

معاونت علمی ریاست جمهوری

دستورالعمل اجرایی نحوه ارزش‌گذاری دارایی‌های نامشهود شرکت‌های دانش‌بنیان

عطف به جزء (ت) بند (۲) ماده (۶) آیین‌نامه حمایت از تولید، دانش‌بنیان و اشتغال‌آفرین در حوزه اقتصاد مصوبه شماره ۸۸۳۶۰/ت/۵۹۸۸۳ هـ مورخ ۱۴۰۱/۵/۲۶ هیئت وزیران

## فهرست مطالب

|         |   |
|---------|---|
| .....3  | فصل اول: چارچوب‌های کلی                 |
| .....3  | تعاریف                                  |
| .....4  | مبانی، اصول اخلاقی و محوری              |
| .....5  | واژه‌های تخصصی                          |
| .....9  | فصل دوم: دستورالعمل‌های عمومی ارزشگذاری |
| .....9  | دستورالعمل‌های فنی                      |
| .....12 | دستورالعمل‌های حرفه‌ای                  |
| .....15 | فصل سوم: رویکردهای عمومی ارزشگذاری      |
| .....15 | رویکرد بازار                            |
| .....20 | رویکرد درآمد                            |
| .....25 | رویکرد بها                              |
| .....32 | صرف و کسر                               |
| .....33 | فصل چهارم: ارزشگذاری دارایی‌های نامشهود |
| .....33 | تعریف و انواع دارایی‌های نامشهود        |
| .....35 | رویکردهای ارزشگذاری دارایی‌های نامشهود  |
| .....35 | رویکرد بازار                            |
| .....36 | رویکرد درآمد                            |
| .....40 | رویکرد بها                              |
| .....41 | نرخ تنزیل و عمر دارایی‌های نامشهود      |

## فصل اول: چارچوب‌های کلی

### تعاریف

۱. ارزش‌گذار/ ارزش‌گذاران. منظور اشخاص حقیقی و حقوقی دارای مجوز/پروانه فعالیت از مراجع صدور مجوز ارزش‌گذاری برای ارائه خدمات ارزش‌گذاری می‌باشند.
۲. مراجع صدور مجوز ارزش‌گذاری؛ معاونت علمی، فناوری و اقتصاد دانش‌بنیان و کانون کارشناسان رسمی دادگستری و سایر مراجع که مطابق قانون مرجع صدور مجوز ارزش‌گذاری می‌باشند.
۳. دستورالعمل؛ دستورالعمل اجرایی ارزش‌گذاری دارای نامشهود شرکت‌های دانش‌بنیان که براساس جزء (ت) بند (۲) ماده (۶) آیین‌نامه حمایت از تولید، دانش‌بنیان و اشتغال‌آفرین در حوزه اقتصاد، تصویب‌نامه شماره ۸۸۳۶۰/ت/۵۹۸۸۳ هـ مورخ ۱۴۰۱/۵/۲۶ هیئت وزیران، تصویب و ابلاغ گردیده است.

### مبانی، اصول اخلاقی و محوری

۱. استفاده‌کنندگان از گزارش‌های ارزش‌گذاری باید این اطمینان را داشته باشند که گزارش‌های توسط افراد با تجربه، دارای مهارت و بدون جانبداری و با یک رویکرد حرفه‌ای تهیه شده‌اند. در جهت تحقق این هدف، ارزش‌گذاران باید واجد شرایط و متعهد به اصول اخلاقی و حرفه‌ای زیر باشند:
  - الف- شخصیت؛ شخص حقیقی به عنوان ارزش‌گذار، باید نشان دهد که شخصیت موجه داشته و از شهرت خوبی برخوردار باشد.
  - ب- تعهد؛ ارزش‌گذار و موسسه ارزش‌گذاری باید پایبند به اصول اخلاق حرفه‌ای مورد تایید مراجع صدور مجوز ارزش‌گذاری و همچنین رویه‌های داخلی شرکت ارزش‌گذاری باشند.
  - پ- ارزش‌گذاران در صورتی می‌توانند ادعا نمایند که ارزش‌گذاری را طبق این دستورالعمل انجام داده‌اند که تمام دستورالعمل‌های عمومی ارزش‌گذاری مندرج در این دستورالعمل را در ارائه خدمات و تهیه گزارش‌های ارزش‌گذاری رعایت نمایند.
  - ت- صداقت؛ ارزش‌گذار باید در روابط کاری و ارائه قضاوت‌ها و تحلیل‌ها بدون جانبداری و بدون سوگیری و صادق باشد.
  - ث- صلاحیت؛ ارزش‌گذار باید مهارت، دانش و تجربه کافی را در حوزه ارزش‌گذاری داشته باشد و از تکنیک‌ها و روش‌ها و مدل‌های به روز در ارزش‌گذاری آگاهی داشته و بتواند از آنها استفاده کند.
  - ج- رازداری؛ ارزش‌گذار باید محرمانگی در افشا اطلاعات و روابط کاری متقاضیان و عدم استفاده از اطلاعات متقاضیان به نفع دیگری یا خود را رعایت نماید.
  - چ- رفتار حرفه‌ای؛ ارزش‌گذار برای ارتقا و حفظ اعتماد عمومی باید از اصول اخلاقی فوق‌الذکر پیروی کند و حداکثر تلاش خود را برای ارائه خدمات مناسب و به موقع با توجه به قوانین، مقررات و دستورالعمل به انجام برساند و در جهت حفظ منافع عمومی رفتار نماید و از اقداماتی که ممکن است اعتبار حرفه ارزش‌گذاری را مخدوش نماید، پرهیز کند.

