دوره DBA · مدیریت سرمایه‌گذاری

جزوهٔ جامع جلسهٔ دوم: تأسیس شرکت سهامی عام و خواندن صورت‌های مالی

درس مدیریت سرمایه‌گذاری و بورس اوراق بهادار

گردآورنده: سعید سجودی
ایمیل: sojoudi.saeed@gmail.com

مدرس
دکتر علی قنبری

جلسه
دوم · ۲۲ مهر ۱۴۰۵

منابع
دو بخش صوتی و تختهٔ هوشمند

نسخه
مطالعهٔ جامع

فهرست مطالب

1. نقشهٔ درس و پرسش اصلی
2. ۱. از ایده تا ارزیابی سرمایه‌گذاری
3. ۲. شرکت سهامی عام و مثال تأمین سرمایه
4. ۳. حاکمیت شرکتی و سال مالی
5. ۴. صورت وضعیت مالی: تصویر یک تاریخ مشخص
6. ۵. صورت سود و زیان: عملکرد یک دوره
7. ۶. صورت جریان وجوه نقد: آزمون نقدشوندگی سود
8. ۷. مجامع، زیان انباشته و تقسیم سود
9. ۸. روش عملی خواندن یک شرکت بورسی
10. ۹. نکته‌های تکمیلیِ همان جلسه
11. ۱۰. مطالعه و پیگیری جلسه
12. منابع و یادداشت مطالعه

جزوهٔ جامع جلسهٔ دوم: تأسیس شرکت سهامی عام و خواندن صورت‌های مالی

این جلسه مسیر یک ایدهٔ سرمایه‌گذاری را از بررسی اولیه و تأمین سرمایه تا خواندن صورت‌های مالی و تصمیم دربارهٔ سود سهام دنبال می‌کند. مثال محوری کلاس، شرکت فرضی تولید «چیپس میگو» است. اعداد این مثال آموزشی‌اند و نباید با مشخصات یک شرکت واقعی یا الزامات عمومی بازار سرمایه اشتباه گرفته شوند.

نقشهٔ درس و پرسش اصلی

سرمایه‌گذار پیش از خرید سهم باید چهار پرسش را جداگانه پاسخ دهد: شرکت چگونه تشکیل شده و پول سهام‌داران را جذب کرده است؟ منابع مالی در چه دارایی‌هایی به کار رفته‌اند؟ عملیات در یک دوره چه مقدار سود ایجاد کرده است؟ چه میزان از آن سود به وجه نقد تبدیل شده و قابلیت تقسیم دارد؟ به ترتیب، اسناد تأسیس و حاکمیت شرکتی، صورت وضعیت مالی، صورت سود و زیان، صورت جریان وجوه نقد و تصمیم مجمع به این پرسش‌ها پاسخ می‌دهند.

این صورت‌ها مکمل یکدیگرند. دارایی زیاد به‌تنهایی به معنای سودآوری نیست؛ سود گزارش‌شده لزوماً وجه نقد حاضر نیست؛ و حتی سود نقدی قابل تقسیم نیز تابع زیان انباشته، اندوختهٔ قانونی و تصمیم مجمع است.

۱. از ایده تا ارزیابی سرمایه‌گذاری

در مثال کلاس، مزیت احتمالی یک محصول غذایی بر پایهٔ میگو مطرح شد. جذابیت بازار یا دسترسی به مادهٔ اولیه نقطهٔ شروع است، نه نتیجهٔ قطعی سرمایه‌گذاری. **مطالعهٔ امکان‌سنجی** بر امکان فنی، بازار، ظرفیت تولید، هزینه و درآمد احتمالی تمرکز می‌کند. **بررسی موشکافانه** یا Due Diligence دامنهٔ گسترده‌تری دارد: وضعیت حقوقی، قراردادها، مالکیت دارایی، مجوزها، بدهی‌ها، کیفیت داده‌های مالی، ریسک محیطی و توان اجرایی تیم را نیز می‌سنجد.

در یک طرح غذایی، پرسش‌های عملی عبارت‌اند از: آیا تأمین میگو پایدار است؟ هزینهٔ حمل و نگهداری سرد چقدر است؟ بازار هدف و قیمت‌گذاری چگونه تعیین می‌شود؟ برای تولید و عرضه چه مجوزهایی لازم است؟ اگر فروش دیرتر از پیش‌بینی محقق شود، سرمایهٔ در گردش از کجا تأمین می‌شود؟ پاسخ هرکدام ممکن است بر ارزش طرح و اندازهٔ سرمایهٔ لازم اثر بگذارد.

