



جمهوری اسلامی ایران
وزارت امور اقتصادی و دارایی

شماره

تاریخ

پیوست

۵- برای دارایی‌های با عمر معین (همانند ابزارهای مالی)، جریان نقد باید برای کل عمر دارایی پیش‌بینی گردد.

۶- در شرکت‌های استارت‌آپی اصولاً باید طول دوره پیش‌بینی کمتر از شرکت‌های بالغ باشد.

۳-۵. تخمین ارزش پایانی:

الف- ارزش پایانی، ارزش فعلی تخمینی شرکت/دارایی پس از دوره پیش‌بینی می‌باشد.

ب- دو رویکرد اصلی برای تخمین ارزش پایانی شامل روش ضریب خروج (رویکرد بازار و ارزش اسقاط) و روش رشد دائمی وجود دارد.

پ- در رویکرد بازار فرض می‌شود شرکت/دارایی با یک ضریبی که در حال حاضر در بازار قابل مشاهده یا تخمین است فروخته می‌شود.

ت- در رویکرد رشد دائمی فرض می‌شود جریان‌های نقد شرکت/دارایی با یک نرخ رشد ثابت تا بی‌نهایت رشد می‌نماید.

ث- روش ارزش اسقاط معمولاً برای ماشین‌آلات، معادن، چاه‌های نفت و منابع طبیعی مورد استفاده قرار می‌گیرد.

ج- در شرکت‌های استارت‌آپی ارزش پایانی بخش قابل ملاحظه‌ای از ارزش تخمینی این شرکت‌ها را شامل می‌شود و لذا تخمین آن اهمیت مضاعفی خواهد داشت.

چ- جریان نقدی پیش‌بینی شده مورد استفاده برای تخمین ارزش پایانی باید برای دوره‌ای باشد که شرکت جریان نقد باثباتی تولید می‌کند. لیکن ارزش پایانی را می‌توان در مقطعی زودتر برآورد نمود، با این فرض که استراتژی خروج وجود داشته باشد.

ح- یکی از اشتباهات رایج در تخمین ارزش پایانی این است که فرض می‌شود نرخ رشد پایانی باید همیشه مثبت باشد.

۴-۵. تخمین نرخ رشد^۱:

الف- نرخ رشد مورد استفاده در تخمین ارزش پایانی شرکت، نرخ رشد بلندمدت شرکت می‌باشد که به آن نرخ رشد پایدار نیز می‌گویند.

ب- نرخ رشد پایدار شرکت را می‌توان بر حسب متغیرهای بنیادی شرکت (پایین به بالا) و یا بر حسب شرایط کلان اقتصادی و صنعت (بالا به پایین) برآورد نمود.

پ- نرخ رشد پایدار از حاصل ضرب نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌های شرکت در نرخ انباشت سرمایه شرکت بدست می‌آید.

ت- نرخ رشد حاصل از متغیرهای بنیادی، نرخ رشد یک سال آتی شرکت را مشخص می‌کند. این نرخ رشد در صورتی قابل تعمیم برای بلندمدت خواهد بود که فرض کنیم نرخ سرمایه‌گذاری شرکت و نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌های (جاری و جدید) شرکت در سال پایانی پیش‌بینی، در بلندمدت نیز تداوم داشته باشند.

ث- معمولاً بهترین فرض برای نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌های شرکت در بلندمدت این است که برابر با میانگین موزون هزینه سرمایه^۲ در نظر گرفته شود. تنها برای شرکت‌های دارای مزیت رقابتی از نرخ بازده بزرگ‌تر از میانگین موزون هزینه سرمایه می‌توان استفاده نمود.

ج- در اعمال نرخ بازده بالا (بزرگ‌تر از متوسط صنعت و میانگین موزون هزینه سرمایه)، علاوه بر مزیت رقابتی، امکان ماندگاری آن را در طولانی مدت نیز باید مدنظر قرار داد.

چ- نرخ رشد بلندمدت شرکت می‌تواند مثبت، صفر و یا منفی باشد.

ح- میزان نرخ رشد بلندمدت شرکت علاوه بر مزیت رقابتی تابعی از میزان مخارج سرمایه‌ای شرکت و کیفیت آن‌ها خواهد بود.

^۱ Growth Rate

^۲ Weighted Average Cost of Capital



جمهوری اسلامی ایران
وزارت امور اقتصادی و دارایی



جمهوری اسلامی ایران
وزارت امور اقتصادی و دارایی



جمهوری اسلامی ایران
وزارت امور اقتصادی و دارایی

شماره

تاریخ

پیوست

خ- در جمع‌بندی کلی، نرخ رشد پیش‌بینی شده می‌بایست با

۱- مزیت رقابتی شرکت

۲- شرایط صنعت و اقتصاد (ارزش‌گذاری کارشناسی) و

۳- عملکرد تاریخی شرکت، سازگار باشد.

د- مزیت رقابتی شرکت می‌تواند در دو مقوله اصلی صرف‌قیمت یا کارایی در تولید باشد.

ذ- در مقوله صرف‌قیمت، مزیت رقابتی شرکت از سمت بازار و متقاضیان ایجاد می‌شود و عواملی از قبیل: برند، کیفیت محصول، درگیری متقاضی و ... را شامل می‌شود.

ر- در مقوله کارایی در تولید، شرکت متکی بر منابع منحصربه‌فرد یا ارزان، سرمایه‌گذاری در مقیاس بزرگ و یا فرایندها و محصولات مقیاس‌پذیر خواهد بود.

ز- در تخمین نرخ رشد باید ارزش‌گذار، اصل سازگاری را رعایت نماید؛ بدین ترتیب که چنانچه جریان‌های نقد و نرخ تنزیل جریان نقد اسمی برآورد شده باشند، نرخ رشد نیز باید اسمی برآورد شود.

ژ- برای تخمین نرخ رشد می‌توان از نرخ رشد مصرف/تقاضای محصولات صنعت به‌علاوه نرخ تورم استفاده نمود.

س- غالباً نرخ رشد GDP به‌علاوه نرخ تورم، مبنای اولیه تخمین نرخ رشد بلندمدت شرکت‌ها (مخصوصاً شرکت‌های بزرگ) است.

ش- در تخمین نرخ رشد و محرک‌های آن ارزش‌گذار باید اندازه کسب و کار و ماهیت کسب و کار را مورد توجه قرار دهد. منطقاً شرکت‌های بزرگ بیشتر متأثر از شرایط کلان اقتصادی خواهند بود تا شرکت‌های کوچک.

۷. مدل‌ها؛ روش‌های رویکرد درآمد شامل: تنزیل سود نقدی، جریان نقد آزاد شرکت، جریان نقد آزاد سهامداران، سود مازاد (سود اقتصادی) و ارزش فعلی تعدیل شده است.

● موارد کاربرد هر روش در جدول زیر ارائه شده است:

نماد	مدل	کاربرد
FCF	جریان‌های نقد آزاد شرکت	امکان پیش‌بینی عملکرد
DDM	تنزیل سود نقدی	شرکت‌های بالغ و با سیاست تقسیم سود مشخص (اثبات)
APV	ارزش فعلی تعدیلی	در مواردی که ساختار سرمایه شرکت متغیر است
ECF	جریان نقد آزاد سهامداران	امکان تفکیک اثر ساختار بدهی از عملکرد شرکت وجود نداشته باشد
RI	سود باقی مانده	مشکل در پیش‌بینی جریان نقد آزاد، سود تقسیمی و تخمین ارزش پایانی

● جریان نقد، نرخ تنزیل و نرخ رشد متناسب هر روش در جدول زیر ارائه شده است.

نماد	روش	جریان نقد	نرخ رشد	عامل تنزیل
FCF	جریان‌های نقد آزاد شرکت	جریان نقد عملیاتی و سرمایه‌گذاری	نرخ رشد شرکت	متوسط موزون هزینه سرمایه
DDM	تنزیل سود نقدی	سود تقسیمی	نرخ رشد سود تقسیمی	هزینه حقوق صاحبان سهام اهرمی
APV	ارزش فعلی تعدیلی	جریان نقدی آزاد شرکت و جریان نقد سپر مالیاتی هزینه بهره	نرخ رشد شرکت و نرخ رشد سپر مالیاتی	هزینه حقوق صاحبان سهام غیراهرمی و هزینه بدهی



جمهوری اسلامی ایران
وزارت امور اقتصادی و دارایی

شماره

تاریخ

پیوست

ECF	جریان نقد آزاد سهام‌داران	جریان نقد عملیاتی، سرمایه‌گذاری و مالی	نرخ رشد جریان نقد سهامداران	هزینه حقوق صاحبان سهام اهرمی
RI	سود مازاد	عایدات مازاد بر نرخ بازده مورد انتظار سهامداران	نرخ رشد جریان نقد سهامداران	هزینه حقوق صاحبان سهام اهرمی

۶. تعدیلات کمی و کیفی؛ در استفاده از رویکرد درآمدی برای تخمین ارزش، ارزش‌گذار باید تعدیلات زیر را در نظر بگیرد:
الف- ارزش تخمینی باید با توجه به دارایی‌های غیرعملیاتی و بدهی‌های شرکت تعدیل گردد.

