



## نگاهی به افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی دارایی‌ها از منظر تحلیل بنیادی

دکتر غلام‌حسن تقی‌نجاج<sup>۱</sup>

دانشیار و عضو هیأت علمی دانشگاه امام حسین (ع)،

دکترای حسابداری از دانشگاه علامه طباطبائی، مدیر عامل بانک قوامین، ایران

محمد مهدی مومن‌زاده<sup>۲</sup>

کارشناسی ارشد حسابرسی دانشگاه علامه طباطبائی، ایران

محمد هادی مومن‌زاده<sup>۳</sup>

کارشناس حسابداری، ایران

(تاریخ دریافت: ۳ اسفند ۱۳۹۴؛ تاریخ پذیرش: ۸ شهریور ۱۳۹۵)

تجدید ارزیابی، جایگزینی ارزش منصفانه دارایی‌های ثابت در تاریخ‌های تجدید ارزیابی به جای ارزش تاریخی آن‌هاست. از آنجا که گزارش دارایی‌ها به بهای تمام شده تاریخی سبب می‌شود ارزش جاری دارایی‌های شرکت با ارزش دفتری آن‌ها تفاوت قابل ملاحظه‌ای داشته باشد، تجدید ارزیابی دارایی‌ها می‌تواند به شفافیت و مربوط بودن صورت‌های مالی کمک نماید. در سال‌های اخیر افزایش سرمایه بنگاه‌های اقتصادی، ناشی از تجدید ارزیابی دارایی‌های آن‌ها از شمول مالیات معاف اعلام شده است. به دلیل نوظهور بودن این نوع افزایش سرمایه 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 استقراری 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.

**واژه‌های کلیدی:** افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی دارایی‌ها، تحلیل بنیادی، نسبت‌های مالی، ارزشیابی سهام.

<sup>1</sup> htoora@yahoo.com

<sup>2</sup> momenazadeh2000@yahoo.com

<sup>3</sup> momenazadeh2010@chmail.ir

## مقدمه

در سال‌های گذشته، با تصویب جزء «ب» بند ۷۸ قانون بودجه سال ۱۳۹۰ کل کشور، بند ۳۹ قانون بودجه سال ۱۳۹۱ کل کشور و ابلاغ آیین‌نامه‌های اجرایی مربوطه افزایش سرمایه‌بنگاه‌های اقتصادی ناشی از تجدید ارزیابی دارایی‌های آن‌ها، در سال‌های بودجه امکان‌پذیر و از شمول مالیات معاف گردید، مشروط بر آن‌که 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 سرمایه‌بنگاه‌های اقتصادی ناشی از تجدید ارزیابی دارایی‌های آن‌ها، از تاریخ لازم الاجرا شدن این قانون به مدت پنج سال از شمول مالیات معاف است. مشروط بر آن‌که 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. 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 لازم الاجرا 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 غیرعملیاتی 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 بر اساس استاندارد حسابداری شماره ۱۱ افزایش سرمایه به طور مستقیم، از محل آن مجاز نیست، مگر در مواردی که به‌موجب قانون تجویز شده باشد. 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. 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.

یکی از تصمیمات مهم شرکت‌ها تصمیم افزایش سرمایه است. [۲] 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. [۱۰] 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 سفته بازی، 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. [۱۴] 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 بازرسی 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.

#### 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 هزینه استهلاک ناشی از تجدید ارزیابی دارایی‌های استهلاک‌پذیر و کاهش سود از این بابت به کاهش EPS اعلام شده 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	در 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. هرچه 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	هرچه 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. [۱۶] در تحلیل دوپونت هم از اقلام مربوط به ترانزنامه 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 [۱۹] و بر کنترل هزینه‌ها، استفاده از دارایی‌ها و استفاده از بدهی‌ها تمرکز دارد. [۱۷]

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:

#### گردش کل دارایی‌ها × حاشیه سود خالص = 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 نپرداخته است. [۱۲]

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 این‌رو 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 وارداتی 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:

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

و یا

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

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.