۲. شرکت سهامی عام و مثال تأمین سرمایه

در شرکت سهامی، سرمایه به سهم تقسیم می‌شود و مسئولیت سهام‌دار به مبلغ اسمی سهم او محدود است. در **سهامی عام**، مؤسسان بخشی از سرمایه را از راه فروش سهم به مردم تأمین می‌کنند؛ این تعریف در مادهٔ ۴ لایحهٔ قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت آمده است. قانون در مادهٔ ۶ مقرر می‌کند مؤسسان دست‌کم ۲۰٪ سرمایه را تعهد و دست‌کم ۳۵٪ مبلغ تعهدشده را در حساب شرکت در شرف تأسیس واریز کنند. این دو درصد «حداقل قانونی» هستند؛ سهم بیشتر مؤسسان یا واریز کامل آورده در مثال کلاس یک انتخاب فرضی است، نه الزام همگانی.

محاسبهٔ سرمایهٔ فرضی

فرض کلاس: سرمایهٔ اسمی **۲٬۰۰۰ میلیارد ریال** و مبلغ اسمی هر سهم **۱٬۰۰۰ ریال** است. بنابراین:

> تعداد سهم = سرمایهٔ اسمی ÷ مبلغ اسمی هر سهم = ۲٬۰۰۰٬۰۰۰٬۰۰۰ سهم.

اگر مؤسسان ۷۰٪ و سایر پذیره‌نویسان ۳۰٪ را تعهد کنند، سهم مؤسسان **۱٬۴۰۰ میلیارد ریال / ۱٫۴ میلیارد سهم** و سهم عمومی **۶۰۰ میلیارد ریال / ۶۰۰ میلیون سهم** خواهد بود. رقم ۱٬۰۰۰ ریال فقط فرض عددی همین تمرین است؛ مبلغ اسمی، قیمت پذیره‌نویسی و قیمت بازار سه مفهوم متفاوت‌اند. **مبلغ اسمی** واحد ثبت سرمایه است، **قیمت پذیره‌نویسی** وجهی است که متقاضی طبق شرایط عرضه می‌پردازد، و **قیمت بازار** پس از امکان معامله بر پایهٔ عرضه و تقاضا شکل می‌گیرد.

جزء مثال	مبلغ، میلیارد ریال	تعداد سهم، میلیون	سهم از کل
مؤسسان	۱٬۴۰۰	۱٬۴۰۰	۷۰٪
پذیره‌نویسان دیگر	۶۰۰	۶۰۰	۳۰٪
جمع	۲٬۰۰۰	۲٬۰۰۰	۱۰۰٪

اعتبار، سابقه و توان اجرای مؤسسان در جلب اعتماد مهم است؛ اما جایگزین بررسی مدارک، ارزیابی طرح و کنترل ریسک نمی‌شود. مراحل قانونی تأسیس شامل تهیهٔ اظهارنامه، طرح اساسنامه و اعلامیهٔ پذیره‌نویسی، رسیدگی مرجع ثبت، پذیره‌نویسی و تشکیل مجمع عمومی مؤسس است. جزئیات مجوز، بازار عرضه و نقش واسطه‌ها به نوع فعالیت و مقررات روز بستگی دارد؛ از روی مثال کلاس نمی‌توان برای هر شرکت یک مسیر واحد تجویز کرد.

تعهد پذیره‌نویسی و ریسک آن

در گفت‌وگوی کلاس به نقش مشاور حقوقی، حسابرس و نهاد تأمین سرمایه اشاره شد. تعهد پذیره‌نویسی، اگر در قرارداد مشخصی برقرار باشد، می‌تواند ریسک فروش‌نرفتن سهم را به‌نحوی میان ناشر و متعهد توزیع کند. وجود و دامنهٔ آن را باید از قرارداد و اسناد همان عرضه خواند؛ در همهٔ عرضه‌ها به یک شکل برقرار نیست. همچنین وجه واریزشده به حساب شرکت در شرف تأسیس تابع قواعد قانونی استفاده از وجوه است و نباید آن را همان نقد آزاد عملیاتی شرکت فرض کرد.

۳. حاکمیت شرکتی و سال مالی

پس از تشکیل شرکت، سهام‌داران از طریق مجامع، هیئت‌مدیره و بازرسان بر تصمیم‌های مهم اثر می‌گذارند. پرسش مدیریتی مهم آن است که چه کسی تصمیم می‌گیرد، چه کسی اجرا می‌کند و چه کسی نتیجه را مستقل بررسی می‌کند. شفافیت گزارش‌ها، کنترل تعارض منافع و دسترسی یکسان به اطلاعات برای سهام‌داران اهمیت دارد. ترکیب مطلوب هیئت‌مدیره و شمار اعضای اجرایی را باید از قانون، اساسنامه و دستورالعمل جاری همان شرکت سنجید؛ یک ترکیب ثابت و همگانی از مثال آموزشی به دست نمی‌آید.

