



## رابطه جریان وجوه نقد و درآمد (سود) خالص شرکتهای

ترجمه: حسن اسماعیلی  
P. Fernandez

است اشتباه باشد. در بسیاری از تجزیه و تحلیلها با افزودن استهلاک به سود خالص، اغلب رقمی به دست می آید که **جریان نقدی حسابداری<sup>۳</sup> یا جریان نقد حاصل از عملیات<sup>۴</sup>** نامیده می شود. اما نکته مهم در این است که بسیاری از افراد، با این که از این مسائل آگاهند، اما جریان وجوه نقد را به جای سود خالص در نظر می گیرند.

تعریف کلاسیک سود خالص، درآمد دوره منهای هزینه های تحصیل درآمد در طول دوره است و این مفهوم ساده، بر اساس این نظر است که در مواقع تحصیل درآمد باید به شناسایی هزینه های ضروری برای تحصیل این درآمدها پرداخت. این کار همیشه ساده نیست و اغلب مفروضات پذیرفته شده زیادی برای محاسبه آن به کار می رود.

محاسبه و ارائه هزینه های واقعی، روش استهلاک، محاسبه بهای تمام شده محصول و ذخیره مطالبات مشکوک الوصول، نمونه تلاشهایی است برای شناسایی بهترین روشهای ممکن برای شناخت میزان اتلاف منابع برای کسب درآمد. اگر چه این

### سود خالص، یک عقیده و جریان وجوه نقد، یک واقعیت

پابلو فرناندز (Pablo Fernandez, 2002) اعتقاد دارد یک اصل حسابداری و مالی وجود دارد که اگر چه نمی توان آن را به طور مطلق صحیح دانست، اما می توان آن را به عنوان دیدگاهی خوب به شمار آورد. آن اصل، این است که «**سود خالص** فقط یک عقیده، اما **جریان وجوه نقد<sup>۲</sup>** یک واقعیت است.»

امروزه تجزیه و تحلیل های زیادی درباره سود خالص به عنوان عامل اصلی و تنها عامل معتبر برای تشریح عملکرد شرکتهای وجود دارد. براساس این رویکرد ساده، شرکت با افزایش سود خالص، بهتر و با کاهش آن، بدتر کار می کند. به طور کلی، چنین گفته می شود شرکتی که در سال قبل سود خالص بیشتری داشته، نسبت به شرکتهای دارای سود خالص کمتر، ثروت و رفاه بیشتری را برای سهامداران خود خلق کرده است. همچنین، براساس همین منطق، شرکتهای دارای سود خالص مثبت، موجب افزایش و شرکتهای دارای زیان، باعث کاهش ارزش (سهامداران) شرکتهای می شوند. البته، همه این نظریه ها ممکن



**جدول ۱: محاسبه جریانهای نقدی حقوق صاحبان سهام**

مبلغ	شرح
xxx	سود خالص پس از مالیات اضافه (کسر) می‌گردد:
xxx	استهلاک داراییهای مشهود و نامشهود
(xxx)	افزایش در سرمایه در گردش
(xxx)	پرداخت اصل بدهی‌های مالی
xxx	افزایش در بدهی‌های مالی
(xxx)	افزایش در سایر داراییها
(xxx)	سرمایه‌گذاری ناخالص در داراییهای ثابت
xxx	ارزش دفتری داراییهای ثابت فروخته شده و کنار گذاشته شده
xxx	<b>جریان نقدی حقوق صاحبان سهام</b>

**جدول ۲: محاسبه جریان نقدی آزاد**

مبلغ	شرح
xxx	سود پس از کسر مالیات اضافه (کسر) می‌گردد:
xxx	استهلاک داراییهای مشهود و نامشهود
(xxx)	افزایش در سرمایه در گردش
(xxx)	افزایش در سایر داراییها
(xxx)	سرمایه‌گذاری ناخالص در داراییهای ثابت
xxx	بهره دریافت شده
xxx	ارزش دفتری دارایی ثابت فروخته شده و کنار گذاشته شده
xxx	<b>جریان نقدی آزاد</b>

