

## حفظ ارزش حقیقی سرمایه در شرکت‌های بیمه

دکتر مهدی ابزری<sup>(۱)</sup>

محمود پاکزادیان<sup>(۲)</sup>

### چکیده

مدیریت مالی سابقاً در پی این مسئله بود که حفظ ثبات سرمایه بر مبنای مفهوم سرمایه مالی و سرمایه واقعی یا فیزیکی بررسی و ارزیابی شود.

با توجه به ایرادهایی که به این روش‌ها وارد است در این مقاله سعی شده است تا حفظ سرمایه بر مبنای ارزش حقیقی سرمایه تعریف و توضیح داده شود (حفظ ارزش حقیقی سرمایه به این مفهوم اشاره دارد که اگر شخص سرمایه خود را در جایی سرمایه‌گذاری کند و در آخر دوره از نظر وضعیت اقتصادی، از همان سطح از رفاه کیفی و نسبی ابتدای دوره بهره‌مند باشد، به عبارت دیگر، از نظر طبقه اقتصادی فقیرتر نشود، سرمایه این شخص محفوظ مانده است). سپس، مطابق با این تئوری‌های مربوط به حفظ سرمایه، سرمایه‌گذاری مؤسسات بیمه در سپرده‌های بانکی بررسی شده است.

### مقدمه

وجوهی را که مؤسسات بیمه به عنوان حق بیمه از مشتریان دریافت می‌کنند، برای این که در فاصله زمانی تا پرداخت هزینه ارائه خدمات به بیمه شونده‌گان، راکد نمانند و بر اثر تحولات اقتصادی نظیر تورم، از ارزش آن کاسته نشود (حفظ ثبات سرمایه)، و به عنوان سرمایه بتوان از آن در بهترین فرصت، بهره‌برداری کرد و بازده بیشتری به دست آورد (از دید هزینه فرصت)، مستلزم مدیریت و اداره فرایند سرمایه‌گذاری است. بنابراین این مؤسسات بیمه در این زمینه، تحقیق و برنامه‌ریزی دقیق می‌کنند تا وجوه یاد شده به عنوان اصل سرمایه، ارزش خود را در برابر تحولات محیطی حفظ کند و همچنین،

۲. کارشناس ارشد رشته مدیریت بازرگانی.

۱. عضو هیئت علمی دانشگاه اصفهان.

بیشترین سود ممکن، نصیب آنها شود.

یکی از بخش‌هایی که دولت به مؤسسات بیمه اجازه داده است تا وجوه خود را در آن‌جا سرمایه‌گذاری کنند سپرده‌های بانکی است، گرچه همواره در خصوص سرمایه‌گذاری‌های یاد شده، پرسش‌هایی به شرح زیر مطرح است:

آیا سرمایه‌گذاری مؤسسات بیمه در بخش سپرده‌های بانکی، ارزش سرمایه آنها را حفظ می‌کند؟

آیا سرمایه‌گذاری مؤسسات بیمه در بخش سپرده‌های بانکی، از سود آوری مناسبی بهره‌مند است یا این‌که بهتر است سرمایه را به بخش‌های دیگر اقتصادی انتقال دهند و در آن‌جا سرمایه‌گذاری کنند؟

باید دانست که تئوری‌های مختلفی راجع به حفظ سرمایه مطرح شده است و از مبنا قرار دادن هر یک از این تئوری‌ها، نتایج متفاوتی حاصل خواهد شد. لذا در این تحقیق، ابتدا تئوری‌های مختلف حفظ سرمایه مورد بحث قرار گرفته و سپس براساس هر یک از این روش‌ها به سؤال‌ها پاسخ داده می‌شود.

### مفهوم حفظ ارزش سرمایه<sup>(۱)</sup>

واقعیت این است که در زمان تغییر و تحولات قیمت‌ها، تکنولوژی و غیره، تعیین ارزش سرمایه شرکت برای مدیران مالی بر مبنای قیمت‌های تاریخی، واقعیت‌های اقتصادی را بیان نمی‌کند و یکی دیگر از هدف‌های عمده مدیران مالی تعیین سود دوره مالی مورد نظر است که بر مبنای آن سیاست تقسیم سود را اتخاذ کنند. اگر کل سودی که در زمان تغییر و تحولات افزایش سطح قیمت‌ها (تورم) و کهنه شدن تکنولوژی و تجهیزات فنی و غیره بر مبنای ارزش‌های تاریخی، محاسبه و مشمول مالیات شود و بین صاحبان سرمایه تقسیم گردد، در حقیقت به جای سود، سرمایه مؤسسه به عنوان مالیات و سود توزیع شده است. سؤالی که مطرح می‌شود این است: در شرایط این تغییر و تحولات، چگونه ارزش سرمایه شرکت و سود آن اندازه‌گیری و تعیین شوند تا از فرسایش سرمایه شرکت ممانعت به عمل آید؟ اگر مدیران مالی بتوانند سود را (سود به

عنوان مبلغی است که شخص می‌تواند در طی یک دوره معین خرج کند بدون آن که از ارزش سرمایه او کاسته شود) اندازه‌گیری کنند. در این صورت ارزش سرمایه شرکت حفظ و از توزیع آن جلوگیری شده است و ارزیابی ارزش شرکت گمراه کننده نخواهد بود.

به طور خلاصه، هدف مفهوم حفظ ارزش سرمایه به معنی آن است که در یک واحد اقتصادی چگونه درآمد سرمایه و اصل سرمایه از یکدیگر تفکیک می‌شود تا ارزش‌گذاری واحد اقتصادی، گمراه کننده نباشد.

### تئوریهای حفظ ارزش سرمایه

تاکنون نظریه‌های مختلفی راجع به مفهوم حفظ ارزش سرمایه مطرح شده‌اند که عبارت‌اند از: الف) حفظ ارزش اسمی سرمایه؛ ب) حفظ ارزش واقعی سرمایه (حفظ قدرت خرید عمومی سرمایه)؛ پ) حفظ سرمایه فیزیکی (حفظ توانایی عملیاتی)؛ ت) مفهوم حفظ ارزش حقیقی سرمایه.