سال مالی دوره‌ای است که شرکت برای تهیهٔ صورت‌های مالی تعیین می‌کند. تاریخ پایان آن لزوماً پایان سال تقویمی نیست. در تحلیل شرکت‌ها باید به تاریخ شروع و پایان دوره، طول دوره و امکان مقایسه با دورهٔ قبل توجه کرد. مقایسهٔ سود دو شرکت با سال مالی یا طول دورهٔ متفاوت، بدون تعدیل زمینه، گمراه‌کننده است.

در کلاس از **سرمایهٔ انسانی، ساختاری و رابطه‌ای** نیز سخن رفت: دانش و مهارت کارکنان؛ فرایندها و سامانه‌های سازمان؛ و پیوند با مشتریان و شرکا. اینها برای ارزش‌آفرینی مهم‌اند، اما هر ارزش مدیریتی به‌طور خودکار یک دارایی قابل شناسایی در صورت وضعیت مالی نیست. تحلیلگر باید میان «اهمیت اقتصادی» و «قابلیت ثبت حسابداری» تفاوت بگذارد.

جایگاه استاندارد IFRS 18

استاندارد بین‌المللی IFRS 18 دربارهٔ ارائه و افشای صورت‌های مالی در آوریل ۲۰۲۴ منتشر شده و برای دوره‌های سالانه‌ای که از **۱ ژانویهٔ ۲۰۲۷** آغاز می‌شوند لازم‌الاجراست؛ اجرای زودهنگام مجاز است. این تاریخ به معنی اجرای خودکار آن برای تمام شرکت‌های ایرانی در همان روز نیست؛ الزامات محلی باید جداگانه بررسی شوند. استاندارد IFRS 18 در ارائهٔ صورت سود و زیان و شفاف‌سازی برخی معیارهای عملکردی مدیریت تغییر ایجاد می‌کند. این استاندارد را نباید با چارچوب گزارشگری یکپارچه یا استعاره‌های آموزشی کلاس یکی دانست.

۴. صورت وضعیت مالی: تصویر یک تاریخ مشخص

صورت وضعیت مالی، دارایی‌ها و منابع تأمین آن‌ها را در **یک تاریخ** نشان می‌دهد. رابطهٔ پایه:

> دارایی‌ها = بدهی‌ها + حقوق مالکانه.

دارایی جاری معمولاً در چرخهٔ عملیاتی یا در افق کوتاه‌مدت به وجه نقد تبدیل یا مصرف می‌شود؛ مانند وجه نقد، مطالبات و موجودی کالا. دارایی غیرجاری برای استفادهٔ بلندمدت نگهداری می‌شود؛ مانند زمین، ساختمان و تجهیزات. در مثال کارخانه، ساختمان بدون مواد اولیه، نیروی کار و نقد کافی لزوماً تولید ایجاد نمی‌کند. از سوی دیگر، موجودی زیاد ممکن است نشانهٔ آماده‌بودن برای فروش یا نشانهٔ کندی فروش باشد؛ کیفیت اقلام مهم‌تر از بزرگی رقم کل است.

بدهی جاری معمولاً در افق کوتاه‌مدت سررسید می‌شود؛ بدهی بلندمدت در دوره‌های بعد. اگر بخشی از وام بلندمدت در دوازده ماه آینده سررسید شود، آن بخش در بدهی جاری ارائه می‌شود. در مثال وام ۵۰ میلیارد ریالی با بازپرداخت سالانهٔ ۵ میلیارد، **در صورت فرض اقساط اصل مساوی و نبود شرایط دیگر**، ۵ میلیارد ریال از اصل وام در بخش جاری دیده می‌شود. مبلغ واقعی به برنامهٔ بازپرداخت و مفاد قرارداد بستگی دارد.

مخارج سرمایه‌ای یا CapEx نام نوعی خرج برای ایجاد یا خرید دارایی بلندمدت است؛ خودِ این اصطلاح معادل «بدهی بلندمدت» نیست. ممکن است همان خرید با نقد، وام یا آوردهٔ سهام‌دار تأمین شود. همچنین **هزینهٔ عملیاتی** یا OpEx با «بدهی جاری» یکسان نیست؛ هزینه در عملکرد دوره شناسایی می‌شود، در حالی که بدهی تعهد پرداخت در یک تاریخ است. این تمایز هنگام خواندن مثال‌های شفاهی کلاس ضروری است.

حقوق مالکانه و کیفیت دارایی

حقوق مالکانه تفاوت دارایی و بدهی است و می‌تواند شامل سرمایه، اندوخته‌ها و سود یا زیان انباشته باشد. افزایش ارزش دفتری دارایی بر اثر تجدید ارزیابی، به‌تنهایی وجه نقد تازه یا سود عملیاتی ایجاد نمی‌کند. تحلیلگر باید پایهٔ ارزش‌گذاری، گزارش کارشناسی، اثر بر استهلاک آتی و توضیحات صورت‌های مالی را بخواند. به‌همین‌ترتیب، وجود ماشین‌آلات قدیمی یا مطالبات با احتمال وصول پایین می‌تواند کیفیت دارایی را کاهش دهد، حتی اگر جمع دارایی‌ها بزرگ باشد.