با توجه به نحوه محاسبه جریانهای وجوه نقد یادشده، نسبت بین جریان نقدی حقوق صاحبان سهام و جریان نقدی آزاد بصورت زیر است:

$$FCF = ECF + I(1-T) - ?D$$

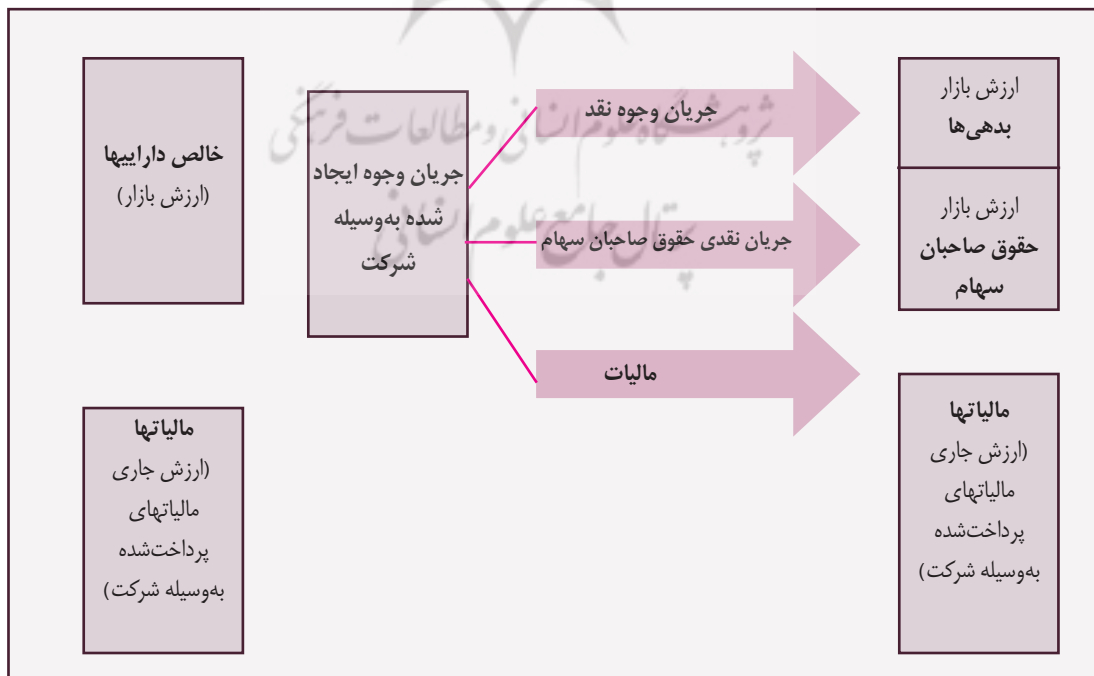
اگر شرکت هیچ‌گونه بدهی نداشته باشد، جریان نقدی حقوق صاحبان سهام و جریان نقدی آزاد آن یکسان می‌شود.

**۳- جریان نقدی سرمایه‌ای**  
جریان نقدی سرمایه‌ای، جریان وجوه در دسترس برای همه

جریان نقدی حقوق صاحبان سهام، افزایش در وجه نقد طی دوره قبل از پرداخت سود سهام، بازخرید سهام و افزایش سرمایه است.

**۲- جریان نقدی آزاد**

جریان نقدی آزاد برابر با جریان وجوه نقد شرکتی است که هیچ بدهی در سمت بدهی‌های ترازنامه خود نداشته باشد. محاسبه جریان نقدی آزاد، طبق محاسبات **جدول ۲** صورت می‌گیرد.



نمودار ۱: رویکرد ارزشی شرکت در کاربرد جریان وجوه نقد تنزیل شده

رابطه سود خالص بعد از مالیات با جریان نقدی حقوق صاحبان سهام  
 با به کارگیری فرمول زیر می توان سود خالص پس از کسر مالیات را با  
 جریان نقدی حقوق صاحبان سهام مرتبط کرد.

= جریان نقدی حقوق صاحبان سهام
سود خالص پس از کسر مالیات
+ استهلاک
- سرمایه گذاری ناخالص در داراییهای ثابت
- افزایش در سرمایه در گردش
- کاهش در بدهی های مالی
+ افزایش در بدهی های مالی
- افزایش در سایر داراییها
+ ارزش دفتری داراییهای ثابت فروخته شده

بستانکاران و سهامداران است و شامل جریان نقدی حقوق صاحبان سهام و جریان نقدی بستانکاران است که برابر با بهره دریافت شده منهای افزایش در اصل بدهی ها است. اگر