#### الف) حفظ ارزش اسمی سرمایه

در مفهوم حفظ ارزش اسمی سرمایه یا به عبارت دیگر حفظ سرمایه مالی سود به دنبال افزایش ریالی در مقدار سرمایه حاصل می‌شود. به عبارت دیگر «سود تنها در شرایطی تحصیل می‌شود که مبلغ پولی خالص دارایی‌ها در پایان دوره، پس از حذف آثار هرگونه توزیع بین صاحبان سهام یا دریافتی از ایشان، نسبت به مبلغ پولی خالص دارایی‌ها در ابتدای دوره فزونی یابد (هاشمی، ۱۳۷۷)». روش بهای تاریخی بر مفهوم حفظ سرمایه مالی استوار است، زیرا سود هنگامی گزارش می‌شود که درآمدها از هزینه‌های گزارش شده براساس بهای تاریخی بیشتر شوند. افزایش و کاهش قیمت دارایی‌های غیر پولی که در طی دوره نگهداری می‌شوند موجب ایجاد سود (زیان) ناشی از نگهداری دارایی‌های مزبور می‌شود. برای محاسبه سود و زیان نگهداری، بهای تمام شده جاری دارایی در ابتدای دوره از بهای تمام شده جاری همان دارایی در انتهای دوره کسر می‌شود. در مفهوم حفظ سرمایه مالی این سود یا زیان‌ها به سود و زیان دوره منظور می‌شود (هندریکسن، ۱۹۸۲).

ب). حفظ ارزش واقعی سرمایه<sup>(۱)</sup>

مفهوم حفظ ارزش واقعی سرمایه به حفظ قدرت خرید عمومی سرمایه توجه دارد. از این رو محاسبه سود (زیان) با توجه به آثار تورمی روی دارایی‌ها، صورت می‌گیرد. وقتی تورم زمان زیادی دوام یابد و قابل پیش بینی شود بازارها شروع به تطبیق خود با آن می‌کنند و رفته رفته تورم در نرخ بهره بازار منظور می‌شود. به فرض در حالت ثبات قیمت‌ها اقتصاد با نرخ بهره ۳ درصد آغاز کند. چنانچه مردم انتظار داشته باشند که قیمت‌ها به میزان ۹ درصد در سال افزایش یابد اوراق قرضه و وام‌های رهنی به پرداخت ۱۲ درصد گرایش خواهند داشت نه ۳ درصد. نرخ بهره ۱۲ درصد گویای ۳ درصد نرخ بهره واقعی به اضافه ۹ درصد اضافه پرداخت بابت تورم است. وقتی نرخ‌های بهره به این ترتیب تعدیل شود دیگر توزیع مجدد عمده‌ای از درآمد و ثروت نخواهیم داشت (ساموئل سن، ۱۳۵۱).

پ) حفظ ارزش سرمایه فیزیکی<sup>(۲)</sup>

در روش حفظ سرمایه فیزیکی که به آن روش توانایی عملیاتی نیز گفته می‌شود فرض بر آن است که اگر شرکت قادر به جایگزینی دارایی‌های خود با انواع مشابه و یا قادر به حفظ ظرفیت تولید مقدار مشخصی کالا و خدمات باشد، در آن صورت ارزش سرمایه آن حفظ می‌شود. بر طبق مفهوم حفظ سرمایه فیزیکی، سود تنها در صورتی تحصیل می‌شود که ظرفیت تولیدی فیزیکی (ظرفیت عملیاتی) واحد تجاری (یا منابع و وجوه لازم برای دستیابی به ظرفیت مزبور) در پایان دوره، پس از حذف آثار هرگونه توزیع بین صاحبان سهام یا دریافتی از ایشان، نسبت به ظرفیت تولیدی فیزیکی ابتدای دوره فزونی یابد (رهنمودهای حسابداری، ۱۳۷۲).

در مفهوم حفظ سرمایه فیزیکی، ملاک تحصیل سود این است که آیا مقدار معینی از کالاهای فیزیکی، نه یک مبلغ معینی از ثروت پولی، تحصیل شده است یا نه. طرفداران مفهوم حفظ سرمایه فیزیکی مدعی اند که «جایگزینی یک دارایی با دارایی دیگر که عیناً مثل هم هستند و یا قدرت سرویس دهی یکسان دارند سبب غنی‌تر یا فقیرتر شدن مالک

1. Capital Real Value Maintenance

2. Physical (Fixed Price) Capital Value Maintenance

یا مالکان آن دارایی نمی شوند. همچنین به علت این که دارایی‌ها باید به قیمت جاری، جایگزین شوند، سود و زیان نگهداری را نمی توان به عنوان سود و زیان دوره تلقی کرد، زیرا در مفهوم حفظ سرمایه فیزیکی این سود و زیان‌ها تغییر در سطح سرمایه‌گذاری‌های مورد نیاز برای حفظ وضعیت مطلوب گذشته را نشان می‌دهد (کنیث، ۱۹۸۲).

### ت) حفظ ارزش حقیقی سرمایه<sup>(۱)</sup>

مفهوم حفظ ارزش حقیقی سرمایه بر مفهوم سرمایه و درآمد استوار است. «در آمد آن است که شخص می‌تواند آن را مصرف کند بدون آنکه فقیر شود» (هیکس، ۱۹۹۵). به عبارت دیگر درآمد سرمایه عبارت است از هر چیزی که از سرمایه ناشی شود و ارزش داشته باشد بدون آن که از ارزش سرمایه کاسته شود. در این مفهوم، سود تنها در صورتی تحصیل می‌شود که شخص دارنده سرمایه در پایان دوره، پس از حذف آثار هرگونه توزیع یا دریافتی از ایشان، نسبت به ابتدای دوره، فقیرتر نشده باشد. برای این که این مفهوم حقیقت داشته باشد باید تأثیرات تغییر سطح قیمت‌ها، ارزش زمانی و مکانی سرمایه که بر سطح درآمدها تأثیر دارد، تغییرات تکنولوژیکی، فرسودگی و از مدافندگی آن و غیره تعدیل شوند.