برای بررسی سریع صورت وضعیت مالی، این پرسش‌ها مفیدند: چه سهمی از دارایی‌ها واقعاً مولد است؟ آیا مطالبات وصول می‌شود؟ موجودی کالا چند وقت در انبار می‌ماند؟ چه مقدار بدهی به‌زودی سررسید می‌شود؟ آیا رشد حقوق مالکانه از سود انباشته و آوردهٔ جدید آمده یا صرفاً از تجدید ارزیابی؟

۵. صورت سود و زیان: عملکرد یک دوره

برخلاف صورت وضعیت مالی، صورت سود و زیان عملکرد **در طول یک دوره** را نشان می‌دهد. از درآمد فروش، بهای تمام‌شده، هزینه‌های فروش و اداری و سایر اقلام به سود یا زیان دوره می‌رسیم. در مثال کارخانه، کیفیت سود با تفکیک فعالیت اصلی تولید از سود اتفاقی فروش دارایی یا بازده سرمایه‌گذاری‌های جانبی بهتر فهمیده می‌شود.

استعارهٔ «دو جیب» کلاس برای یادآوری این تفکیک مفید است: یک جیب حاصل کسب‌وکار اصلی و جیب دیگر حاصل فعالیت‌های دیگر. با این حال، برچسب حسابداری هر درآمد به ماهیت فعالیت شرکت و استاندارد اعمال‌شده وابسته است؛ برای یک شرکت سرمایه‌گذاری، درآمد سرمایه‌گذاری ممکن است خودِ فعالیت اصلی باشد.

پل محاسباتی سود

در یک نمایش سادهٔ آموزشی:

مرحله	منطق محاسبه
فروش	درآمد شناسایی‌شدهٔ دوره
سود ناخالص	فروش − بهای تمام‌شدهٔ فروش

مرحله	منطق محاسبه
سود عملیاتی	سود ناخالص - هزینه‌های عملیاتی، با درنظرگرفتن سایر اقلام عملیاتی
سود پیش از مالیات	سود عملیاتی ± اقلام غیرعملیاتی - هزینهٔ مالی، مطابق ارائهٔ واقعی
سود خالص	سود پیش از مالیات - مالیات دوره

شاخص EBIT معمولاً به سود پیش از بهره و مالیات گفته می‌شود. **شاخص EBITDA** با افزودن هزینهٔ استهلاک دارایی‌های مشهود و نامشهود به EBIT ساخته می‌شود. شاخص EBITDA معادل جریان نقد عملیاتی نیست: تغییر موجودی و مطالبات، پرداخت بهره و مالیات، و نیاز به سرمایه‌گذاری مجدد می‌تواند فاصلهٔ بزرگی میان آن و نقد ایجاد کند. این شاخص‌ها در گزارش شرکت‌ها باید با تعریف، اقلام تعدیلی و صورت‌های مالی همان شرکت تطبیق داده شوند.

حسابداری تعهدی می‌تواند فروش را پیش از دریافت وجه نقد ثبت کند. بنابراین رشد سود در کنار رشد سریع مطالبات، لزوماً نشانهٔ بهبود نقدینگی نیست. از سوی دیگر، پرداخت پول برای خرید ماشین‌آلات ممکن است در همان سال به‌طور کامل به‌صورت هزینهٔ سود و زیان دیده نشود. برای قضاوت دربارهٔ دوام سود، صورت جریان وجوه نقد و یادداشت‌های توضیحی را نیز بخوانید.

سود هر سهم

در مثال سادهٔ کلاس، سود هر سهم برابر سود قابل انتساب به سهام عادی تقسیم بر تعداد سهام است. برای تحلیل واقعی، مخرج محاسبه معمولاً **میانگین موزون سهام عادی طی دوره** است و رویدادهایی مانند افزایش سرمایه اهمیت دارند. نسبت‌دادن مستقیم هر جزء درآمد به «EPS عملیاتی» و جمع مکانیکی آن‌ها می‌تواند گمراه‌کننده باشد، زیرا مالیات، هزینهٔ مالی و سایر اقلام باید درست تخصیص یابند. کیفیت سود را با ترکیبی از سهم سود عملیات اصلی، روند حاشیهٔ سود، تکرارپذیری اقلام و تبدیل سود به نقد بسنجید؛ یک نسبت منفرد کافی نیست.