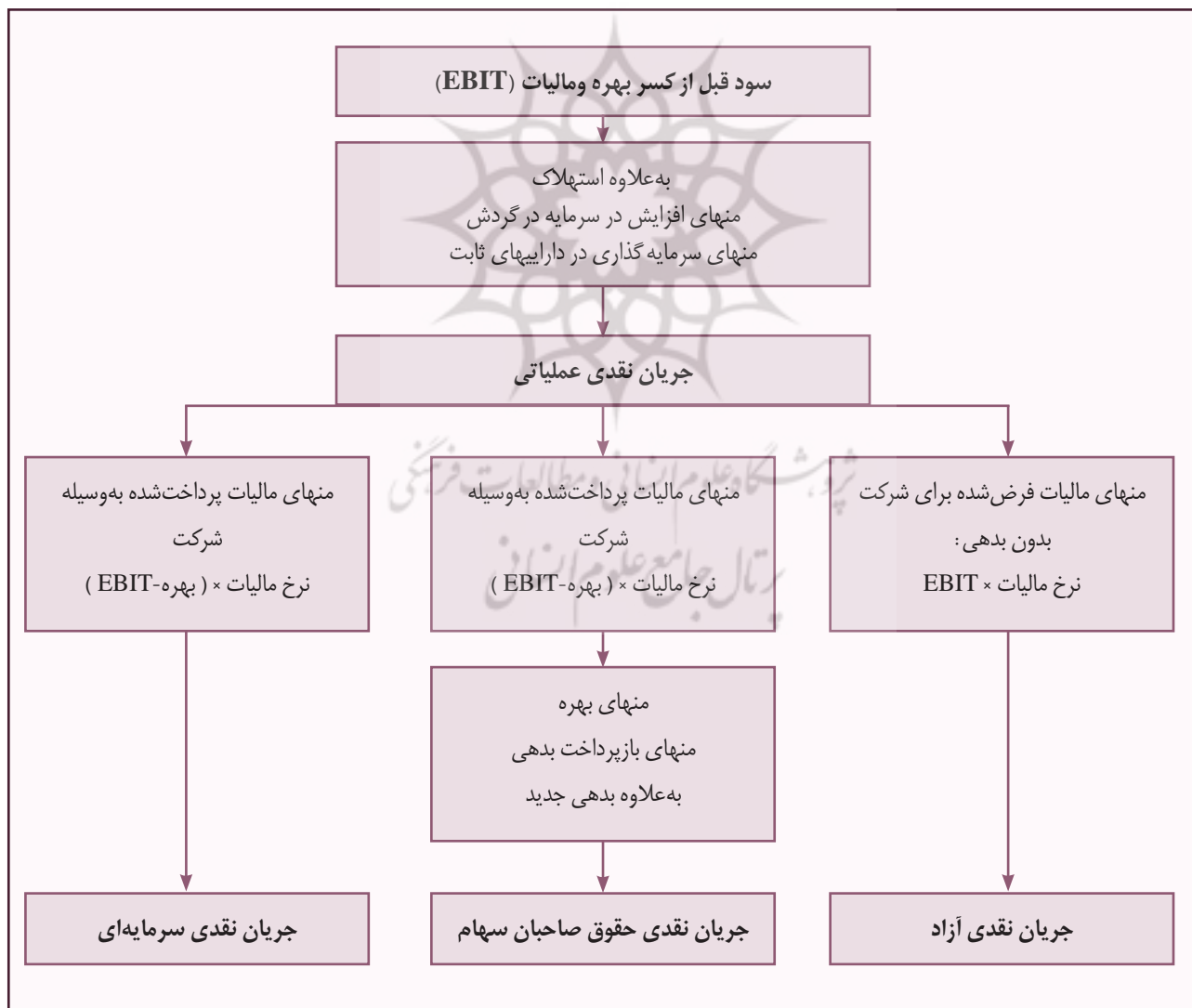
$$DKd = I$$

$$CCF = ECF + CFd = ECF + I - ?D$$

**نمودار ۱**، رویکرد ارزشی شرکت را در کاربرد جریان وجوه نقد  
 تنزیل شده خلاصه می کند.

**نمودار ۲**، تفاوت بین جریانهای وجوه نقد را نشان دهد.

حال این سؤال مهم مطرح می شود که آیا این احتمال وجود دارد که شرکتی سود خالص مثبت و جریان وجوه نقدی منفی داشته باشد؟ پاسخ سؤال بلی است. البته این تفکر نیز وجود دارد که شرکتهای زیادی، **سازماندهی مجدد اختیاری**<sup>۱۲</sup> خود را بعد از کسب سود خالص مثبت، برنامه ریزی می کنند.



**نمودار ۲: تفاوت بین جریانهای وجوه نقد**

اگر در شرکتی که در حال رشد نیست (در این حالت، مشتریان آن ثابت می‌مانند)، داراییهای ثابت با استهلاک یکسانی خریداری شده، بدهی‌ها ثابت نگاه داشته شده و فقط داراییهای کاملاً مستهلک شده فروخته شوند، جریان وجوه نقد آن افزایش می‌یابد.