### محاسبه ارزش حقیقی دیه

امروزه مجتهدان و کارشناسان حقوق اسلامی، نحوه ارزش‌گذاری و محاسبه دیه را بر مبنای شتر با قیمت فعلی و مبلغ آن را پایه پرداخت دیه قرار می‌دهند. به عبارت دیگر پرداخت دیه را بر مبنای ارزش واقعی محاسبه می‌کنند؛ اما آیا به این مسئله توجه می‌کنند که ارزش شتر در نتیجه تغییر و تحولات در طی ۱۵ قرن گذشته تغییر کرده و ارزشی که یک شتر در ۱۵ قرن گذشته در صحرای عربستان برای صاحبش به ارمغان می‌آورد با امروز فرق می‌کند.

اگر شتری به عنوان دیه به دیه‌گیرنده در آن زمان پرداخت می‌شد این شتر نیازهایی را برآورده می‌کرد که در زمان حاضر، این چنین نیست. در آن زمان، شخصی که صاحب شتر بود از شیر شتر احتیاجات غذایی خود را برطرف می‌کرد، لباسش از پشم شتر بود و از آن خانه چادری هم برپا می‌کرد در موقع کوچ، وسایل خود را بر روی شتر بار، و حمل

می‌کرد؛ در زمان فراغت در مسابقه شتر سواری شرکت می‌کرد و نیازهای فراغت و تفریح خود را برطرف می‌کرد. زمانی که جنگی بین قبایل در می‌گرفت شتر به عنوان کارآمدترین وسیله جنگی، علیه دشمن به کار می‌رفت؛ دیه دهنده در مقابل پرداخت شتر، کاملاً در زندگی از هر نظر خلع سلاح می‌شد و پیاده، بدون غذا و پوشاک و بدون سلاح و ابزار تفریح و جنگ می‌کرد قبیله‌ای که شترها را برای پرداخت دیه از دست داده بود هرگز دیگر به فکر حمله به دیگر قبایل نمی‌افتاد. و اگر صاحب حق از انتقام و قصاص گذشت می‌کرد و دیه می‌گرفت در حقیقت زندگی وحشتناک‌تر از مرگ را برای دیه دهنده به وجود می‌آورد.

ارزش فیزیکی شتر در ابتدای دوره مشابه و برابر با شتر امروزی است اما کارکرد و اهمیت اقتصادی آن دچار تغییرات شدیدی شده است که صاحب آن را در مقایسه با ابتدای دوره در وضعیت اقتصادی و اجتماعی فقیرتری قرار می‌دهد. تغییرات ارزش اسمی شتر را می‌شود طی دوره محاسبه و سود اسمی آن را مشخص کرد اما این سود اسمی بسیاری از واقعیت‌های اقتصادی را نشان نمی‌دهد و نمی‌توان آن را به عنوان سود حقیقی در صورت‌های مالی گزارش و مشمول مالیات کرد و بین صاحبان سرمایه تقسیم نمود. اگر این عمل انجام گیرد، این سود در اصل، ارزش سرمایه است که به نام سود تلقی شده است.

شخصی که در پنجاه سال پیش، گاری‌های بارکش در اختیار داشته و از آن درآمد کسب می‌کرده است در ابتدای دوره، سرمایه‌ای در اختیار داشته که به پشتوانه آن از طبقه اقتصادی مطلوب و رفاه نسبی مناسبی بهره‌مند بوده است اما امروز این شخص با داشتن مشابه همان گاری در طبقه اقتصادی فقیرتری قرار دارد و ارزش سرمایه او در مقایسه با ابتدای دوره، محفوظ نمانده و کاهش پیدا کرده است.

بر طبق مفهوم حفظ ارزش حقیقی سرمایه بر این اساس که «درآمد سرمایه عبارت است از مبلغی که شخص می‌تواند مصرف کند بدون آن که فقیر شود»، اگر شخص سرمایه خود را در جایی سرمایه‌گذاری کند و در آخر دوره، وضعیت اقتصادی او در سطح کیفیت رفاه نسبی ابتدای دوره باشد سرمایه او محفوظ مانده است و اگر از نظر رفاه نسبی اقتصادی، فقیرتر شده باشد ارزش سرمایه او محفوظ نمانده و کاهش یافته است.

## بررسی و مقایسه تئوری‌های حفظ سرمایه

با توجه به توضیحاتی که در مورد مفاهیم مختلف حفظ ارزش سرمایه بیان شد، این پرسش مطرح می‌شود که کدام یک از این تئوری‌ها در ارزیابی سرمایه واقعیت‌های اقتصادی را بهتر نشان می‌دهد و بررسی حفظ ثبات سرمایه و نیز ارزشیابی شرکت یا مؤسسه، گمراه کننده نخواهد بود.

الف) این نکته روشن است که در زمان تغییر قیمت‌ها، صورت‌های مالی تهیه شده بر مبنای قیمت‌های اسمی، واقعیت‌های اقتصادی را بیان نمی‌کند و قیمت‌داری‌ها نسبت به اول دوره، ارقام بالاتری را نشان می‌دهند و اگر این افزایش قیمت ناشی از وجود تورم، سود تلقی شود در آن صورت سودی که در زمان افزایش سطح قیمت‌ها (تورم) بر مبنای ارزش‌های تاریخی تلقی شده مشمول مالیات و بین صاحبان سرمایه تقسیم شود، در حقیقت به جای سود، سرمایه مؤسسه تقسیم شده است. بنابراین حفظ ارزش اسمی سرمایه نیز گمراه کننده خواهد بود.