ب- کسر نقدشوندگی

پ- صرف و کسر کنترل

ت- کسر فروش بلوکی

رویکرد بها

۱. معرفی رویکرد؛ این رویکرد را رویکرد دفتری، دارایی یا هزینه نیز می‌نامند. در این رویکرد، ارزش شرکت/دارایی بر اساس ارزش بروز شده (ارزش منصفانه بازار) خالص دارایی‌های شرکت (دارایی‌ها منهای بدهی‌ها) بدست می‌آید. رویکرد بها هم برای دارایی‌ها و هم برای کسب و کارها قابل استفاده است. نحوه و مراحل اعمال این رویکرد برای ۲ دسته فوق متفاوت است.

۲. موارد کاربرد؛ تحت شرایط زیر رویکرد بها وزن زیاد خواهد گرفت:

الف- بدون هرگونه محدودیت مقرراتی و صرف زمان طولانی امکان ایجاد دارایی با ماهیتی تقریباً شبیه به دارایی تحت ارزش‌گذاری وجود داشته باشد.

ب- دارایی به صورت مستقیم درآمد تولید نکند.

پ- دارایی اخیراً ایجاد شده باشد. (دارایی جدید باشد)

ت- دارایی‌های مشهود تشکیل دهنده عمده ارزش شرکت باشند.

ث- این رویکرد عمدتاً برای املاک و مستغلات، ماشین‌آلات، تاسیسات، نرم افزارهای مورداستفاده داخلی و کسب و کارهای در شرف انحلال و کسب و کارهای با ماهیت مشابه با صندوق‌های سرمایه‌گذاری (شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ‌ها) مناسب است.

۳. مراحل اعمال؛

الف. برای دارایی‌ها:

۱. ارزش جایگزینی/بازتولید/تصفیه با لحاظ هزینه‌های مستقیم و غیرمستقیم تخمین زده شود.

۲. تعدیلات ناسازگار از ۳ منظر کارکردی، اقتصادی و فیزیکی بر روی ارزش تخمینی اعمال گردد.

ب. برای کسب و کارها:

۱. ارزش جایگزینی/بازتولید/تصفیه تک تک دارایی‌های مشهود و نامشهود کسب و کار با طی مراحل ذکر شده در بند الف تخمین زده شوند.

۲. ارزش بدهی‌های احتمالی از ارزش تخمینی کسر شود.

۳. صرف و کسر کنترل و نقدشوندگی بر روی ارزش تخمینی اعمال شود.

۴. شرایط استفاده و بکارگیری؛ در استفاده از رویکرد هزینه برای تخمین ارزش، ارزش‌گذار باید موارد زیر را در نظر بگیرد:



جمهوری اسلامی ایران
وزارت امور اقتصادی و دارایی

پست وزارت
جمهوری

جمهوری اسلامی ایران
وزارت امور اقتصادی و دارایی

شماره

تاریخ

پیوست

الف- در این دسته از مدل‌ها، تمرکز اصلی بر روزرسانی ارزش دارایی‌ها و بدهی‌های شرکت است.

ب- در پیاده‌سازی رویکرد بها هزینه‌های مستقیم و غیرمستقیم که شامل موارد زیر است را باید به تناسب در برآوردها لحاظ نمود:

۱. هزینه‌های مستقیم عمدتاً شامل مواد و نیروی کار است.
۲. هزینه‌های غیرمستقیم شامل هزینه‌های حمل و نقل، نصب، خدمات حرفه‌ای، کمیسیون، سربار، صرفه‌جویی مالیاتی، هزینه‌های مالی، بازده کارآفرینی^۱، حاشیه سود سازنده^۲ (صرفاً برای قیمت‌هایی که در آنها لحاظ نشده) است.
- پ- رویکرد بها معمولاً استفاده نمی‌شود مگر اینکه سود و یا جریان‌های نقدی قابل اتکا یا قابل تعیین نباشند. (مثلاً برای کسب و کارهای تازه تاسیس)

۵. مدل‌ها، رویکرد بها شامل روش ارزش بازتولید، ارزش جایگزینی، خالص ارزش دارایی‌ها، جمع اجزاء و ارزش تصفیه است.

الف- روش بازتولید یا باز تاسیس^۳: در این روش مخارج ایجاد دارایی با ویژگی‌های کاملاً مشابه (عملکرد و مطلوبیت) با دارایی موجود مدنظر است. در این روش تکنولوژی، مواد و فرایند کار دارایی باید عیناً مشابه دارایی موجود باشد.

ب- جایگزینی^۴: در این روش مخارج ایجاد دارایی با ویژگی‌های مشابه (عمدتاً مطلوبیت) با دارایی موجود مدنظر است. در این روش معمولاً نمونه مدرن‌تر دارایی با قیمت‌های روز ایجاد می‌شود و احتمالاً دارایی ایجاد شده از نظر فیزیکی متفاوت از دارایی مورد ارزش‌گذاری باشد. در این روش دارایی‌های غیرعملیاتی در محاسبات اعمال نمی‌شوند و تعدیلات ناسازگاری در برآوردها لحاظ می‌گردند.

پ- خالص ارزش دارایی‌ها^۵ (NAV): برای شرکت‌های با ماهیت مشابه صندوق سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار می‌گیرد، بدین منظور ارزش بروز شده دارایی‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها از ارزش بروز شده بدهی‌ها کسر می‌شود.

ت- روش جمع اجزاء^۶: این روش بیشتر از آنچه که یک روش ارزش‌گذاری باشد، قاعده منطقی حاکم بر فرایند ارزش‌گذاری است، بدین معنی که ارزش کل شرکت باید دربرگیرنده ارزش تمامی دارایی‌های شرکت اعم از خطوط کسب و کاری مختلف، دارایی‌ها مشهود و نامشهود و دارایی‌های مالی و فیزیکی باشد. این روش (منطق) زمانی استفاده می‌شود که به دلیل تنوع خطوط کسب و کاری و دارایی‌های شرکت امکان برآورد ارزش شرکت با استفاده از یک روش یا تکنیک یا یک رویکرد میسر نباشد؛ در نتیجه دارایی‌های مختلف با تکنیک‌های مختلف ارزش‌گذاری می‌شوند.

ث- ارزش تصفیه: برای شرکت‌های در حال انحلال و زیان‌ده مورد استفاده قرار می‌گیرد، بدین ترتیب که ارزش دارایی‌های شرکت بدون در نظر گرفتن قدرت سودآوری و تولید جریان‌های نقد مورد ارزش‌گذاری قرار می‌گیرند.

۶. تعدیلات کمی و کیفی؛ عمده تعدیلات کمی و کیفی در رویکرد بها شامل موارد زیر خواهد بود:

الف. در تخمین ارزش دارایی‌ها با رویکرد بها، معمولاً ۳ تعدیل اقتصادی، فیزیکی و کارکردی اعمال می‌شود که به شرح زیر می‌باشند:

۱. تعدیل اقتصادی (بیرونی)، هرگونه کاهش در مطلوبیت دارایی بدلیل شرایط و عوامل خارجی از قبیل عرضه زیاد محصول مشابه و نبود مواد اولیه.

۲. تعدیل فیزیکی: هرگونه کاهش در مطلوبیت یا اجزا دارایی به دلایل تغییر شکل ظاهری در اثر گذشت عمر یا مصرف.

¹ Entrepreneurial Required Return

² Participant's Required Return

³ Reproduction Cost

⁴ Replacement Cost

⁵ Net Asset Value

⁶ Sum of the Parts



جمهوری اسلامی ایران
سازمان برنامه و بودجه کشور



جمهوری اسلامی ایران
وزارت امور اقتصادی و دارایی



ریاست جمهوری
سازمان علمی و فناوری

شماره

تاریخ

پیوست

۳. تعدیل کارکردی؛ هرگونه کاهش در مطلوبیت دارایی در اثر ناکارآمدی دارایی در مقایسه با نمونه جایگزین از قبیل طراحی و ویژگی‌های فناوری.

۴. در اعمال تعدیلات ناسازگاری باید عمر فیزیکی و اقتصادی دارایی نیز مدنظر قرار گیرد. ضمناً منظور از عمر فیزیکی، مدت زمانی که دارایی با فرض انجام عملیات نگهداری و تعمیرات می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد و منظور از عمر اقتصادی، مدت زمانی که دارایی می‌تواند منافع مالی یا غیرمالی با در نظر گرفتن شرایط جاری ایجاد نماید. ب. در صورت استفاده از رویکرد بها برای کسب و کارها باید تعدیلات زیر انجام پذیرد:

۱. مدت زمان ایجاد

۲. اتفاقات غیرمنتظره و ریسک

۳. ارزش دارایی‌های نامشهود

۴. نقدشوندگی و کنترل

نرخ تنزیل

الف- تعاریف

۱. نرخ تنزیل، نرخ تبدیل جریان‌های نقد آتی به زمان حال می‌باشد. این نرخ منعکس‌کننده ارزش زمانی پول و ریسک‌های مرتبط با جریان نقدی خواهد بود.