### رابطه جریان نقدی حسابداری با جریان نقدی حقوق صاحبان سهام

اگر در شرکتی که در حال رشد نیست، بدهی‌ها ثابت نگه داشته شده و فقط داراییهای کاملاً مستهلک شده فروخته شود و داراییهای ثابت نیز خریداری نشود، در این صورت، جریان نقدی حسابداری آن برابر با جریان نقدی حقوق صاحبان سهام شرکت خواهد بود. همچنین در مواردی که شرکت وجه نقد از مشتریان خود وصول و آن وجه نقد را به طلبکاران پرداخت می‌کند، سرمایه در گردش شرکت صفر و در آن داراییهای ثابت خریداری نمی‌شود که در این صورت، جریان نقدی حسابداری با جریان نقدی حقوق صاحبان سهام مساوی خواهد بود.

آیا جریان وجوه نقد از سود خالص مفیدتر است؟ به این سؤال، زمانی می‌توان پاسخ داد که گیرنده اطلاعات مشخص شود. همان‌طور که می‌بینید، هر دو عامل در صورتهای مالی وجود دارند. سود خالص گزارش شده در صورتهای مالی براساس مفروضات متعددی ارائه می‌شود، در حالی که جریان نقدی حقوق صاحبان سهام یا جریان نقدی آزاد، یک واقعیت است.

### جریان نقدی حقوق صاحبان سهام و سود سهام

با توجه به توضیحات قبل در زمان شروع پروژه، جریان نقدی حقوق صاحبان سهام باید برابر با سود سهام پیش‌بینی شده باشد.

به عبارت دیگر، فرض بر این است که از جریان نقدی حقوق صاحبان سهام برای توزیع سود سهام (نقد، سرمایه‌گذاری، بازپرداخت بدهی و...) استفاده نشده است.

توزیع سود سهام به شکل سهام، در صورت جریان وجوه نقد نشان داده نمی‌شود. سهامداران دریافت‌کننده سهام جدید، سهام بیشتری با ارزش کمتر دارند، اما ارزش در مجموع یکسان است.

### جریانهای نقدی برگشتی

گاهی اوقات، مردم درباره جریان نقدی حقوق صاحبان سهام برگشتی و جریان نقدی آزاد برگشتی<sup>۱۳</sup> صحبت می‌کنند. این جریانهای نقدی نیز مشابه سایر روشهای جریانهای وجوه نقد محاسبه می‌شوند و فقط یک تفاوت وجود دارد که در شرکتهای تازه تاسیس ملاحظه می‌شود. در این حالت، سود خالص، افزایش در سرمایه در گردش، افزایش در هزینه‌های استهلاک‌پذیر یا سرمایه‌گذاری ناخالص در داراییهای ثابت را شامل می‌شود و به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاری در شرکتهای تازه تاسیس را شامل نمی‌شود.

### توجه به حسابداری و مدیریت سود خالص

در زمان تجزیه و تحلیل صورتهای مالی، این موضوع اهمیت دارد که رعایت استانداردهای حسابداری در مورد روشهای حسابداری به کار رفته در شرکت مورد توجه قرار گیرد. مهمترین روشهای حسابداری مطرح شده در استانداردها، عبارتند از:

**شناخت درآمد:** بعضی از شرکتهای، درآمد را زودتر و بعضی دیرتر شناسایی می‌کنند. شرکتهای درجه آزادی متفاوتی برای شناسایی درآمد دارند.

**هزینه‌های سرمایه‌ای:** پرداختهای انجام شده از طرف شرکتهای



برای مطالعه وضعیت هر شرکتی  
استفاده از جریانهای نقدی  
حقوق صاحبان سهام  
آزاد و سرمایه‌ای  
کاری بسیار مفید است

ممکن است در صورت سودوزیان انعکاس نیابد و مستقیماً به عنوان افزایش در داراییها (اقلام سرمایه‌ای) ثبت شوند؛ برای نمونه، شرکت‌های نفتی هزینه‌های اکتشاف را به عنوان دارایی در نظر می‌گیرند.

**کاربرد مبنای تعهدی:** شرکتها ممکن است مبنای تعهدی را برای پرداختها، تقاضای مشتریان و سایر زیانهای بالقوه و پرداختهای قابل انتظار به کار گیرند. به هر حال، شرکت‌های زیادی با به‌کارگیری مبنای تعهدی در سالهای خوب، اضافه ارزش حاصل را در سالهای بد استفاده می‌کنند. با این کار، شرکتها سود خالص را پرداخت می‌کنند.