۶. صورت جریان وجوه نقد: آزمون نقدشوندگی سود

این صورت نشان می‌دهد وجه نقد در دوره از کجا آمده و کجا خرج شده است. سه گروه اصلی آن عبارت‌اند از **عملیاتی**، **سرمایه‌گذاری** و **تأمین مالی**. دریافت از مشتری و پرداخت به تأمین‌کننده عموماً در گروه عملیاتی؛ خرید یا فروش دارایی بلندمدت در گروه سرمایه‌گذاری؛ و دریافت یا بازپرداخت اصل وام و آوردهٔ سهام‌داران در گروه تأمین مالی بررسی می‌شود. طبقه‌بندی دقیق اقلام خاص را باید طبق استاندارد و رویهٔ گزارشگری شرکت خواند.

در کلاس از تشبیه «تیوب» برای یادآوری نقش وجه نقد استفاده شد: سود حسابداری را باید با توان شرکت در ایجاد نقد کنار هم دید. این تشبیه مفید است، ولی صورت جریان وجوه نقد «صحت یا کذب» تمام سود تعهدی را به‌تنهایی اثبات نمی‌کند. برای نمونه، یک شرکت در حال رشد ممکن است سود سالم داشته باشد اما به‌سبب افزایش موجودی و فروش نسیه، جریان نقد عملیاتی موقتاً پایین‌تری نشان دهد. تحلیل درست به علت و پایداری این تفاوت می‌پردازد.

چک سریع: سود خالص را با جریان نقد عملیاتی چند دوره مقایسه کنید؛ تغییر مطالبات و موجودی را بخوانید؛ مخارج سرمایه‌ای را کنار استهلاک و ظرفیت تولید بگذارید؛ و ببینید آیا بازپرداخت بدهی و تقسیم سود از عملیات تأمین می‌شود یا از استقراض تازه.

۷. مجامع، زیان انباشته و تقسیم سود

مجمع عمومی مؤسس در فرایند تأسیس شرکت سهامی عام نقش دارد. پس از فعالیت شرکت، مجمع عمومی عادی دربارهٔ صورت‌های مالی، انتخاب‌های در صلاحیت خود و تخصیص سود تصمیم می‌گیرد. مجمع فوق‌العاده به موضوعاتی مانند تغییر اساسنامه و سرمایه می‌پردازد. تصمیم تقسیم سود بدون خواندن صورت‌های مالی، زیان انباشته و مقررات اندوخته کامل نیست.

اندوختهٔ قانونی و ترتیب تخصیص سود

طبق مواد ۱۴۰ و ۲۳۸ لایحهٔ اصلاحی قانون تجارت، در فرض نرسیدن اندوختهٔ قانونی به یک‌دهم سرمایه، یک‌بیستم سود پس از کسر زیان‌های سال‌های قبل برای اندوختهٔ قانونی منظور می‌شود. مادهٔ ۲۳۹ در تعیین سود قابل تقسیم، زیان سنواتی، اندوخته‌ها و سود قابل تقسیمِ تقسیم‌نشدهٔ قبلی را نیز لحاظ می‌کند. بنابراین در شرکت دارای زیان انباشته، مبنای این تمرین، ماندهٔ سود پس از پوشش آن زیان است. متن قانون تجارت در پایگاه وایپو، مواد ۱۴۰، ۲۳۸ و ۲۳۹

مثال سه‌سالهٔ کلاس با واحد یکسان

تعداد سهام شرکت **۲ میلیارد سهم** است. استاد برای سود سال سوم صریحاً **۳۶ میلیارد تومان** می‌گوید. ارقام صفحهٔ ۱۲ تخته برحسب ریال نوشته شده‌اند. با تبدیل هر تومان به ۱۰ ریال، زیان‌های ۸ و ۱۲ میلیارد تومانی، **۸۰ و ۱۲۰ میلیارد ریال** و سود سال سوم، **۳۶۰ میلیارد ریال** می‌شوند.

سال	سود یا زیان، میلیارد تومان	سود یا زیان، میلیارد ریال	سود هر سهم، ریال
اول	−۸	−۸۰	−۴۰
دوم	−۱۲	−۱۲۰	−۶۰
سوم	+۳۶	+۳۶۰	+۱۸۰

زیان انباشتهٔ دو سال نخست **۲۰۰ میلیارد ریال** یا **۱۰۰ ریال به ازای هر سهم** است. در سال سوم ابتدا این زیان از سود ۳۶۰ میلیاردی پوشش داده می‌شود.

گام	محاسبه	نتیجه، میلیارد ریال
مانده پس از پوشش زیان	۳۶۰ − ۲۰۰	۱۶۰
اندوختهٔ قانونی با فرض نرسیدن به سقف	۵٪ × ۱۶۰	۸

گام	محاسبه	نتیجه، میلیارد ریال
مانده پس از اندوخته	۱۶۰ − ۸	۱۵۲
سود قابل تقسیمِ فرض تمرین به ازای هر سهم	۱۵۲ میلیارد ÷ ۲ میلیارد سهم	۷۶ ریال
وجه لازم برای تقسیم ۲۵ ریال به هر سهم	۲۵ × ۲ میلیارد سهم	۵۰
ماندهٔ نگه‌داشته‌شده، پیش از سایر تخصیص‌ها	۱۵۲ − ۵۰	۱۰۲