۲. نرخ تنزیل باید به تفکیک جریان‌های نقدی حقوق مالکانه و بدهی تخمین زده شود و میانگین وزنی آن بر مبنای ارزش‌های بازار هر یک از منابع تامین مالی برای تنزیل جریان‌های نقد مورد استفاده قرار گیرد. ب- عوامل موثر در تخمین نرخ تنزیل انتخاب نرخ تنزیل باید با توجه عوامل زیر انجام پذیرد:

۱. ریسک جریان‌های نقدی؛ هرچه قدر ریسک جریان‌های نقد بالاتر باشد نرخ تنزیل نیز باید بالاتر باشد.

۲. سطح ارزشگذاری؛ نرخ تنزیل باید با توجه به اینکه موضوع ارزشگذاری بنگاه، حقوق مالکانه و یا سرمایه‌گذاری خاص است، تعیین شود.

۳. ماهیت جریان نقدی؛ نرخ تنزیل باید با توجه به اینکه ماهیت جریان نقدی شرطی، انتظاری یا معادل قطعی باشد یا اینکه اسمی یا واقعی باشد، تعیین شود.

۴. نوع جریان نقدی؛ نرخ تنزیل باید با توجه به نوع جریان نقدی از قبیل سود ناخالص، سود عملیاتی، سود خالص، جریان نقد آزاد، بدهی و ... باید تعیین شود.

۵. نوع ارز؛ نرخ تنزیل باید با توجه به ارز و محل جغرافیایی (کشور محل ارزشگذاری) جریان نقدی مورد ارزشگذاری باید تعیین شود.

۶. نرخ تنزیل باید برحسب اطلاعات و انتظارات جاری در تاریخ ارزشگذاری باشد و انتظارات فعالان بازار را در خود نمایش دهد.

پ- ملاحظات کلی در تخمین نرخ تنزیل

۱. در تعیین نرخ‌های تنزیل، ارزش‌گذاران باید از تحلیل‌های تاییدی از قبیل نرخ بازده داخلی، متوسط موزون بازده دارایی‌ها^۱ (WARA)، نرخ‌های ضمنی استخراجی از سایر نرخ‌ها و ضرایب بازار استفاده نمایند.

^۱ Weighted Average Return of Assets



جمهوری اسلامی ایران
وزارت امور اقتصادی و دارایی

شماره
تاریخ
پیوست

۲. انتخاب نرخ تنزیل متأثر از مبانی ارزش خواهد بود. چنانچه مبنای ارزش، ارزش بازار باشد نرخ تنزیل باید از داده‌های بازار بدست آید و چنانچه مبنای ارزش، ارزش سرمایه‌گذاری باشد، نرخ تنزیل باید نرخ تنزیل موردانتظار سرمایه‌گذار باشد.
۳. نرخ تنزیل باید عوامل کیفی مرتبط با دارایی از قبیل تمرکز و تنوع بخشی، اشخاص کلیدی و ... را نیز مدنظر قرار دهد.
۴. نرخ تنزیل مورد استفاده در تخمین ارزش پایانی باید انتظارات فعالان در بازار را باتوجه به ریسک کسب و کار در همان تاریخ نمایش دهد.
۵. ارزش‌گذار باید این موضوع را مدنظر قرار دهد که چنانچه ریسک جریان‌های نقدی در پیش‌بینی آن‌ها لحاظ شده باشد، ریسک آن‌ها مجدداً در تخمین نرخ تنزیل نبایست اعمال شود؛ چرا که خطای دوبار شماری رخ خواهد داد.
۶. ارزش‌گذار باید نسبت به ارائه و توضیح کامل و قابل ردیابی مبانی و مفروضات تخمین، رفرنس‌های اطلاعاتی، روش‌های تخمین و محاسبات نرخ تنزیل اقدام نماید.
۷. روش‌های مختلفی برای تخمین نرخ تنزیل حقوق مالکانه وجود دارد که رایج‌ترین آن‌ها عبارتند از: مدل قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای^۱ (CAPM) و تعمیم‌های آن، مدل تکمیلی^۲، مدل رشد گوردون، مدل‌های عاملی و مدل قیمت گذاری آربیتراژ.
۸. در تخمین نرخ تنزیل بدهی، ارزش‌گذار باید از نرخ‌های رایج قابل دسترس بدهی بسته به شرایط اعتباری شرکت استفاده نماید.
۹. چنانچه جریان نقدی مورد استفاده برای ارزش‌گذاری جریان نقد بنگاه باشد، باید از میانگین وزنی هزینه سرمایه^۳ (WACC) برای تنزیل جریان‌های نقد استفاده شود.
۱۰. ارزش تمامی منابع مورد استفاده در تخمین WACC باید ارزش بازار باشد.
۱۱. در تخمین WACC مهم است که ارزش‌گذار در خصوص ساختار بلندمدت سرمایه شرکت (نسبت اهرم) تصمیم‌گیری نماید. بدین منظور هم می‌توان از ساختار سرمایه جاری و هم از ساختار سرمایه صنعت استفاده نمود.
۱۲. باید توجه نمود که در صورتی که موضوع ارزش‌گذاری سهام اقلیت باشد و ارزش‌گذار از ساختار سرمایه صنعت برای ارزش‌گذاری استفاده می‌نماید باید کسر کنترل در ارزش‌گذاری لحاظ شود.
۱۳. در تخمین WACC ارزش‌گذار باید از ارزش بازار بدهی‌های ساختار سرمایه‌ای (معمولاً بدهی‌های بهره دار) استفاده نماید.

ت- مدل CAPM، مدل CAPM برای تخمین نرخ تنزیل به صورت فرمول زیر محاسبه می‌شود:

$$E(r_i) = r_f + \beta \times ERP$$

r_f نرخ بازده مورد انتظار سهم، r_f نرخ بازده بدون ریسک، β ضریب حساسیت قیمت سهم به عامل‌های عمومی ریسک و ERP صرف ریسک بازار می‌باشد.

۱. باید توجه نمود که مدل CAPM مطابق با نظریه بازار سرمایه، برای پرتفولیوهای کاملاً متنوع و شرکت‌های بزرگ و بورسی صادق است.

۲. برای شرکت‌های با حساسیت به یک عامل خاص بهتر است از مدلی غیر از CAPM همانند مدل تکمیلی یا مدل‌های چندعاملی استفاده شود. برای مثال، شرکت‌های نفتی بیشترین ریسک را از ناحیه تغییرات قیمت نفت متحمل می‌شوند و لذا در صورت استفاده از مدل CAPM برای تخمین نرخ تنزیل، بتاهای کوچکی خواهند داشت.

¹ Capital Asset Pricing Model

² Build-Up

³ Weighted Average Cost of Capital



جمهوری اسلامی ایران
وزارت امور اقتصادی و دارایی

شماره
تاریخ
پیوست

۳. در جهت پوشش نقص فوق، مدل CAPM تصحیح شده با افزودن ریسک خاص (که تحت عنوان عامل آلفا نامیده می‌شود) در فرایند ارزش‌گذاری مورد استفاده قرار می‌گیرد.

$$E(r_i) = r_f + \beta \times ERP + \alpha$$

آلفا بیانگر صرف ریسک‌های خاص می‌باشد.

● نرخ بدون ریسک:

۱. نرخ بدون ریسک، نرخ بازدهی جاری بازار برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری با نرخ نکول صفر و یا نزدیک به صفر می‌باشد.
۲. نرخ بدون ریسک رابطه مستقیمی با نرخ تورم انتظاری بازار خواهد داشت. به نحوی که با افزایش آن نرخ بدون ریسک افزایش و با کاهش آن نرخ بدون ریسک کاهش خواهد داشت.
۳. اوراق دولتی فهرست شده در بورس‌ها با سررسید بلندمدت، مبنای مناسبی برای تخمین نرخ بدون ریسک خواهند بود.
۴. در صورتی که در بازار، اوراق دولتی با حجم زیاد و سررسید بلندمدت و بازار نقدشونده وجود داشته باشد، می‌توان از نرخ‌های مذکور به عنوان نرخ بدون ریسک استفاده نمود.

● صرف ریسک بازار:

۱. نرخ بازدهی بالاتر از نرخ بدون ریسک، صرف ریسک بازار نامیده می‌شود و این نرخ بیانگر ریسک‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری در سهام می‌باشد.
۲. برای تخمین صرف ریسک بازار از تفاضل نرخ بازدهی بلندمدت تاریخی بازار سرمایه (معمولا بازده یکی از شاخص‌های بازار سرمایه) با نرخ بدون ریسک برای تخمین صرف ریسک بازار استفاده می‌شود.
۳. در انتخاب دوره زمانی ارزش‌گذاری باید پوشش چرخه‌های تجاری، حذف اثر شرایط غیرعادی بازار سرمایه و موارد مشابه در نظر گرفته شود.
۴. در تخمین صرف ریسک بازار، می‌توان از رویکردهای ضمنی همانند مدل گوردون نیز استفاده نمود.