ب) از سوی دیگر بررسی ثبات سرمایه به روش حفظ سرمایه فیزیکی و واقعی نیز ایرادهای اساسی دارد که ارزیابی‌های مالی و اقتصادی را گمراه کننده نشان می‌دهد. ایرادهای اساسی این روش آن است که اگر داری‌های فیزیکی مؤسسه مثل تجهیزات، تأسیسات و ماشین‌آلات مربوط به تکنولوژی‌های قدیمی باشند و تکنولوژی جدیدی وارد بازار شده باشند و رقابت اقتصادی و تجاری برای مؤسسه مشکل شود، در این صورت این کاهش ناشی از کهنه شدن و از مدل افتادن سرمایه فیزیکی را چگونه باید ارزیابی کرد.

پ) اگر سرمایه فیزیکی مورد نظر از لحاظ اهمیت و کارکرد اقتصادی در جامعه دچار افت شدید شود، مثالی که از گاری زده شد، این کاهش ارزش چگونه بررسی می‌شود؛ یا اگر وضعیت اقتصادی جامعه دچار تغییر شود، برای مثال اقتصاد جامعه از رشد بالایی بهره‌مند شود در حالی که صاحبان سرمایه مورد نظر، به نسبت سرمایه‌شان، از این رشد بهره‌مند نشوند (در حالی که کارشناسان اقتصادی به اجمال معتقدند که سهم سرمایه در رشد اقتصادی بیش از دیگر عوامل است)، این بهره‌مند نشدن به چه حسابی گذاشته

می‌شود و فقر نسبی<sup>(۱)</sup> و ذهنی<sup>(۲)</sup> بوجود آمده از این تغییر و تحولات چگونه تلقی می‌شود؟ بنا بر این مفهوم حفظ ارزش حقیقی سرمایه بهتر از ثوری‌های دیگر می‌تواند واقعیت‌های اقتصادی را نشان دهد و ارزیابی سرمایه شرکت گمراه‌کننده نباشد.

### شاخص‌های اندازه‌گیری حفظ ارزش سرمایه

در بخش قبلی، تئوریهای مختلف در رابطه با مفهوم حفظ سرمایه، ارائه شد. از آن جا که سرمایه‌گذاری در بخش سپرده‌های بانکی، غیر فیزیکی است مفهوم سرمایه فیزیکی برای بررسی در این بخش، کاربرد ندارد. اما سه روش دیگر بررسی حفظ سرمایه، یعنی حفظ سرمایه پولی (ریالی)، حفظ سرمایه واقعی (حفظ قدرت خرید عمومی) و حفظ ارزش حقیقی سرمایه، اندازه‌گیری می‌شوند. برای بررسی حفظ سرمایه پولی (ریالی) تغییرات ریالی سرمایه در پایان دوره، پس از حذف آثار هرگونه دریافت یا پرداختی، نسبت به مبلغ ریال سرمایه در ابتدای دوره، اندازه‌گیری می‌شود که این تغییرات ارزش اسمی سرمایه است. برای بررسی حفظ ارزش واقعی سرمایه، شاخص نرخ تورم، تعدیل‌کننده ارزش اسمی به ارزش واقعی است و تغییرات ریالی سرمایه در پایان دوره پس از حذف آثار هرگونه دریافت یا پرداختی، نسبت به مبلغ ریالی ابتدای دوره و تعدیل نرخ تورم، اندازه‌گیری می‌شود که این، تغییرات ارزش واقعی سرمایه است.

برای اندازه‌گیری تغییرات ارزش حقیقی سرمایه، راههای مختلفی وجود دارند که گاهی خیلی پیچیده‌اند. تحقیقات دانشمندان نشان داده است که عوامل زیادی در روند سرمایه‌گذاری دخیل هستند که هر کدام به تنهایی یا به صورت مکمل عوامل دیگر، بر قدرت درآمدزایی سرمایه و ارزش سرمایه تأثیر می‌گذارند که مواردی نیز در بخش ارزش حقیقی توضیح داده شد. عوامل مهمی مثل ریسک و عدم اطمینان، هزینه مبادله،

۱. Relative Poverty: سنجش درجه ارضا و نیازهای فرد در رابطه و نسبت به دیگر افراد جامعه است (احمد رضا نادری، ۱۳۷۰).

۲. Subjective Poverty: هر شخصی در ذهن خویش، متناسب با جایگاه اجتماعی، اقتصادی و فرهنگی خویش، مجموعه‌ای از نیازها را در زندگی ضروری می‌داند و ارضای آنها را طلب می‌کند. در تصور خویش اگر آن نیازها برآورده نشود، خود را فقیر می‌داند (زیاری، ۱۳۷۵).



ساز و کار بازارهای مالی، رشد تکنولوژی، فرسایش سرمایه و غیره، بر ارزش سرمایه و درآمد آن تأثیر دارند و قضاوت درباره عملکرد ارزش حقیقی سرمایه را مشکل می‌کنند. یکی از شاخص‌هایی که می‌تواند برای اندازه‌گیری ارزش حقیقی سرمایه، ارزیابی شود، شاخص متوسط درآمد خالص است اما به دلیل مشکلات آماری در ایران، این شاخص گمراه‌کننده خواهد بود. شاخص بهتری که بتواند جایگزین آن شود شاخص متوسط هزینه خالص سرانه کشور است.

برای اندازه‌گیری تغییرات اسمی (ریالی)، نرخ سود اسمی سپرده‌های یک ساله سیستم بانکی که به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌شود، به طور میانگین از سال ۱۳۴۹ تا سال ۱۳۷۵ محاسبه شد که این نرخ در حدود  $9/17$  درصد به دست آمد. به عبارت دیگر، کسانی که در سپرده‌های یک ساله سیستم بانکی سرمایه‌گذاری کرده‌اند از سال ۱۳۴۹ تا سال ۱۳۷۵، به طور متوسط  $9/17$  درصد به سرمایه پولی آنها اضافه شده است.