تفاوت عدد گردِ کلاس با نتیجهٔ دقیق. استاد پس از محاسبهٔ ۱۵۲ میلیارد ریال، ماندهٔ هر سهم را در ادامهٔ گفت‌وگو ۷۵ ریال می‌خواند. در ادامهٔ همان ساده‌سازی، ۷۵ منهای ۲۵ برابر ۵۰ ریال سود نگه‌داشته‌شده یا ۱۰۰ میلیارد ریال کل می‌شود. حساب دقیق بر مبنای ۱۵۲ میلیارد، **۷۶ ریال** و پس از تقسیم ۲۵ ریال، **۵۱ ریال یا ۱۰۲ میلیارد ریال** است. برای حل عددی از ستون دقیق استفاده کنید و هنگام مرور روایت کلاس، تفاوت یک ریالی را به خاطر داشته باشید.

سود نقدی ۲۵ ریالی در این سناریو با ماندهٔ ۷۶ ریالی سازگار است، مشروط به نبود سایر محدودیت‌ها و تخصیص‌ها، کفایت منابع و تصویب مجمع. نسبت پرداخت سود نقدی به سود خالص هر سهم، **۲۵ ÷ ۱۸۰ ≈ ۱۳٫۹٪** است. نسبت ۲۵ به ۷۶ تقریباً ۳۲٫۹٪ است و نسبت متفاوتی از مبلغ تقسیم‌شده به ماندهٔ قابل تقسیم را نشان می‌دهد.

انتخاب میان تقسیم سود و سرمایه‌گذاری مجدد

در صفحهٔ ۲۰ تخته، دو شرکت با نسبت سود نقدی به سود هر سهم مقایسه شدند. استاد چهار معیار را مطرح کرد. **کیفیت سود و تبدیل آن به نقد، راهبرد خود شرکت، وضعیت اقتصادی و تورمی محیط، و راهبرد شخص سرمایه‌گذار.** توزیع بیشتر می‌تواند نیاز نقدی سرمایه‌گذار را پاسخ دهد. نگه‌داشت سود زمانی ارزش‌آفرین است که شرکت فرصت سرمایه‌گذاری مناسبی داشته باشد و بازده و ریسک استفاده از وجوه را توضیح دهد. مقدار سود نگه‌داشته‌شده یک قلم حقوق مالکانه است و لزوماً معادل همان مقدار وجه نقدِ جداگانه در حساب بانکی نیست.

۸. روش عملی خواندن یک شرکت بورسی

برای تمرین، صورت‌های مالی یک ناشر را در دو یا سه دورهٔ متوالی کنار هم بگذارید و به این ترتیب پیش بروید:

1. **هویت و ساختار:** موضوع فعالیت، سرمایه، تعداد سهام و تاریخ پایان سال مالی را ثبت کنید.
2. **منابع و مصارف:** تغییر دارایی‌های جاری و غیرجاری و بدهی‌های سررسیدشونده را توضیح دهید.
3. **سودآوری:** فروش، حاشیهٔ سود و سهم فعالیت اصلی در سود را بسنجید؛ اقلام یک‌باره را جدا کنید.
4. **نقد:** جریان نقد عملیاتی را با سود و مخارج سرمایه‌ای مقایسه کنید.
5. **حقوق سهام‌دار:** زیان یا سود انباشته، اندوخته و مصوبهٔ مجمع دربارهٔ سود نقدی را بخوانید.
6. **داوری:** هر نتیجه را با عدد، دوره و صفحهٔ سند پشتیبانی کنید و تفاوت «فرض آموزشی»، «واقعیت گزارش‌شده» و «قانون» را روشن نگه دارید.

پرسش‌های مرور

1. چرا مبلغ اسمی سهم، قیمت پذیره‌نویسی و قیمت بازار را نمی‌توان یکسان گرفت؟
2. اگر مؤسسان در تمرین ۷۰٪ سرمایه را تعهد کنند، این عدد چه نسبتی با حداقل ۲۰٪ قانونی دارد؟
3. چرا CapEx با بدهی بلندمدت و OpEx با بدهی جاری مترادف نیست؟
4. چگونه ممکن است شرکت سود خالص مثبت و جریان نقد عملیاتی ضعیف داشته باشد؟
5. با سود خالص ۳۶۰ میلیارد ریال و ۲ میلیارد سهم، سود هر سهم چند ریال است؟
6. چرا در مثال دقیق، ماندهٔ قابل تقسیم ۷۶ ریال و مانده پس از سود نقدی ۲۵ ریالی، ۵۱ ریال است؟

۹. نکته‌های تکمیلیِ همان جلسه

مسیر اجرایی مثال تأسیس

استاد با نقش‌آفرینی چند دانشجو، هیئت مؤسس پنج‌نفره، انتخاب نام، قرارداد حسابرسی و خدمات حقوقی، همکاری نهاد تأمین سرمایه، افتتاح حساب شرکت در شرف تأسیس، تعهد و پرداخت آورده، پذیره‌نویسی و مجمع مؤسس را مرور کرد. در مثال، ۳۴۷ پذیره‌نویس به پنج مؤسس افزوده شدند و جمع سهام‌داران به **۳۵۲ نفر** رسید. برنامهٔ فرضی مدیرعامل شامل دو سال ساخت و آغاز تولید در سال سوم بود.