● β (بتا):

۱. بیانگر حساسیت تغییرات بازدهی سهم به تغییرات بازدهی شاخص انتخابی بازار می‌باشد.
۲. در تخمین بتا با مدل‌های رگرسیونی باید معیارهای اقتصادی و آماری مدل تخمینی توسط ارزش‌گذار مورد ارزش‌گذاری قرار گیرد.
۳. برای شرکت‌هایی که در بورس‌ها معامله نمی‌شوند، می‌توان از بتای تعدیل شده بر حسب نسبت اهرم شرکت‌های مشابه استفاده نمود.

۴. در استفاده از بتای شرکت‌های مشابه باید تعدیلات لازم را در نرخ مالیات شرکت علاوه بر نسبت اهرم انجام داد.
- ریسک‌های خاص:

۱. مطابق با نظریه مدل CAPM تصحیح نشده، این مدل برای شرکت‌های بزرگ و پرتفولیوهای متنوع سرمایه‌گذاری مناسب می‌باشد، در نتیجه، استفاده از CAPM برای شرکت‌های کوچک و سرمایه‌گذاری تکی، نیاز به تعدیل در خصوص ریسک‌های خاص شرکتی خواهد داشت.
۲. ریسک خاص شرکتی لزوماً در اثر تفاوت در اندازه شرکت‌ها ایجاد نمی‌شوند و مواردی از قبیل عدم تنوع بخشی، نقدشوندگی کم، ریسک‌های کسب و کاری، ریسک اشخاص کلیدی و ... را شامل می‌شوند.
۳. صرف ریسک خاص شرکتی می‌تواند تاثیر افزایش یا کاهش بر نرخ تنزیل داشته باشد.
۴. ریسک‌های خاص شرکتی می‌توانند با سایر ریسک‌ها انباشتگی و همبستگی داشته باشند.



جمهوری اسلامی ایران
وزارت امور اقتصادی و دارایی

پست علمی و فناوری

معاون رئیس و مدیر امور

شماره

تاریخ

پیوست

۵. اصولاً عمده ریسک‌های خاص شرکتی از تحلیل کسب و کاری شرکت استخراج می‌شوند.
۶. باتوجه به عدم وجود مبانی نظری قوی برای تخمین صرف ریسک خاص شرکتی، ارزش‌گذاران در عمل از رویکردهای مختلف کمی و کیفی برای تخمین این صرف استفاده می‌کنند.
۷. از مدل‌های رایج کمی می‌توان به مدل باتلر-پینکرتون و از رویکردهای رایج کیفی می‌توان به رویکرد داف-فلپس اشاره نمود.

ث- مدل تکمیلی:

۱. برای تخمین نرخ تنزیل شرکت‌های غیربورسی، شرکت‌های بورسی کوچک، شرکت‌های فاقد گروه همتای مناسب، مدل تکمیلی کاربرد بیشتری خواهد داشت.
۲. مدل تکمیلی به صورت زیر می‌باشد:

$$E(r_i) = r_f + ERP + SRP + IRP + CRP$$

۲. نرخ بدون ریسک، ERP صرف ریسک بازار، SRP صرف ریسک اندازه، IRP صرف ریسک صنعت و CRP بیانگر صرف ریسک‌های خاص شرکتی (به استثناء صرف ریسک اندازه) می‌باشند.
۳. نرخ بدون ریسک، صرف ریسک بازار و صرف ریسک خاص شرکتی همانند مدل CAPM قابل محاسبه می‌باشند.
۴. از آنجاکه بتا در مدل تکمیلی وجود ندارد؛ لذا ریسک‌های سیستماتیک باید به نحو مناسبی در مدل اعمال شوند، در عمل این عامل توسط صرف ریسک صنعت اعمال می‌شود.
۵. صرف ریسک اندازه، بیانگر صرف ریسک مورد انتظار سرمایه‌گذاران از شرکت به دلیل اندازه کوچک شرکت در مقایسه با متوسط شرکت‌ها در بازار سرمایه می‌باشد.
۶. صرف ریسک اندازه می‌تواند با استفاده از تکنیک‌های مختلف از قبیل رگرسیون، طبقه‌بندی شرکت‌ها، مزاد بازده نسبت به مدل CAPM، مدل‌های چندعاملی و مدل‌های مشابه بدست آید.
۷. این نکته را می‌بایست مدل نظر قرار داد که صرف ریسک اندازه ماهیتاً همبستگی و اثر تعاملی بسیار بالایی با ریسک نقدشوندگی دارد.
۸. در تخمین صرف ریسک اندازه، معیار اندازه می‌تواند عواملی به غیر از ارزش بازار از قبیل ارزش دارایی‌ها، تعداد نیروی انسانی، فروش و ... باشد.
۹. صرف ریسک صنعت، بیانگر مزاد بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری در شرکت به دلیل حضور شرکت در یک صنعت مشخص می‌باشد.

صرف و کسر

۱. ارزش تخمینی که با استفاده از رویکردها و مدل‌های مختلف به دست آمده است می‌تواند بیانگر ارزش کنترلی یا غیرکنترلی و یا با فرض و شرایط نقدشوندگی یا نقدشوندگی باشد. ساختار سطوح مختلف ارزش در نمودار زیر نمایش داده شده است.



جمهوری اسلامی ایران
سازمان امور اقتصادی و دارایی



جمهوری اسلامی ایران
وزارت امور اقتصادی و دارایی



جمهوری اسلامی ایران
سازمان امور اقتصادی و دارایی

شماره

تاریخ

پیوست

سطح ارزش

کنترلی نقدشونده

اقلیت نقدشونده

اقلیت غیرنقد

۲. در جهت تعیین ارزش منافع مالکیتی مدنظر، لازم خواهد بود که ارزش‌های تخمینی با صرف‌ها یا کسرهای کنترل و نقدشوندگی مورد تعدیل قرار گیرند.
۳. هر مدل ارزش‌گذاری بسته به مفروضات و اطلاعات مورد استفاده، ارزش کسب و کار را در سطحی از کنترل و نقدشوندگی تعیین می‌نماید. وظیفه ارزش‌گذار تعدیل ارزش تخمینی با توجه به هدف ارزش‌گذاری بالحاظ صرف‌ها و کسرها می‌باشد.
۴. هدف سرمایه‌گذاری می‌تواند سطوح مختلفی از مالکیت باشد. بسته به اینکه درصد سهام مورد تملک، سهام اقلیت باشد و یا منجر به اخذ عضویت در هیات مدیره، کنترل مجمع فوق العاده و یا کنترل شرکت گردد؛ باید صرف و کسرهای متناسب توسط ارزش‌گذار اعمال گردد.
۵. منظور از کنترل واحد تجاری، یعنی قدرت انتصاب اکثریت هیات مدیره و مدیر عامل و تعیین سیاست‌ها و استراتژی‌های اصلی کسب و کار می‌باشد. کنترل معمولاً با مالکیت و یا حق رای بیشتر از ۵۰٪ اتفاق می‌افتد. در مواقعی کنترل می‌تواند بدون تحقق شرط سهامداری بالای ۵۰٪ رخ دهد.
۶. صرف کنترل، مبلغ یا درصد افزایش در ارزش تخمینی واحد تجاری به دلیل امکان کنترل و یا نفوذ در تصمیمات و سیاست‌های واحد تجاری می‌باشد.
۷. کسر کنترل یا کسر اقلیت مبلغ یا درصد کاهش در ارزش تخمینی صددرصدی واحد تجاری به دلیل عدم امکان کنترل و یا نفوذ در تصمیمات و سیاست‌های واحد تجاری از قبیل تعیین حقوق و مزایای مدیران، تغییر اساسنامه، تحصیل و فروش دارایی‌های شرکت، سیاست تقسیم سود، سیاست فروش محصولات و ... می‌باشد.
۸. در تئوری، کنترل، زمانی می‌تواند مصداق داشته باشد که امکان بهبود فعالیت‌های کسب و کار و افزایش سودآوری آن محتمل باشد. در صورتی مدیریت کسب و کار به نحو مطلوب، کسب کنترل لزوماً توأم با صرف کنترل نخواهد بود.
۹. روش ارزش‌گذاری معاملات مقایسه‌ای معمولاً بر اساس ارزش کل کسب و کار و در نتیجه ارزش کنترلی می‌باشند، در نتیجه در صورت استفاده از این ضرایب برای تخمین ارزش غیرکنترلی باید تعدیلات لازم انجام پذیرد.
۱۰. روش معاملات بورسی معمولاً بیانگر ارزش‌های غیرکنترلی سهام می‌باشند و لذا در تخمین ارزش کنترلی باید تعدیلات لازم را اعمال نمود.
۱۱. ارزش تخمینی با استفاده از مدل جریان نقد آزاد (FCF) و رویکردهای مبتنی بر بها بیانگر ارزش کنترلی کسب و کار خواهد بود.