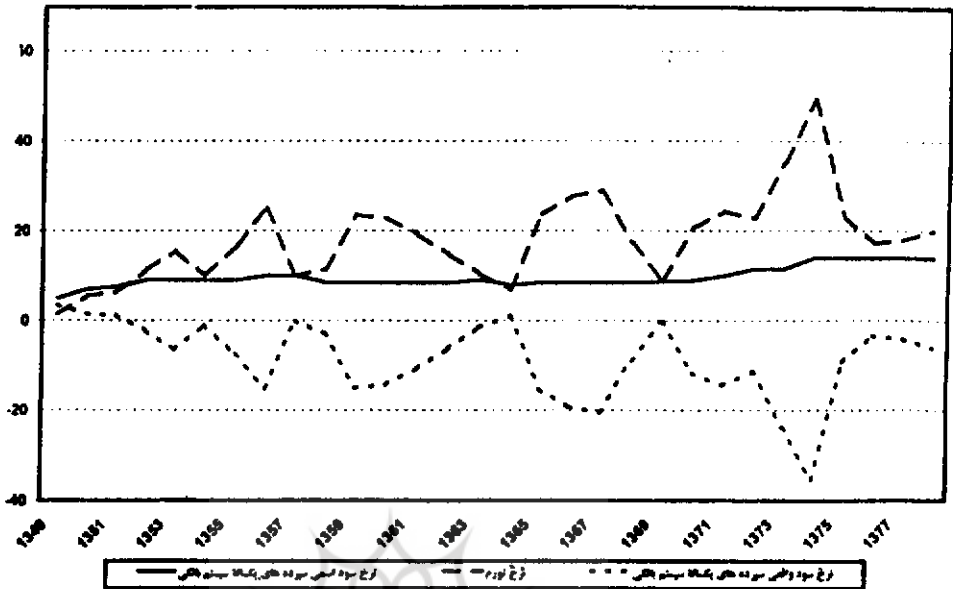
برای اندازه‌گیری تغییرات ارزش واقعی، میانگین نرخ تورم از سال ۱۳۴۹ تا سال ۱۳۷۵ محاسبه شد که این نرخ برابر  $18/26$  درصد به دست آمد. اگر سرمایه‌گذاران بخواهند ارزش واقعی سرمایه خود را محاسبه کنند تا معلوم شود که ارزش واقعی سرمایه آنها افزایش یافته یا کاهش یافته است آنها اصل سرمایه و سودهایی را که از سرمایه‌گذاری به دست می‌آورند جمع می‌کنند و با نرخ تنزیلی معادل نرخ تورم (در این جا  $18/26$  درصد) ارزش واقعی سرمایه خود را محاسبه می‌کنند. سرمایه‌مؤسسات بیمه که به صورت یک ساله در بانک‌ها، سرمایه‌گذاری کرده‌اند به طور میانگین در دوره مورد بررسی،  $9/17$  درصد سود اسمی داشته، در حالی که نرخ تورم به طور میانگین  $18/26$  درصد بوده است، یعنی سرمایه‌ای که مؤسسات بیمه در بخش سپرده‌های بانکی یکساله سرمایه‌گذاری کرده‌اند از سال ۱۳۴۹ تا ۱۳۷۵، به طور میانگین  $9/09$  درصد از ارزش واقعی سرمایه آنها کاسته شده است.

جدول ۱. نرخ تورم در ایران (۱۳۴۹ - ۱۳۷۸)

نرخ تورم (درصد)	سال	نرخ تورم (درصد)	سال
۶/۹	۱۳۶۴	۱/۵	۱۳۴۹
۲۳/۷	۱۳۶۵	۵/۵	۱۳۵۰
۲۷/۷	۱۳۶۶	۶/۳	۱۳۵۱
۲۸/۹	۱۳۶۷	۱۱/۲	۱۳۵۲
۱۷/۴	۱۳۶۸	۱۵/۵	۱۳۵۳
۹/۰	۱۳۶۹	۹/۹	۱۳۵۴
۲۰/۷	۱۳۷۰	۱۶/۶	۱۳۵۵
۲۴/۴	۱۳۷۱	۲۵/۱	۱۳۵۶
۲۲/۹	۱۳۷۲	۱۰/۰	۱۳۵۷
۳۵/۲	۱۳۷۳	۱۱/۴	۱۳۵۸
۴۹/۴	۱۳۷۴	۲۳/۵	۱۳۵۹
۲۳/۲	۱۳۷۵	۲۲/۸	۱۳۶۰
۱۷/۳	۱۳۷۶	۱۹/۲	۱۳۶۱
۱۸/۱	۱۳۷۷	۱۴/۸	۱۳۶۲
۲۰/۱	۱۳۷۸	۱۰/۴	۱۳۶۳

مأخذ: سالنامه‌های آماری بانک مرکزی

نمودار ۱. منحنی نرخ سود اسمی، سود واقعی و نرخ تورم در ایران (۱۳۴۹ - ۱۳۷۸)



برای اندازه‌گیری تغییرات ارزش حقیقی سرمایه (به جای شاخص متوسط درآمد خالص که با خطای آماری رو به روست) متوسط نرخ رشد هزینه خالص سرانه از سال ۱۳۴۹ تا سال ۱۳۷۵ محاسبه شد.

جدول ۲. متوسط هزینه خالص یک خانوار شهری بر حسب اتلام عمده

سال	۱۳۴۴	۱۳۴۵	۱۳۴۶	۱۳۴۷	۱۳۴۸	۱۳۴۹	۱۳۵۰	۱۳۶۱
هزینه	۹۹۰۷۴	۱۰۰۸۱۹	۹۹۲۸۶	۹۵۲۶۷	۸۴۶۷۱	۱۰۸۱۷۸	۱۲۵۹۵۷	۸۸۳۴۶۹
سال	۱۳۶۵	۱۳۷۰	۱۳۷۱	۱۳۷۲	۱۳۷۳	۱۳۷۴	۱۳۷۵	
هزینه	۱۳۱۴۵۷۶	۳۰۵۸۶۹۱	۳۷۹۵۷۵۲	۴۶۱۲۷۳۳	۶۲۴۲۴۶۰	۸۸۷۹۶۳۸	۱۱۰۶۰۶۷۵	

مأخذ: داده‌ها براساس داده‌های سازمان برنامه و بودجه در مورد هزینه خالص خانوارها برای سال‌های مربوط با تعدیل محاسبه شده است.