در قانون، حداقل اعضای هیئت‌مدیرهٔ شرکت سهامی عام پنج نفر و دورهٔ مدیریت حداکثر دو سال است. مادهٔ ۱۶، دعوت مجمع مؤسس را پس از پایان مهلت پذیره‌نویسی، حداکثر ظرف یک ماه مقرر می‌کند. عدد ۶۰ روزِ مطرح در گفت‌وگوی کلاس را باید با این مهلت تفکیک کرد. سهامی عام شیوهٔ تأسیس قانونی دارد. امکان عرضه و پذیرش یک ناشر مشخص علاوه بر قانون شرکت‌ها به مجوزها و مقررات بازار مربوط وابسته است. پیشنهادهای کلاسی دربارهٔ ترکیب تخصص‌های مالی، حقوقی و صنعتی هیئت‌مدیره را می‌توان برای ارزیابی شایستگی‌ها به کار برد. الزام حقوقی هر ناشر را باید از دستورالعمل لازم‌الاجرای همان ناشر استخراج کرد.

سرمایهٔ فکری، پایداری و اهمیت اطلاعات

سه سرمایهٔ انسانی، ساختاری و رابطه‌ای در کلاس برای توضیح ارزش اقتصادی فراتر از تجهیزات مطرح شدند. مثال «خاموش‌کردن چراغ کارخانه» یادآور آن است که کارخانهٔ فیزیکی بدون دانش افراد، فرایندها و شبکهٔ مشتریان، توان خلق ارزش پایدار ندارد. استعارهٔ «قلک» نیز برای توضیح طبقه‌بندی اندوخته‌ها و حقوق مالکانه به کار رفت.

چارچوب گزارشگری یکپارچه بر پیوند راهبرد، عملکرد، منابع و خلق ارزش در طول زمان تأکید دارد و شش دسته سرمایه را معرفی می‌کند. اهمیت یک موضوع به اثر آن بر خلق ارزش سازمان بستگی دارد. معیار اهمیت به معنی ثبت خودکار همهٔ موضوعات اجتماعی یا زیست‌محیطی به‌عنوان دارایی یا هزینهٔ حسابداری نیست. بحث کلاسی دربارهٔ فرسایش سرمایهٔ فکری می‌تواند برای ارزیابی ریسک از دست رفتن مهارت و مشتری مفید باشد. ایجاد ذخیرهٔ حسابداری برای آن نیازمند معیارهای شناسایی و اندازه‌گیری استاندارد مربوط است. راهنمای رسمی گزارشگری یکپارچه

کیفیت دارایی، استهلاک و ارز

استاد از روش ساماندهی محیط کار «۵ اس» و مدیریت بر مبنای هدف برای پرسش از مفیدبودن دارایی‌ها یاد کرد. این روش‌ها ابزار مدیریتی‌اند. حذف یک دارایی از دفاتر به تشخیص مدیریتیِ بی‌استفاده‌بودن آن محدود نمی‌شود و ارزش دفتری، ارزش بازیافتنی و شرایط واگذاری یا اسقاط باید بررسی شوند.

استهلاک، تخصیص مبلغ استهلاک‌پذیر طی عمر مفید است. برای نمونهٔ آموزشی دستگاه پنج میلیاردی با عمر ۱۵ سال و ارزش باقیماندهٔ صفر، استهلاک خط مستقیم سالانه **حدود ۰٫۳۳۳ میلیارد** است. رقم یک میلیارد در سال با این دو فرض سازگار نیست. استهلاک انباشته به‌تنهایی وجه نقد کنارگذاشته‌شده برای خرید دستگاه تازه محسوب نمی‌شود.