جمهوری اسلامی ایران
سازمان برنامه و بودجه کشور



جمهوری اسلامی ایران

وزارت امور اقتصادی و دارایی



بایست جمهوری
سندت علمی و فناوری

شماره

تاریخ

پیوست

۱۲. ارزش گذار باید بین صرف کنترل و صرف هم افزایی تفکیک قائل شود. صرف هم افزایی ارزش مازاد قابل ایجاد در کسب و کار در اثر بهره گیری از پتانسیل های ادغامی دو کسب و کار از قبیل به اشتراک گذاری فناوری و مشتریان، پتانسیل های مالی، کانال های توزیع و فروش و ... ایجاد می شود.
۱۳. در مواقعی که گروهی از سهامداران اقلیت با اتفاق کنترل یک واحد تجاری را در دست دارند، لزومی به اعمال کسر اقلیت در ارزش تخمینی نخواهد بود.
۱۴. نقدشوندگی؛ امکان تبدیل یک دارایی به وجه نقد بدون کاهش معنی دار در ارزش بازار یا تخمینی آن می باشد.
۱۵. کسر نقدشوندگی؛ مبلغ یا درصد کاهش در ارزش تخمینی یا بازار دارایی به دلیل عدم وجود نقدشوندگی می باشد.
۱۶. صرف ها و کسرها باید به شیوه کاملاً مشخص در گزارش ارزش گذاری به تفکیک رویکردها و مدل های ارزش گذاری افشا و توضیح داده شوند.
۱۷. در مواقعی که اختیار نقدشوندگی سهام به سهامدار اقلیت واگذار شده باشد، کسر نقدشوندگی می تواند اعمال نشود و یا کم اعمال شود.
۱۸. کسر نقدشوندگی غالباً توأم با سهام غیرکنترلی است. کسر نقدشوندگی برای سهام غیرکنترلی غیربورسی معمولاً بیشتر از سهام غیرکنترلی بورسی است. به عبارت دیگر، سهام بورسی معمولاً غیرکنترلی و نقدشونده بوده و سهام غیربورسی کنترلی و غیرنقدشونده می باشد.
۱۹. روش ارزش گذاری شرکت های بورسی عمدتاً بر اساس اطلاعات معاملاتی سهام اقلیت مورد معامله شرکت ها در بورس ها بوده فلذا بیانگر سطح بالایی از نقدشوندگی و عدم کنترل می باشد.

فصل چهارم: ارزش گذاری دارایی های نامشهود

تعریف و انواع دارایی های نامشهود

۱. تعریف دارایی های نامشهود:
 - الف- دارایی نامشهود یک دارایی غیرپولی، قابل تشخیص و فاقد ماهیت عینی است. دارایی نامشهود ماهیت فیزیکی ندارد و حقوق و منافع اقتصادی برای دارنده خود ایجاد می کند.
 - ب- دارایی نامشهود باید نشان مشهود از قبیل؛ مجوز، سند، فهرست و ... داشته باشد.
 - پ- یک دارایی زمانی قابل تشخیص است که جداشدنی باشد یا از ترتیبات الزام آور حاصل شود و منافع اقتصادی آتی تحت کنترل داشته باشد.
 - ت- منظور از جداشدنی نیز آن است که بتوان آن را به منظور فروش، انتقال، اعطای حق امتیاز، اجاره یا مبادله از واحد تجاری جدا کرد.
 - ث- ترتیبات الزام آور نیز یعنی در اثر قراردادهای مکتوب یا نامکتوب یا حقوق قانونی ایجاد شده باشد. از نمونه قراردادهای نامکتوب می توان به روابط با مشتریان و تامین کنندگان اشاره نمود. بدین ترتیب عدم امکان اعمال و اجرای قانون شرط لازم کنترل دارایی نامشهود و نداشتن منافع اقتصادی نخواهد بود.
 - ج- ارزش دارایی های نامشهود معمولاً ناشی از حقوق، روابط، هم افزایی گروهی از دارایی های نامشهود و مالکیت معنوی ایجاد می شود.
 - چ- برخی از دارایی های نامشهود (همانند برند) می توانند ترکیبی از انواع طبقات دارایی های نامشهود را شامل شوند.



جمهوری اسلامی ایران
سازمان برنامه و بودجه کشور



جمهوری اسلامی ایران
وزارت امور اقتصادی و دارایی



بایست جمهوری
سازمان علمی و فناوری

شماره

تاریخ

پیوست

ح- دارایی‌های نامشهود می‌توانند در صورت‌های مالی شناسایی شوند یا شناسایی نشوند. از نمونه دارایی‌های نامشهود غیرقابل شناسایی در صورت‌های مالی می‌توان به برند واحد تجاری و لیست مشتریان اشاره نمود.

خ- برخی از دارایی‌های نامشهود از دیدگاه استانداردهای حسابداری قابل شناسایی نیستند و لیکن می‌توانند ارزش داشته باشند. باید توجه نمود که موجودیت دارایی‌های نامشهود به منزله ارزشمند بودن آنها نخواهد بود.

د- دارایی‌های نامشهود در بسیاری از مواقع مستندات قانونی محکمی ندارند و بر اساس توضیحات و ادعاهای مالک آن شناخته می‌شوند؛ لذا ارزش‌گذار باید توضیحات و شواهد کافی را در معرفی دارایی‌های نامشهود در گزارش خود ارائه نماید.

ذ- برخی از دارایی‌های نامشهود در هم تنیدگی دارند، که تحت این شرایط می‌بایست دارایی نامشهودی که محرک اصلی ارزش می‌باشد شناسایی شود و ارزش‌گذاری بر مبنای آن انجام پذیرد.

ر- سرقتی؛ منافع اقتصادی آتی ناشی از کسب و کار، منافع تجاری یا استفاده از گروهی از دارایی‌ها است که امکان تشخیص و شناسایی جداگانه آن‌ها وجود ندارد.

ز- ارزش سرقتی؛ مازاد ارزش تخصیصی به تمامی دارایی‌های مشهود، نامشهود و پولی پس از کسر هرگونه بدهی و تعهدات موجود و محتمل می‌باشد. در این مفهوم سرقتی می‌تواند منفی نیز باشد. معمولاً به صورت کسر ارزش تجاری از ارزش کلیه دارایی‌های مشهود، نامشهود و پولی قابل تشخیص، خالص از بدهی‌های واقعی یا احتمالی، اندازه‌گیری می‌شود. سرقتی اغلب به عنوان مازاد قیمت پرداخت شده در تحصیل واقعی یا محتمل شرکت بر ارزش سایر دارایی‌ها و بدهی‌های شناسایی شده شرکت نشان داده می‌شود.

ژ- سرقتی عمدتاً در برگیرنده عوامل و پتانسیل‌های مرتبط با ایجاد هم‌افزایی در ترکیب‌های تجاری، هم‌افزایی دارایی‌های ثابت مشهود و نامشهود با یکدیگر، احتمال توسعه کسب و کار به بازارهای جدید، احتمال خلق دارایی‌های نامشهود جدید از قبیل مشتریان و فناوری‌ها می‌باشد.

س- سرقتی در مفهوم ترکیب‌های تجاری می‌تواند در برگیرنده صرف‌های کنترل و هم‌افزایی باشد.

ش- سرقتی محل کسب و یا حق پیشه؛ حقی است که دارنده آن به جهت تقدم در اجاره، موقعیت یا جذب مشتری نسبت به محلی پیدا می‌کند. این حق در میان عموم مردم به عنوان سرقتی شناخته می‌شود که ماهیتی کاملاً متفاوت با سرقتی ناشی از ترکیب‌های تجاری را دارد و مطابق با استانداردهای حسابداری تحت عنوان سرقتی محل کسب شناخته می‌شود. سرقتی محل کسب نیز در زمره دارایی‌های نامشهود قرار می‌گیرد.

۲. انواع طبقات دارایی‌های نامشهود:

الف- دارایی‌های نامشهود مرتبط با بازاریابی؛ این دارایی‌ها برای مقاصد بازاریابی، ترویج محصولات و خدمات استفاده می‌شوند. نمونه‌های رایج عبارتند از علامت تجاری، دامنه اینترنتی، نام تجاری، طراحی خاص تجاری و برند.

ب- دارایی‌های نامشهود مرتبط با مشتری؛ این دسته شامل فهرست مشتریان، قرارداد با مشتریان و روابط قراردادی و غیرقراردادی با مشتریان از قبیل شبکه نمایندگی‌ها را شامل می‌شوند.

پ- دارایی‌های نامشهود مرتبط با هنر؛ این دسته از دارایی‌ها از حقوق ناشی از آثار هنری همانند کتاب و موسیقی و همچنین حفاظت‌های حق تالیف غیرقراردادی به دست می‌آیند.

ت- دارایی‌های نامشهود مرتبط با قرارداد؛ از حقوق مرتبط به توافقات قراردادی حاصل می‌شوند. به عنوان مثال مجوز و حق پخش و حق امتیاز، حق بهره برداری از منابع طبیعی، قراردادهای تامین و خوراک، قرارداد ارائه خدمات، قرارداد استخدای، قرارداد منع رقابت.