متوسط نرخ رشد هزینه خالص سرانه از سال ۱۳۴۹ تا سال ۱۳۷۵، معادل ۱۹/۴۸ درصد به دست آمد که اگر متوسط نرخ سود اسمی سرمایه‌گذاری در این نرخ تعدیل شود، درصد تغییر ارزش حقیقی را نشان می‌دهد. مؤسسات بیمه که در بخش سپرده‌های بانکی یک ساله سرمایه‌گذاری کرده‌اند با حذف سود اسمی دریافتی به طور

متوسط، هر سال ۱۰/۳ درصد از ارزش حقیقی سرمایه آنها در طی دوره ۱۳۴۹-۱۳۷۵ کاسته شده است.

### نرخ بازده مورد انتظار در سپرده‌های بانکی

بازده مورد انتظار اغلب براساس مدلی تبیین می‌شود که گاهی، آن را به جای نرخ بازده مورد انتظار بازار تلقی می‌کنند. در این مدل سه پارامتر مهم نقش دارند که عبارت‌اند از:

عوامل ساختاری + صرف تورم + صرف ریسک + سودآوری حاشیه‌ای سرمایه = نرخ بازده مورد انتظار

$$R_A = m + \delta + E \left( \frac{DP}{P} \right) + e$$

$R_A$  = نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری در بخش A

$m$  = سودآوری حاشیه‌ای سرمایه

$\delta$  = صرف ریسکی که سرمایه‌گذاران برای پروژه‌های سرمایه‌گذاری دارای ریسک،

توقع دارند.

$$E \left( \frac{DP}{P} \right) = \text{تورم مورد انتظار در آینده}$$

الف) اولین پارامتری که نرخ بهره و بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار می‌دهد، نرخ سودآوری خالص بدون ریسک است. سودآوری حاشیه‌ای سرمایه، مربوط به تغییرات سطح قیمت‌ها نیست. اقتصاددانان این را نرخ بهره اصلی یا نرخ بهره واقعی می‌نامند. سودآوری حاشیه‌ای سرمایه، تحت تأثیر زمان و مکان، متغیر است. به عبارت دیگر «نرخ بهره واقعی بدون ریسک، ایستا نیست و با توجه به شرایط اقتصادی در طی زمان تغییر می‌کند (ریموند، ۱۳۷۳). تأثیرات سودآوری سرمایه را روی نرخ بهره می‌توان اندازه گرفت. برای سودآوری سرمایه در ایران تحقیقاتی انجام گرفته، که «نسبت اضافی سرمایه به تولید در تئوری‌های اقتصاد به عنوان پارامتری برای بررسی بهره‌وری سرمایه استفاده می‌شود... [اما] به دلیل مشکلات آماری و ساختاری در اقتصاد ایران این پارامترها از معنی داری زیادی برخوردار نیستند» (رحیمی بروجردی، ۱۳۷۸).

این نرخ در کشورهای صنعتی بین ۱ تا ۴ درصد است. اگر این نرخ را نیز برای ایران در نظر بگیریم (البته، جای انتقاد وجود دارد):

$$R_A = (0.1 \text{ تا } 0.4) + \delta + E \left( \frac{DP}{P} \right) + e$$

ب) دومین پارامتر مهمی که نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذاری را تحت تأثیر قرار می دهد تورم است. تورم بر روی نرخ های بهره و بازده مورد انتظار، به علت اینکه قدرت خرید پول و بازده واقعی سرمایه گذاری را کاهش می دهد اثر مهمی می گذارد. برای مثال، اگر نرخ بازده مورد انتظار واقعی آنها، ۵ درصد است و نرخ تورم ۱۰ درصد است، نرخ بازده مورد انتظار بیش از ۱۵ درصد خواهد بود.

پ) ریسک و عدم اطمینان در نرخ بازده مورد انتظار: سومین عامل مهمی که در نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذاری تأثیر دارد وجود ریسک و عدم اطمینان در سرمایه گذاری است. در بخش سپرده های بانکی ممکن است ریسک سوخت اصل پول کم یا صفر باشد. اما مسئله مهم درباره نوسان های نرخ تورم و دیگر عوامل است. به خصوص در کشورهای در حال توسعه، که برنامه ریزی، سازماندهی و پیش بینی ها، همیشه صحیح واقع نمی شوند و اختلافات فاحشی در پیش بینی از تورم و نرخ واقع شده تورم وجود دارد و نیز شوک های شدید اقتصادی و ریسک مربوط به قانون مقررات و دیگر عوامل وجود دارد که بحث ریسک و عدم اطمینان را به دنبال دارد.

بعضی از دانشمندان ریسک را به ریسک «قابل بیمه شدن و ریسک غیر قابل بیمه شدن» (نایت، ۱۹۶۶) و بعضی نیز ریسک را به «ریسک به عنوان یک کمیت معلوم و عدم اطمینان به عنوان یک کمیت نامعلوم» (همان منبع) طبقه بندی کرده اند. روش های مختلفی برای محاسبه صرف ریسک وجود دارد که در بعضی موارد، خیلی پیچیده اند. در این تحقیق، صرف ریسک از طریق مدل رگرسیونی گیبسون<sup>(۱)</sup>

$$Y_{jt} = A_j + B_j \left[ E\left(\frac{\Delta P}{P}\right) \right] + \mu_{jt} \quad (1)$$

این مدل رگرسیونی، مدل بازده مورد انتظار را به مدلی رگرسیونی تک متغیره تبدیل می کند که صرف ریسک و سودآوری اصلی سرمایه  $A_j = m_j + 8_j$  به عنوان عدد ثابت در نظر گرفته می شود. نرخ تورم مورد انتظار به عنوان متغیر مستقل  $E\left(\frac{\Delta P}{P}\right)$  و سود سپرده های بانکی یک ساله به عنوان متغیر  $Y_j$  در مدل قرار داده شده است  $\Delta_j$  به دست آمده از این رگرسیون ۱۳/۴۲ است. اگر سودآوری سرمایه در ایران بین ۱ تا ۴ درصد در نظر گرفته شود صرف ریسک مورد نظر چیزی در حدود ۱۰ درصد و یا کمی بیشتر است. برای مطالعه بیشتر درباره این مدل به این منابع رجوع شود:

سید محمود پاکزادیان، بررسی حفظ ارزش حقیقی سرمایه، (پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت)، اصفهان دانشگاه اصفهان، ۱۳۸۰، یا Francis J. Clark, *Investments Analysis and management* Mc Graw-Hill, 1976

محاسبه شده که به طور تقریبی ۱۰ درصد به دست آمد و با روش‌های دیگر محاسبه صرف ریسک مقایسه شد که حدوداً نزدیک به هم بودند. یکی از این روش‌ها محاسبه میانگین احتمال انحراف تورم پیش‌بینی شده با تورم به وقوع پیوسته است که نتایج مشابهی به دست آمد که از طریق مدل گیبسون محاسبه شده و این نتایج در مدل قرار داده شد.

$$R_A = (0.1 \text{ تا } 0.4) + 10\% + E\left(\frac{DP}{P}\right) + e$$

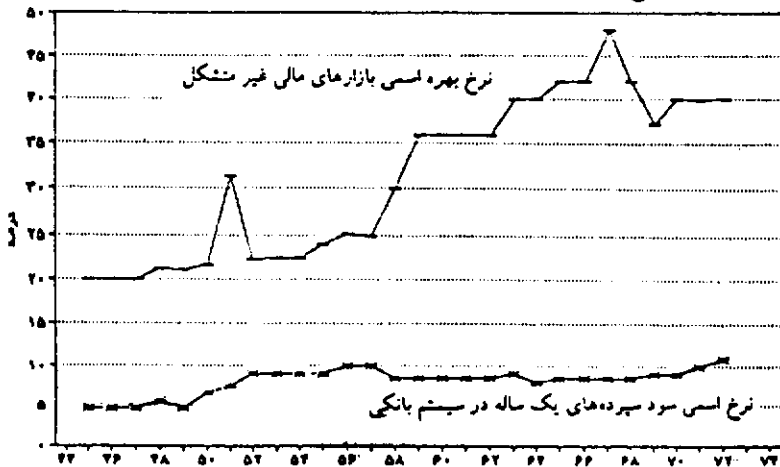
حال اگر متوسط تورم پیش‌بینی شده برای یک دوره آتی در مدل جایگزین شود، نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری در بخش سپرده‌های بانکی به دست می‌آید (البته این مدل برای دوره‌های بلند مدت و میان مدت، مناسب‌تر است چرا که برای سپرده‌های کوتاه مدت، پیش‌بینی‌ها، با خطای کمی همراه هستند و طبعاً صرف ریسک کمتری احتیاج دارند). برای مثال، بر طبق پیش‌بینی کارشناسان رسمی سازمان برنامه و بودجه و بانک مرکزی، نرخ تورم طی دوره‌های اول و دوم توسعه، به طور متوسط ۱۳/۵ درصد برآورد شده بود<sup>(۱)</sup> که اگر این نرخ وارد مدل شود، نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران در ابتدای دوره بین ۲۴/۵ تا ۲۷/۵ درصد بوده است.

$$R_A = (0.1 \text{ تا } 0.4) + 10\% + 13.5\% = 24.5\% \text{ تا } 27.5\%$$

این در حالی است که نرخ سود سپرده‌های بانکی بلند مدت کمتر از ۱۸/۵ درصد بوده است. ولی نرخ سود اسمی و بازده یک ساله در بازار مالی غیر رسمی، حدوداً دو برابر سیستم بانکی بوده‌اند.

یکی از علت‌های بالا بودن نرخ بازده مورد انتظار در سیستم مالی غیر رسمی از نرخ بازده مورد انتظاری که در این تحقیق برای سیستم مالی رسمی برآورد شده است، ریسک بیشتر در سیستم مالی غیر رسمی است.

نمودار ۲. نرخ سود اسمی یک ساله در بازارهای مالی رسمی و غیر رسمی در ایران



### نتیجه گیری

در زمان تغییر و تحولات سطح قیمت‌ها، تکنولوژی و غیره... نحوه ارزیابی ارزش سرمایه پیچیده و مشکل است. نظریه‌های مختلفی راجع به مفهوم حفظ سرمایه مطرح است: ۱. حفظ سرمایه مالی (پولی)؛ ۲. حفظ سرمایه فیزیکی؛ ۳. حفظ قدرت خرید عمومی سرمایه؛ ۴. حفظ ارزش حقیقی سرمایه که در این مقاله به مفهوم آن پرداخته شد.

در مفهوم حفظ سرمایه مالی، سود تنها در شرایطی تحصیل می‌شود که مبلغ مالی خالص دارایی‌ها در پایان دوره پس از حذف آثار هر گونه توزیع بین صاحبان سهام یا دریافتی از ایشان یا نسبت به مبلغ پولی خالص دارایی‌ها در ابتدای دوره فزونی یابد. بر طبق مفهوم حفظ سرمایه فیزیکی، سود تنها در صورتی تحصیل می‌شود که ظرفیت تولیدی فیزیکی (ظرفیت عملیاتی) واحد تجاری (یا منابع و وجوه لازم برای دستیابی به ظرفیت مزبور) در پایان دوره پس از حذف آثار هر گونه توزیع بین صاحبان سهام یا دریافتی از ایشان، در مقایسه با ظرفیت تولیدی فیزیکی ابتدای دوره فزونی یابد. در مفهوم حفظ ارزش حقیقی سرمایه با ملاحظه به تعریف درآمد (درآمد سرمایه عبارت است از مبلغی که شخص می‌تواند مصرف کند بدون آن که فقیر شود)، می‌توان این گونه بیان کرد که اگر شخص سرمایه خود را در جایی سرمایه‌گذاری کند و در آخر دوره وضعیت اقتصادی او به کیفیت ابتدای دوره سرمایه‌گذاری باشد این شخص نه سود کرده است و نه زیان، و سرمایه او ارزش خود را حفظ کرده است.

