آید بازار سرمایه‌ای برای شرکتهای نضج گیرد.

از طرف دیگر، چهار جهت اقتصادی موضوع، چهار جهت مالیاتی، بدون شک به نفع دولت و بازار سرمایه است که مقررات مالیاتی طوری تدوین گردد که نگه‌داری سود در شرکتهای هر چه بیشتر تشویق نماید و سود سهام را، به خصوص در مواردی که بین صاحبان سهام بی‌نام تقسیم می‌گردد، مشمول نرخ مالیاتی بیشتری نماید.

بقیه از صفحه ۶۱

جدول نهایی امکانات به شرح زیر خواهد بود:

$k - 1$	k	عدد سه رقمی ($11 \mid k =$)
۹	۱۰	-
۱۸	۱۹	۲۰۹
۲۷	۲۸	۳۰۸
۳۶	۳۷	۴۰۷
۴۵	۴۶	۵۰۶
۵۴	۵۵	۶۰۵
۶۳	۶۴	۷۰۴
۷۲	۷۳	۸۰۳
۸۱	۸۲	۹۰۲

(ضمناً به سیر صعودی رقم‌دگان و سیر نزولی رقم‌یکان در عدد حاصل توجه فرمایید، اعداد اصلی مورد نظر ۴ عدد اول است و ۴ عدد دوم تصویر همان اعداد است در آینه!)