ث- دارایی‌های نامشهود مرتبط با فناوری؛ از حقوق قراردادی و غیرقراردادی استفاده از فناوری و دانش فنی ثبت اختراع شده یا نشده، پایگاه داده، نرم افزار، فرمول، طراحی، فرایند و دستور ساخت و تولید به دست می‌آیند.



رویکردهای ارزش گذاری دارایی های نامشهود

۱-۳. هر ۳ رویکرد اصلی ارزش گذاری، قابلیت استفاده در ارزش گذاری دارایی های نامشهود را دارند. لذا باید توجه داشت که به دلیل منحصر بفرد و خاص بودن دارایی های نامشهود اصولا استفاده از رویکردهای مبتنی بر بها و بازار در اولویت بعد از رویکردهای درآمدی قرار می گیرند. در واقع ارزش گذاری های نامشهود بسیار متکی به استفاده آتی از آن منافع است که ایجاد می کند و توانمندی واحد تجاری در بهره گیری از آن خواهد داشت.

۲-۳. دارایی های نامشهود بنابه تعریف، ماهیت نوآورانه دارند. بدین ترتیب در ارزش گذاری این دسته از دارایی ها بجای آنکه تمرکز بر انجام محاسبات و مدل سازی باشد باید بر وجود و حقوق و منافع محتمل آن تمرکز نمود.

۳-۳. چنانچه تحصیل دارایی نامشهود منجر به صرفه جویی مالیاتی ناشی از مستهلک کردن دارایی نامشهود گردد، باید این اثر در محاسبات ارزش لحاظ شود.

رویکرد بازار

الف- در رویکرد بازار، ارزش دارایی نامشهود از عوامل و پارامترهای بازار بدست می آید. استخراج و استنباط ارزش دارایی نامشهود از عوامل و ضرایب بازار می تواند به صورت غیرمستقیم یا ضمنی که با ترکیبی از دارایی های مشهود و نامشهود معامله می شوند بدست آید.

ب- تمامی ملاحظات مربوط به استفاده از رویکرد بازار برای ارزش گذاری کسب و کارها، باید در ارزش گذاری دارایی های نامشهود نیز رعایت شوند.

پ- بدلیل ماهیت کاملا متفاوت دارایی های نامشهود، در استفاده از رویکرد بازار باید احتیاط های لازم را بکار گرفت.

ت- در صورت استفاده از ضرایب یا قیمت های دارایی های مشابه، به منظور اعمال اثر تفاوت ویژگی های دارایی ها، ارزش گذار می تواند صرفا از تعدیلات کیفی استفاده نماید.

ث- عمده ملاحظات در انتخاب معاملات و دارایی های مشابه می توانند موارد زیر باشند:

۱- حقوق قانونی

۲- شرایط خاص اقتصادی

۳- نوع صنعت

۴- ویژگی های کارکردی دارایی

۵- ویژگی های فناورانه دارایی

۶- ویژگی های اقتصادی دارایی

۷- همراه بودن با سایر دارایی های نامشهود

ج- مواردی که در این رویکرد اغلب استفاده می شوند نیز عبارتند از:

● دامنه های اینترنتی

● باندهای رادیویی

● مجوزهای خطوط تاکسیرانی

چ- در این رویکرد تقریبا در اکثر موارد از معاملات دارایی های مشابه استفاده می شود و در بورس ها معمولا نمونه های قابل مقایسه معامله نمی شوند.

رویکرد درآمد



جمهوری اسلامی ایران
سازمان برنامه و بودجه کشور



جمهوری اسلامی ایران

وزارت امور اقتصادی و دارایی



سازمان برنامه و بودجه کشور
سازمان علمی و فناوری

شماره

تاریخ

پیوست

الف- عمده روش های رویکرد درآمد به نحوی طراحی شده اند که منافع اقتصادی (افزایش در جریان نقدی و یا کاهش در هزینه ها) مرتبط با دارایی های نامشهود را از کسب و کار یا سایر دارایی ها تفکیک نمایند.

ب- در رویکرد درآمدی باید به این نکته توجه شود که عمر دارایی نامشهود لزوماً با عمر کسب و کار یکسان نخواهد بود.

پ- موارد کاربرد رویکرد درآمد

● فناوری و دانش فنی

● دارایی های مرتبط با مشتری از قبیل سفارشات، قرارداد و روابط

● نام تجاری، آرم تجاری و برند

● مجوزهای عملیاتی از قبیل: فرانشیز، بازی و مجوز پخش

● توافق نامه های عدم رقابت

ت- روش های درآمد ارزش گذاری دارایی های نامشهود عبارتند از سود مازاد، صرف حق امتیاز، صرف سود و گرینفیلد.

● روش سود مازاد

۱. در این روش ارزش دارایی نامشهود به صورت ارزش فعلی جریان های نقدی قابل انتساب به دارایی نامشهود پس از کسر

قسمتی از جریان های نقدی که قابل انتساب به سایر دارایی های ضروری برای تولید جریان های نقدی می باشند، بدست می آید.

۲. این روش معمولاً مواقعی استفاده می شود که خریدار تمایل دارد ارزش را به تفکیک دارایی های مشهود و نامشهود بداند.

۳. این روش برای دارایی های نامشهود مرتبط با مشتری و فناوری های کلیدی مورد استفاده قرار می گیرد.

۴. این روش عمدتاً برای ارزش گذاری دارایی نامشهود اصلی شرکت استفاده می شود و لذا ضروری خواهد بود که ارزش سایر

دارایی های نامشهود که به آنها دارایی های کمکی گفته می شود به روش های مناسب برآورد شود.

۵. در این روش لازم است که بازده دارایی های کمکی (تحت عنوان متوسط موزون بازده دارایی ها) را بدست آوریم. برای

تخمین متوسط موزون بازده دارایی ها می توان نرخ بازده را به تفکیک دارایی ها بدست آورد و یا از نرخ بازده کسب و کار

مشابهی که فاقد دارایی نامشهود است و یا سهم دارایی نامشهود در آن کم است استفاده نمود.

۶. این روش را با ۲ حالت پیش بینی چند دوره ای و سرمایه ای کردن جریان های نقدی (نامحدود) می توان پیش بینی و

استفاده نمود.

۷. روش سرمایه ای کردن زمانی باید استفاده شود که دارایی نامشهود در حالت پایداری باشد و نرخ رشد، حاشیه سود و

سهم مشارکت یکنواختی را داشته باشد.

۸. از آنجا که اکثر دارایی های نامشهود عمری بیشتر از یک سال دارند و سهم مشارکت متغیر و الگوی نرخ رشد غیرخطی

دارند، لذا پیش بینی چند دوره ای ارجح تر است.

۹. گام های این روش به صورت زیر است:

الف- مبلغ و دوره زمانی عایدات آتی ناشی از دارایی های مشهود و نامشهود را پیش بینی کنید.

ب- مبلغ و دوره زمانی هزینه های مرتبط با دارایی های مشهود و نامشهود را برآورد کنید.

پ- هزینه ها را با توجه به مواردی که منجر به دارایی های نامشهود جدید می شوند تعدیل نمایید. حاشیه سود روش سود مازاد،

نسبت به حاشیه سود کلی کسب و کار بیشتر خواهد بود، چراکه این روش هزینه های مرتبط با تحقیق و توسعه برای

فناوری های جدید (نه فناوری موجود)، هزینه های بازاریابی و ... را کمتر در نظر می گیرد.

ت- دارایی های کمکی لازم برای درآمد و هزینه های پیش بینی شده را مشخص کنید. دارایی های کمکی معمولاً شامل سرمایه

در گردش، دارایی های ثابت، نیروی کار و سایر دارایی های نامشهود می باشند.



جمهوری اسلامی ایران
وزارت امور اقتصادی و دارایی



جمهوری اسلامی ایران
وزارت امور اقتصادی و دارایی



پایتخت جمهوری
سازمان امور مالیاتی

شماره

تاریخ

پیوست

ث- نرخ بازده مناسب هر دارایی کمکی را همراه با ریسک مرتبط با دارایی تعیین نمایید. به عنوان مثال دارایی‌های با ریسک کم همانند سرمایه در گردش نرخ بازده کم و دارایی‌های نامشهود و ماشین آلات تخصصی نرخ بازده بالا خواهند داشت.
ج- در هر دوره پیش‌بینی، نرخ بازده مورد انتظار دارایی‌های کمکی را از سود پیش‌بینی شده کسر نمایید تا به سود مازاد قابل انتساب به دارایی نامشهود برسید.
چ- نرخ تنزیل مناسب برای دارایی نامشهود و سود مازاد را تعیین نمایید.
ح- در صورت مصداق داشتن مزایای مالیاتی ناشی از دارایی نامشهود^۱، اثر آن را بر ارزش تخمینی اعمال نمایید.
۱۰. دارایی کمکی

الف- مخارج دارایی کمکی باید برای تمامی دارایی‌های مشهود و نامشهود فعلی و آتی و دارایی‌های مالی که در تولید جریان‌های نقدی سهمیه هستند، لحاظ شود. در صورتی که دارایی در چند خط کسب و کار مورد استفاده قرار می‌گیرد مخارج دارایی کمکی آن باید برای تمامی خطوط کسب و کار لحاظ شود.