**سودهای غیر مترقبه سرمایه‌گذاری‌ها:** شرکت‌های زیادی در ترازنامه خود اوراق بهادار قابل معامله را به بهای کمتر از قیمت بازار نگهداری می‌کنند و این سرمایه‌گذاری‌ها را در سالهای بدون رونق می‌فروشند تا سود خالص را هموار کنند.

**تلفیق انفعالی:** سهام خریداری شده در داراییها، سود سهام دریافت‌شده به عنوان درآمد مالی و عایدات فروش سهام به عنوان درآمد غیر عملیاتی ثبت می‌شوند. به علاوه، پیش‌بینی زیانهای آینده (شامل زیانهای بالقوه) باید انجام شود. به منظور محاسبه پیش‌بینی‌ها، باید به قیمت سهام در بازار سهام مراجعه شود.

**روش ارزش ویژه:** به‌کارگیری این روش برای سرمایه‌گذاری ۲۰ تا ۵۰ درصد در شرکت‌های غیر عضو در بورس و ۳ تا ۵ درصد در شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار توصیه می‌شود. سهام خریداری شده در داراییها (تسهیم‌شده بین ارزش دفتری سهام و سرقفلی) و سود سهام دریافت‌شده به عنوان کاهش در سرمایه‌گذاری و عایدات فروش سهام به عنوان درآمد غیر عملیاتی ثبت می‌شوند.

**تلفیق سرجمع:** در این مورد، صورت سودوزیان و ترازنامه‌های شرکت‌های گروه به یکدیگر اضافه شده و عملیات حسابداری درون گروهی، حذف می‌شوند. اگر شرکت کاملاً شخصی نباشد، درصدی از سود خالص متعلق به صاحبان سهام نیز از صورت سودوزیان کسر می‌شود و به صورت حقوق صاحبان سهام مربوط به سهامداران اقلیت نشان داده می‌شود. محاسبه صحیح صورت جریان وجوه نقد تلفیقی و تجزیه و تحلیل آن، از اهمیت خاصی برخوردار است.

## خلاصه

در شرکتها، سود خالص پس از کسر مالیات براساس ارقام کاملاً اختیاری و بعد از اعمال مفروضات حسابداری مربوط به هزینه‌ها و

درآمدها به دست می‌آید. از سوی دیگر، صورت جریان وجوه نقد، معیاری عینی است و رقم مجزایی است.

برای مطالعه وضعیت هر شرکتی، استفاده از جریانهای نقدی حقوق صاحبان سهام، آزاد و سرمایه‌ای کاری بسیار مفید است. در صورتی که سود خالص از ارقام متعددی است که در ارتباط با کاربردهای معینی می‌تواند به دست آید.

سود پس از کسر مالیات شرکتی که در حال رشد نیست، برابر با جریان نقدی حقوق صاحبان سهام است. داراییهای ثابت با استهلاک یکسان خریداری، بدهی‌ها ثابت نگه‌داشته شده و فقط داراییهای کاملاً مستهلک‌شده فروخته می‌شوند.

سود پس از کسر مالیات شرکتی که وجه نقد دریافت و پرداخت می‌کند و داراییهای ثابت با استهلاک یکسان خریداری می‌کند، برابر با جریان نقدی حقوق صاحبان سهام است.

جریان نقدی حسابداری در مورد شرکتی که در حال رشد نیست، برابر با جریان نقدی حقوق صاحبان سهام است. بدهی‌ها ثابت نگه‌داشته می‌شود، فقط داراییهای کاملاً مستهلک‌شده فروخته شده و داراییهای ثابت خریداری نمی‌شوند.

همزمان با پروژه‌های در جریان، سود سهام و سایر پرداختهای پیش‌بینی شده برای سهامداران باید دقیقاً برابر جریانهای نقدی حقوق صاحبان سهام مورد انتظار باشد.



## پانوشتها

- 1- Net Income
- 2- Cash Flow
- 3- Accounting Cash Flow (ACF)
- 4- Cash Generated By Operation
- 5- Indicator
- 6- Objective Measure
- 7- Cash In Flow
- 8- Cash Out Flow
- 9- Equity Cash Flow (ECF)
- 10- Free Cash Flow (FCF)
- 11- Capital Cash Flow (CCF)
- 12- Voluntary Reorganization
- 13- Recurrent Free Cash Flow

این مقاله، ترجمه آزادی از منبع زیر است:

- Fernandez Pablo, **Valuation Method and Shareholders Value Creation**, Academic Press, San Diego, CA, Chapter 9, 2002