در مثال معاملهٔ ۳۰ هزار دلار، فاصلهٔ دو نرخ نقل‌شدهٔ ۲۳۵ و ۲۶۵ هزار تومان، **۳۰ هزار تومان برای هر دلار** و جمع اختلاف **۹۰۰ میلیون تومان** است. این فقط محاسبهٔ اختلاف دو نرخ فرضی کلاس است. طبق استاندارد بین‌المللی IAS 21، اختلاف تسویه یا تسعیر اقلام پولی عموماً در سود یا زیان شناسایی می‌شود و استثناهایی مانند برخی اقلام عملیات خارجی دارد. نام «اندوختهٔ تسعیر» برای همهٔ معاملات ارزی قاعدهٔ یکسانی نیست. متن رسمی استاندارد IAS 21، بندهای ۲۸ تا ۳۲

کیفیت سود و مثال‌های مدیریتی

در کلاس، شرکت غذایی با بازار گوشه‌ای مشخص برای مقایسهٔ بهای تولید و هزینهٔ فروش مطرح شد. قیمت مواد باکیفیت می‌تواند بهای تولید را بالا ببرد، در حالی که وفاداری مشتری هزینهٔ بازاریابی را کاهش دهد. همچنین سرمایه‌گذاری موقت وجوه دورهٔ ساخت برای پوشش هزینه‌ها به‌عنوان یک سناریو مطرح شد. انتخاب ابزار و استفاده از وام برای چنین کاری تابع قرارداد، مجوز و ریسک نقدشوندگی است و نرخ‌های نقل‌شدهٔ کلاس بازده تضمینی محسوب نمی‌شوند.

تفکیک سود عملیاتی و غیرعملیاتی به‌ازای هر سهم در کلاس ابزاری تحلیلی برای دیدن منشأ سود بود. در محاسبهٔ رسمی سود هر سهم باید سود قابل انتساب به سهام عادی، میانگین موزون تعداد سهام و مالیات و هزینه‌های مرتبط رعایت شود. مقایسهٔ سود حسابداری و جریان نقد، به بررسی وصول مطالبات و سرمایهٔ در گردش کمک می‌کند. سود تعهدی می‌تواند معتبر باشد، هرچند وجه آن در همان دوره وصول نشده باشد.

گزارش‌ها، مجامع و حق دریافت سود

استاد گزارش‌های دوره‌ای سه‌ماهه، شش‌ماهه، نه‌ماهه و سالانه و گزارش تفسیری مدیریت را معرفی کرد. هنگام مطالعهٔ ناشر، تاریخ انتشار، حسابرسی‌شده‌بودن و مهلت افشای همان گزارش را از مقررات جاری و اطلاعیهٔ کدال بخوانید. مجمع عادی به‌طور فوق‌العاده، مجمع عادی خارج از زمان معمول است. مجمع فوق‌العاده صلاحیت متفاوتی مانند تغییر اساسنامه یا سرمایه دارد.

حق دریافت سود نقدیِ مصوب به وضعیت مالکیت سهم در تاریخ مجمع و شرایط مصوبه وابسته است. نقل‌وانتقال سهم پس از مجمع را نباید با انتقال خودکار طلب سود نقدیِ تثبیت‌شده یکسان دانست.

۱۰. مطالعه و پیگیری جلسه

در صوت اول، استاد خواست دانشجویان در ادامهٔ دوره تحویل مستندات گزارشگری یکپارچه و حاکمیت شرکتی را یادآوری کنند. در دو صوتِ بررسی‌شده صفحهٔ مشخصی از کتاب به‌عنوان تکلیف این جلسه تعیین نشده است. پرسش‌های مرور و تمرین خواندن یک ناشر در این جزوه برای مطالعهٔ شخصی پیشنهاد شده‌اند.

برای مراجعهٔ هدفمند به جزوهٔ اصلی استاد، صفحه‌های **۳ و ۴** دربارهٔ ساختار بازار، **۱۴** دربارهٔ نهاد تأمین سرمایه، **۲۸ تا ۳۰** دربارهٔ ارزش و صورت وضعیت مالی و **۴۲ و ۴۳** دربارهٔ سود هر سهم و نسبت قیمت به سود، با موضوع این جلسه همپوشانی دارند. صفحه‌های افزایش سرمایهٔ ۴۶ تا ۵۴ برای تفکیک افزایش سرمایه از تأسیس اولیه مفیدند. در این جلسه، بخش تحلیل نموداری صفحه‌های ۳۱ تا ۴۱ و مدل انتخاب سهام صفحهٔ ۶۳، مبنای افزودهٔ درسی قرار نگرفته‌اند.

منابع و یادداشت مطالعه

- فایل‌های صوتی بخش اول و دوم و فایل تختهٔ هوشمند جلسهٔ دوم، ۲۲ مهر ۱۴۰۵، درس مدیریت سرمایه‌گذاری و بورس اوراق بهادار.
- لایحهٔ قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت، مواد ۱، ۴، ۶، ۱۶ تا ۱۸، ۱۴۰، ۲۳۸ و ۲۳۹. در کاربرد حرفه‌ای، آخرین متن رسمی و مقررات اختصاصی ناشر باید کنترل شود.
- بنیاد IFRS، استاندارد IAS 7 دربارهٔ صورت جریان وجوه نقد.
- بنیاد IFRS، استاندارد IFRS 18 و تاریخ اجرا.

گردآورنده: سعید سجودی — sojoudi.saeed@gmail.com