ب- مخارج دارایی کمکی به غیر از نیروی کار تجهیز شده معمولاً روی سایر اجزا سرقتی اعمال نمی‌شود؛ مگر اینکه دلایل بسیار مستحکمی وجود داشته باشد.

پ- مخارج دارایی کمکی معمولاً بر مبنای بازدهی پس از مالیات منصفانه دارایی کمکی محاسبه می‌شود. بازده مناسب دارایی کمکی، بازدهی سرمایه‌گذاری است که فعالان بازار از دارایی انتظار دارند.

ت- برای دارایی‌های کمکی نامشهود که با استفاده از روش صرف امتیاز گذاری می‌شوند، مخارج دارایی کمکی باید برابر با صرف حق امتیاز باشد.

ث- این روش باید فقط برای یک دارایی نامشهود استفاده شود و اگر شرکت از دو دارایی نامشهود (به عنوان مثال فناوری و نام تجاری) برای تولید محصول استفاده کند، باید روش‌های ارزش‌گذاری این دارایی‌ها با یکدیگر متفاوت باشد.

روش صرف حق امتیاز

۱. در این روش ارزش دارایی نامشهود بر حسب صرفه جویی ناشی از عدم پرداخت حق امتیاز فرضی (اخذ مجوز دارایی نامشهود از طرف ثالث) که در اثر مالکیت دارایی ایجاد می‌شود تعیین می‌شود.

۲. این مدل عمدتاً برای ارزش‌گذاری علائم و نام‌های تجاری، حق اختراع، دستور ساخت و تولید و انواع فناوری استفاده می‌شود.

۳. مراحل این روش به شرح زیر می‌باشد:

الف- عایدی کسب و کار را با فرض داشتن دارایی نامشهود پیش‌بینی کنید.

ب- نرخ حق امتیاز مناسب را برای دارایی نامشهود تعیین کنید. دو رویکرد رایج برای تعیین نرخ حق امتیاز نرخ‌های رایج بازار و تقسیم منصفانه سود بین دارنده مجوز و گیرنده مجوز می‌باشد.

پ- با استفاده از نرخ حق امتیاز مرحله قبل، صرفه‌جویی‌های پرداختی حق امتیاز ناشی از مالکیت دارایی‌های نامشهود را محاسبه نمایید.

ت- هرگونه هزینه اضافی که مجوز گیرنده مسئول پرداخت آن است را برآورد نمایید. باید توجه شود که آیا نرخ حق امتیاز به صورت خالص یا ناخالص تعیین شده است یا خیر. چراکه در جریان‌های نقد مورد استفاده برای ارزش‌گذاری تاثیر خواهد داشت.

ث- چنانچه هزینه‌های فرضی و پرداخت‌های مربوط به حق امتیاز، مالیات‌پذیر هستند باید صرفه جویی مالیاتی ناشی از دارایی نامشهود در محاسبات لحاظ شوند.

^۱Tax Amortization Benefit



جمهوری اسلامی ایران
وزارت امور اقتصادی و دارایی

پایت جمهوری
سازت مل و ناری

بسی و ناری
ماتون بر نمره و و ناری

شماره

تاریخ

پیوست

ج- نرخ تنزیل مناسب را با دارایی نامشهود تعیین نموده و ارزش فعلی صرفه‌جویی ناشی از عدم پرداخت حق امتیاز دارایی نامشهود را محاسبه نمایید.

چ- در صورت مصداق داشتن مزایای مالیاتی ناشی از دارایی نامشهود، اثر آن را برای ارزش تخمینی اعمال نمایید.

۴. در تعیین نرخ حق امتیاز باید موارد زیر را در نظر گرفت:

الف- محیط رقابتی، اندازه بازار دارایی نامشهود، موجود بودن جایگزین‌های واقعی، تعداد رقبای محدودیت در ورود و هزینه‌های تغییر در تامین کنندگان و مشتریان.

ب- اهمیت دارایی نامشهود برای مالک.

پ- چرخه عمر دارایی نامشهود؛ منظور عمر اقتصادی و ریسک‌های مرتبط با آن.

ت- ملاحظات مربوط به محدودیت‌های جغرافیایی، نحوه پرداخت، پرداخت‌های مبتنی بر تحقق معیارهای کلیدی عملکرد، اختیارات خرید و فروش روی دارایی و ...

ث- ارزش‌گذار باید در تعیین نرخ حق امتیاز به سایر قراردادهای اعطای امتیاز مشابه رجوع نماید. در صورت عدم وجود و یا عدم مشابهت، نرخ سرانگشتی ۲۵٪ سود عملیاتی قابل استفاده خواهد بود. در عین حال ارزش‌گذار تعدیلات کمی و کیفی مرتبط با نرخ حق امتیاز را باید مدنظر قرار دهد.

روش صرف سود

۱. روش صرف سود، روش با و بدون نیز نامیده می‌شود.

۲. در این روش ارزش دارایی نامشهود با مقایسه دو سناریو بدست می‌آید؛ حالت اول با فرض استفاده کسب و کار از دارایی نامشهود و حالت دوم عدم استفاده کسب و کار از دارایی نامشهود.

۳. این روش عمدتاً برای ارزش‌گذاری برند، قراردادهای عدم رقابت، فناوری و فرایندها استفاده می‌شود.

۴. در این روش ارزش سود عملیاتی حاصل از استفاده از دارایی نامشهود برآورد می‌شود.

۵. مقایسه دو حالت می‌تواند به دو صورت انجام پذیرد:

• محاسبه ارزش کسب و کار در دو سناریو و ارزش دارایی نامشهود تفاوت ارزش دو سناریو خواهد بود.

• محاسبه تفاضل سود دو سناریو ارزش دارایی نامشهود، ارزش فعلی سودهای تفاضلی خواهد بود.

۶. مراحل این روش به شرح زیر است:

الف- جریان‌های نقد شرکت را با لحاظ سرمایه در گردش و مخارج سرمایه‌ای برای حالت وجود دارایی نامشهود محاسبه نمایید.

ب- با نرخ تنزیل مناسب ارزش فعلی جریان‌های نقد را محاسبه نمایید.

پ- جریان‌های نقد شرکت را با لحاظ سرمایه در گردش و مخارج سرمایه‌ای برای حالت بدون وجود دارایی نامشهود محاسبه نمایید.

ت- با نرخ تنزیل مناسب ارزش فعلی جریان‌های نقد را تخمین بزنید.

ث- تفاضل دو ارزش تخمینی، ارزش دارایی نامشهود خواهد بود.

ج- در صورت مصداق داشتن مزایای مالیاتی ناشی از دارایی نامشهود، اثر آن را برای ارزش تخمینی اعمال نمایید.

۷. تفاضل دو روش را می‌توان به صورت احتمالات موزون بدست آورد. به عنوان مثال این احتمال وجود دارد که حتی با نبود قرارداد عدم رقابت شرکت رقابت ننماید.

۸. همچنین تفاوت دو ارزش تنها می‌بایست ناشی از اثر جریان‌های نقد باشد و نه ناشی از نرخ‌های تنزیل.



جمهوری اسلامی ایران
سازمان امور اقتصادی و دارایی



جمهوری اسلامی ایران
وزارت امور اقتصادی و دارایی



جمهوری اسلامی ایران
سازمان امور اقتصادی و دارایی

شماره

تاریخ

پیوست

روش گرینفیلد

۱. در این روش ارزش دارایی نامشهود بدین صورت تخمین زده می‌شود که در پیش‌بینی جریان‌های نقدی فرض می‌شود که تنها دارایی شرکت، دارایی نامشهود است و مابقی دارایی‌ها باید خریداری، اجاره یا ساخته شوند. به عبارت دیگر، این روش زمانی استفاده می‌شود که دارایی نامشهود دارایی اصلی واحد تجاری باشد و قابل تفکیک از عملیات واحد تجاری نباشد.
۲. از نظر مفهومی این روش شبیه روش سود مازاد است، یعنی فرض می‌شود دارایی‌های کمکی باید خریداری و یا اجاره شوند. در محاسبه هزینه‌های دارایی‌های کمکی از روش بهای جایگزینی استفاده می‌شود و نه بازتولید.
۳. این روش معمولاً برای تخمین ارزش دارایی‌های نامشهود توانمندساز همانند قرارداد فرانشیز، حق انتشار و امتیاز پخش استفاده می‌شود.
۴. مراحل این روش به صورت زیر است:

- الف- جریان‌های نقد سرمایه در گردش و مخارج سرمایه‌ای مورد نیاز کسب و کار را با فرض وجود دارایی نامشهود پیش‌بینی نماید.
- ب- هزینه‌ها و زمان مورد نیاز برای تحصیل ساخت و یا اجاره سایر دارایی‌ها برای فعال شدن کسب و کار را محاسبه نماید.
- پ- با نرخ تنزیل مناسب ارزش فعلی شرکت را با تنها دارایی نامشهود بدست آورید.
- ت- در صورت مصداق داشتن مزایای مالیاتی ناشی از دارایی نامشهود، اثر آن را برای ارزش تخمینی اعمال نماید.