[۱۵]

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 دویونت 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. [۹] 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. [۶] 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. [۳] 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:

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

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. [۵] 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. [۴]

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. [۱۷] می‌دانیم ارزش هر ورقه بهادار، برابر است با ارزش فعلی جریان‌های نقدی 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. [۸] 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 سهام 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. [۴] 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. [۳] ارزشی است که سهم واقعاً به آن قیمت می‌ارزد و هنگامی که بازار کارا باشد قیمت بازار سهم به ارزش ذاتی آن میل می‌کند. [۸]

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. [۷]

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 [۷] 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:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{درآمد تقسیم سود}}{\text{(ضریب حقوق صاحبان سهام} \times \text{حاشیه سود خالص} \times \text{نرخ بازده کل دارایی ها) - نرخ بازده مورد انتظار سهامداران}}$$

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. [۳]

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. [۱] 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 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. 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. شرایط تورمی و تغییر نرخ ارز در ایران تطبیق اطلاعات مالی تاریخی را با واقعیات اقتصادی با مشکل مواجه کرده است. [۵] 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 استقرای 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 استقرای) 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 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 این‌رو 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.

## فهرست منابع

۱. ایزدی‌نیا، ناصر، ایزری، مهدی و ساوه درودی، سعید. (۱۳۸۶). "رابطه بین نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران با استفاده از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و نسبت قیمت به درآمد سهام در بازار بورس تهران"، *مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان*، سال نوزدهم، شماره اول، اصفهان.
۲. تالانه، عبدالرضا، محمودی، محمد و کرم‌آبی، الهه. (۱۳۹۱). "افزایش سرمایه در شرکت‌های بورس تهران" *مجله تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، سال چهارم، شماره شانزدهم، زمستان ۱۳۹۱.
۳. تهرانی، رضا. (۱۳۸۹). *مدیریت مالی*، چاپ هفتم، ویرایش سوم، تهران، انتشارات نگاه دانش.
۴. جونز، چارلز پی. (۱۳۸۸). *مدیریت سرمایه‌گذاری*، ترجمه رضا تهرانی و عسگر نوربخش، تهران، انتشارات نگاه دانش.
۵. حقانی، ونوشه. (۱۳۹۵). "موانع ومشکلات اجرایی تجدید ارزیابی در ایران". *مجله دانش و پژوهش حسابداری*، سال یازدهم، شماره چهل و چهارم، بهار ۱۳۹۵.
۶. راس، وستر فیلد، جیف و جردن. (۱۳۸۹). *مدیریت مالی مدرن*، ترجمه محمدرضا ستایش و مجتبی قنبرزاده، تهران، انتشارات برآیند پویش.
۷. روشن، سید علیقلی، آرین، ابوالفضل و همکاران. (۱۳۹۱). "ارزیابی عوامل مؤثر بر نسبت قیمت به درآمد (P/E) سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، شماره چهاردهم، تهران.
۸. صفوی، سید امیر. (۱۳۹۱). *مدیریت سرمایه‌گذاری و ریسک*، تهران، مؤسسه کتاب مهربان نشر.
۹. عارفی، اصغر و شمس، شهاب‌الدین. (۱۳۹۰). *راهنمای مدیریت مالی در اجرا*، تهران، انتشارات ترمه.
۱۰. عبادی، جواد و حسن‌پور، 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، تهران.
۱۱. مهرانی، ساسان و مهرانی، کاوه. (۱۳۸۲). "رابطه بین نسبت‌های سودآوری و بازده سهام در بازار بورس تهران"، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۳۳، تهران.
۱۲. 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.

۱۳. یحیی زاده فر، 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.
14. 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](http://www.ccsenet.org/ijef)
15. Bodie, Z., Kane, A., and Alan, J.M., (2004). **Essentials of Investments**. 5th edition, McGraw-Hill, Irwin
16. 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>
17. 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.
18. 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.
19. 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](http://www.indianresearchjournals.com)



## Looking to Capital Increase from Asset Revaluation Surplus in the perspective of Fundamental analysis

**Gholamhasan Taghi Nattaj (Ph.D.)<sup>1</sup>**

Ph.D of Accounting – Emam Hosein University, Iran

**Mohammad Mehdi Momenzadeh<sup>2</sup>©**

MA of Auditing - Allameh Tabataba'i University

**Mohammad Hadi Momenzadeh<sup>3</sup>**

Bachelor of Accounting

(Received: 22 February 2016; Accepted: 29 August 2016)

PFM Revaluation is the replacement fair value of fixed assets instead of their historical value. Since the historical cost model is causing the difference between the current value and book value of assets, revaluation of assets can help the transparency and relevance of financial statements. In recent years, Increased capital firms, due to the assets revaluation has been declared exempt from tax. because of the types of capital increases 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 Valuat

---

<sup>1</sup> htoora@yahoo.com

<sup>2</sup> momen-zadeh2000@yahoo.com (Corresponding Author)

<sup>3</sup> momen-zadeh2010@chmail.ir