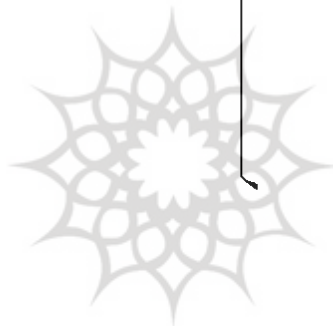
در رابطه با این که کدام یک از مفاهیم حفظ سرمایه می‌توانند ارزش سرمایه شرکت را بهتر ارزیابی کنند، با توجه به اینکه مفهوم حفظ سرمایه پولی در زمان افزایش سطح قیمت‌ها، اضافه ارزش کاذبی نشان می‌دهد، گمراه کننده خواهد بود. همچنین، مفهوم حفظ سرمایه فیزیکی در زمان تغییرات تکنولوژی و از مدافتادگی ماشین آلات و تجهیزات و بی اهمیت شدن کارکرد اقتصادی سرمایه‌های فیزیکی، واقعیت اقتصادی را نادیده می‌گیرد و ایرادهای اساسی دارد. به دلیل این که مفهوم حفظ ارزش حقیقی سرمایه تمام جوانب تغییرات و تحولات اقتصادی و تکنولوژی را در بردارد در نتیجه بهتر از تئوری‌های دیگر می‌تواند واقعیت‌های اقتصادی را نشان دهد و ارزیابی سرمایه شرکت گمراه کننده نباشد. سرمایه مؤسسات بیمه در سپرده‌های بانکی بر مبنای تئوری‌های مختلف حفظ سرمایه در یک دوره طولانی (۱۳۴۹ - ۱۳۷۹) مورد ارزیابی قرار گرفت. سرمایه در سپرده‌های بانکی یک ساله بر مبنای ارزش اسمی در طی این دوره به طور متوسط ۹/۱۷ درصد رشد اسمی داشته است ولی ارزش واقعی سرمایه (بر مبنای قدرت خرید عمومی) در طی این دوره به طور متوسط ۹/۰۹ درصد از ارزش واقعی آنها کاسته شده است. در این بخش طی دوره مورد نظر، به طور متوسط، سالیانه ۱۰/۳ درصد از ارزش حقیقی سرمایه آنها کاسته شده است. این کاهش در سپرده‌های کوتاه مدت بیشتر و در سپرده‌های بلند مدت کمتر است. اما در تمامی بخش‌ها کاهش ارزش سرمایه وجود دارد. بنابر این مؤسسات بیمه که در بخش سپرده‌های بانکی سرمایه گذاری کرده‌اند، سرمایه آنها حفظ نشده و کاهش سرمایه دارند. نرخ بازده مورد انتظار برای سرمایه گذاری با اطلاعات گذشته، بین ۲۴/۵ تا ۲۷/۵ درصد محاسبه شده است. از آن جا که آینده نیز مانند گذشته نامطمئن است (اکثر کارشناسان اقتصادی عقیده دارند که اقتصاد ایران تورمی است) کماکان این نرخ بازده مورد انتظار، قابل تعمیم به آینده است.

## منابع

۱. تیموری، حبیب‌الله. ارزش، پول، تورم، تهران، سازمان حسابرسی، ۱۳۷۵
۲. رحیمی بروجردی، علیرضا، «بررسی نسبت اضافی سرمایه به تولید در ایران»، مجله اقتصاد و پول، ش ۱، ۱۳۷۸
۳. رمون، بار، اقتصاد سیاسی، ج ۲۰۱، ترجمه منوچهر فرهنگ، انتشارات



- سروش، ۱۳۷۶.
۴. ریموند، پی. نوو، مدیریت مالی، ج ۱، ترجمه دکتر علی جهانخانی و دکتر علی پارسایان، تهران، انتشارات سمت، ۱۳۷۳.
۵. زیاری، کرامت اله. مفاهیم و متدلوزی تعیین فقر و توزیع درآمد، مجموعه مقالات فقر و فقرزدایی، سازمان برنامه و بودجه، ۱۳۷۵.
۶. ساموئل سن، پل، اصول اقتصاد، ج ۱، ترجمه حسن پیرنیا، تهران، بنگاه ترجمه و نشر کتاب، ۱۳۵۱.
۷. کمیته تدوین رهنمودهای حسابداری، رهنمودهای حسابداری، ج ۱، نشریه شماره ۹۶، سازمان حسابرسی، ۱۳۷۲.
۸. نادری، احمد رضا، بررسی مسئله فقر، (پایان نامه کارشناسی ارشد)، (اصفهان، دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان، ۱۳۷۰).
۹. هاشمی، سید عباس، «مباحثی پیرامون حفظ سرمایه مالی در مقابل حفظ سرمایه فیزیکی»، مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان، ش ۲، ۱۳۷۷.
۱۰. هانری، دنیس، تئوری ارزش، ترجمه ب، کیوان، تهران، انتشارات نگاه، ۱۳۵۸.
11. S. Eldon, Hendriksen, *Accounting Theory*, Fourth Ed (USA: Irwin)1982.
12. Gold, Joseph, *Maintenance of the Gold Value of the Fand's Assets*, International Monetary Fund, 1971.
13. L. Revsine. "Technological Changes and Replacement Costs: A Beginning", *The Accounting Review*, April, 1979.
14. R. Hicks, *Value and Capital*, Oxford, 1959.
15. Kenneth w.Lemke, *Financial Versus Physical Capital Maintenance: A Review of the Arguments*, in *Maintenacee of Capital*, 1982.
16. F.H. knight, *What is Truth in Capital Theory?* <http://www.augustana.ab.cal~emmer/capital/theme3.html>.
17. N.W. Senior. *Distribution of WEALTH*, <http://www.econlib.org/library/enior/snp4.html>.



پروشکاه علوم انسانی و مطالعات فرہنگی  
پرتال جامع علوم انسانی