رویکرد بها

۱. در این رویکرد ارزش دارایی نامشهود بر اساس بهای جایگزینی دارایی مشابه (بهای تولید دارایی‌ای که خدمات، مطلوبیت و یا فایده مشابه را ارائه می‌کند) مشخص می‌شود.
 ۲. این رویکرد برای دارایی‌های نامشهودی که مستقیماً منبع ایجاد جریان نقد برای واحد تجاری نیستند و قابلیت جایگزینی راحتی را دارند استفاده می‌شود.
 ۳. این رویکرد زمانی استفاده می‌شود که سایر رویکردها قابلیت استفاده را نداشته باشند.
 ۴. دو روش جهت اجرای عملیاتی این رویکرد وجود دارد: جایگزینی و بازتولید (هزینه‌های تولید تاریخی).
 ۵. به دلیل نداشتن فرم فیزیکی برای عمده دارایی‌های نامشهود، مشخصاً روش جایگزینی در مقایسه با روش بازتولید رایج‌تر است.
 ۶. ملاحظات در استفاده از روش جایگزینی به شرح زیر می‌باشد:
- الف- در نظر گرفتن هزینه‌های مستقیم و غیرمستقیم همانند نیروی کار، مواد و سربار بسیار مهم است.
 - ب- لحاظ نمودن نابایی‌ها یا ناسازگاری‌های (اقتصادی) دارای نامشهود در دارایی‌های نامشهود نابایی فیزیکی و کارکردی مصداق ندارد. توجه نمایید که نابایی اقتصادی در اثر عوامل خارجی ایجاد می‌شود. عمده محرکه‌های نابایی اقتصادی عواملی از قبیل کاهش تقاضا، افزایش هزینه‌ها، افزایش رقابت و ... خواهد بود.
 - پ- لحاظ کردن حاشیه سود مورد انتظار در هزینه‌ها.
 - ت- لحاظ نمودن هزینه فرصت در صورت نیاز (هزینه‌های نداشتن دارایی نامشهود در طول دوره ایجاد آن).
 ۷. موارد کاربرد:

- نرم افزار خریداری شده از اشخاص ثالث
- نرم افزار تولید داخل و با استفاده داخلی غیرقابل فروش
- نیروی کار تجهیز شده (عمدتاً هزینه‌های جذب، آموزش و آماده سازی و ساماندهی نیروی کار)



جمهوری اسلامی ایران
سازمان امور اقتصادی و دارایی



جمهوری اسلامی ایران
وزارت امور اقتصادی و دارایی



جمهوری اسلامی ایران
سازمان امور اقتصادی و دارایی

شماره

تاریخ

پیوست

نرخ تنزیل و عمر دارایی‌های نامشهود

● تخمین نرخ تنزیل در دارایی‌های نامشهود

۱. در تعیین نرخ تنزیل برای دارایی‌های نامشهود اعمال قضاوت حرفه‌ای ناگزیر است.
۲. چنانچه هدف ارزش‌گذاری تخمین ارزش دارایی‌های مشهود و نامشهود به تفکیک باشد، بهتر است علاوه بر WACC متوسط موزون بازده دارایی‌ها^۱ (WARA) نیز محاسبه شود و نتیجه و اختلافات آن با WACC مقایسه و برطرف شود.
۳. در تخمین WARA دارایی‌ها را می‌توان در طبقات اصلی دارایی‌های ثابت، سرمایه در گردش، سرقفلی و دارایی‌های نامشهود قابل شناسایی قرار داد.
۴. در تخمین WARA بازده هر دارایی باید بر حسب ریسک‌های خاص آن دارای مورد تعدیل قرار گیرد.
۵. در تعیین نرخ تنزیل دارایی نامشهود باید موارد زیر را در نظر گرفت:
 - ب- دارایی نامشهود معمولاً ریسک بیشتری از دارایی مشهود دارد.
 - پ- اگر دارایی نامشهود کاملاً تخصصی برای استفاده جاری باشد در مقایسه با دارایی‌های با کاربرد چندگانه، ریسک بیشتری خواهد داشت.
 - ت- یک دارایی نامشهود ریسک بیشتری از مجموعه دارایی‌های نامشهود دارد.
 - ث- دارایی‌های نامشهود استفاده شده برای فعالیت‌های ریسکی (تحقیق و توسعه)، ریسک بیشتری از دارایی‌های که برای فعالیت‌های روتین (توزیع و فروش) استفاده می‌شوند دارند.
 - ج- دارایی‌های نامشهود با عمر زیاد ریسک بیشتری دارند.
 - چ- دارایی‌های نامشهود با امکان تخمین جریان نقد راحت‌تر (سفارشات مشتریان) در مقایسه با دارایی‌های نامشهود با امکان تخمین سخت‌تر جریان نقد (روابط با مشتریان) ریسک کمتری دارند.
۶. نرخ‌های مبنا برای تخمین نرخ تنزیل دارایی‌های نامشهود:
 - الف- نرخ بدون ریسک اوراق با سررسید مشابه با عمر دارایی نامشهود
 - ب- هزینه بدهی با سررسید مشابه با عمر دارایی نامشهود
 - پ- نرخ بازده مورد انتظار یا نرخ بازدهی مدنظر فعالان بازار برای دارایی مدنظر
 - ت- WACC مدنظر فعالان بازار برای دارایی نامشهود
 - ث- استفاده از IRR معاملات شرکت‌هایی که توأم با دارایی نامشهود بوده‌اند
 - ج- برای کسب و کارهایی که مشمول ارزش‌گذاری تمامی دارایی‌ها بوده‌اند، متوسط وزنی بازدهی دارایی‌ها به منظور اطمینان از منطقی بودن نرخ تنزیل انتخابی الزامی است.

● عمر دارایی‌های نامشهود

۱. از عوامل مهم در ارزش‌گذاری دارایی‌های نامشهود مخصوصاً در رویکرد درآمدی، عمر اقتصادی دارایی می‌باشد.
۲. عمر دارایی‌های نامشهود می‌تواند معین یا نامعین باشد.
۳. در تعیین عمر مفید دارایی نامشهود باید عوامل زیر را مدنظر قرار گیرد:
 - الف- استفاده مورد انتظار واحد تجاری
 - ب- چرخه عمر محصول
 - پ- ناپایی

^۱ Weighted Average Return on Assets

شماره

تاریخ

پیوست



جمهوری اسلامی ایران
سازمان امور اقتصادی و دارایی



جمهوری اسلامی ایران
وزارت امور اقتصادی و دارایی



جمهوری اسلامی ایران
سازمان امور اقتصادی و دارایی

ت- نوع صنعت و ثبات در آن

ث- اقدامات رقبا

ج- سطح مخارج نگهداری

چ- ارتباط عمر دارایی با عمر سایر دارایی‌های واحد تجاری

۴. عامل‌های قانونی، فناورانه، عملکردی و اقتصادی باید به صورت منفرد و بایکدیگر در تعیین عمر اقتصادی دارایی‌های نامشهود در نظر گرفته شود. به عنوان مثال عمر قانونی یک دارایی می‌تواند ۵ سال باشد و اما محصول رقبا در طی ۳ سال وارد بازار شود.

۵. عمر اقتصادی دارایی نامشهود می‌تواند متفاوت از عمر حسابداری یا مالیاتی دارایی باشد.

۶. در تعیین عمر دارایی نامشهود باید الگوی استفاده یا جایگزینی آن لحاظ شود. به عنوان مثال در تولید نرم افزار، نسخه‌های جدید به تدریج جایگزین نسخه‌های قبلی می‌شوند.

۷. برای دارایی‌های نامشهود مرتبط با مشتری، ریزش^۱ عامل کلیدی در تخمین عمر اقتصادی می‌باشد. منظور از ریزش، انتظار ناشی از دست دادن مشتری می‌باشد.

۸. در تخمین نرخ ریزش باید چرخه تولید و فروش کسب و کار را لحاظ نمود.

۹. روش‌های تاریخی تخمین ریزش

الف- نرخ ثابت؛ از دست دادن (درصدی از مانده سال قبل) در صورتی که این نرخ تابعی از مدت رابطه با مشتری نباشد.

ب- نرخ متغیر؛ در حالی که از دست دادن مشتری تابعی از مدت رابطه با مشتری باشد (از دست دادن متقاضیان جدیدتر با نرخ بیشتر)

پ- برحسب درصدی از درآمد یا تعداد مشتریان

ت- برحسب طبقه مشتریان (جغرافیایی، اندازه یا سایر ملاحظات)

ث- دوره‌ای که ریزش در نظر گرفته می‌شود می‌تواند متاثر از شرایط باشد.

^۱ Attrition