### ۲. اصول محوری:

- الف- مبنای ارزش؛ ارزش‌گذار باید مبنای ارزش مناسب را برای موضوع ارزش‌گذاری انتخاب و در گزارش ارزش‌گذاری افشا نماید.

- ب- تاریخ ارزش‌گذاری؛ ارزش‌گذار باید تاریخ برآورد ارزش را در گزارش ارزش‌گذاری افشا نماید.
- ج- مفروضات ارزش‌گذاری؛ ارزش‌گذار باید مفروضات مهم و شرایط خاص یا غیرعادی مربوط به موضوع ارزش‌گذاری را به نحو مناسب در گزارش افشا نماید.
- د- استفاده موردنظر؛ ارزش‌گذار باید توصیف روشن و دقیقی از استفاده موردنظر از موضوع ارزش‌گذاری را در گزارش ارزش‌گذاری افشا نماید.
- ه- استفاده کنندگان؛ ارزش‌گذار باید استفاده کنندگان موردنظر گزارش ارزش‌گذاری را در گزارش افشا نماید.
- و- دامنه کار؛ ارزش‌گذاری باید دامنه و حدود کار را به نحو مناسب تعیین، اجرا و در گزارش افشا نماید.
- ذ- تشخیص موضوع ارزش‌گذاری؛ ارزش‌گذار باید آنچه که باید ارزش‌گذاری شود را به وضوح مشخص نماید.
- ح- داده‌ها؛ ارزش‌گذار باید از داده‌ها، اطلاعات و ورودی‌های مناسب و معتبر به شیوه‌ای روشن و شفاف در فرایند ارزش‌گذاری استفاده کند.
- ط- روش ارزش‌گذاری؛ ارزش‌گذار باید از روش‌های مناسب و معتبر برای تهیه گزارش ارزش‌گذاری استفاده نماید.
- ی- اطلاع رسانی؛ ارزش‌گذار باید تحلیل‌ها، نظرات و نتیجه‌گیری‌های ارزش‌گذاری را به شیوه‌ای واضح به استفاده کنندگان از ارزش‌گذاری انتقال دهد.
- ک- نگهداری سوابق؛ ارزش‌گذار باید یک نسخه از گزارش ارزش‌گذاری و سوابق کار ارزش‌گذاری را برای یک دوره مناسب نگهداری نماید.
۳. هدف دستورالعمل؛ اهداف اصلی از تدوین این دستورالعمل عبارتند از:
- الف- یکنواختی روش‌های ارزش‌گذاری در ارزش‌گذاری‌ها
- ب- یکسان‌سازی چارچوب‌های گزارش‌های ارزش‌گذاری
- پ- متناسب بودن مبانی قضاوت‌های ارزش‌گذاری با مفروضات فعالان بازارهای مالی
- ت- افزایش اعتماد و اطمینان استفاده کنندگان خدمات و گزارش‌های ارزش‌گذاری
۴. کاربردهای دستورالعمل؛ این دستورالعمل قابلیت کاربرد در ارزش‌گذاری کسب و کارها و دارایی‌های نامشهود شرکت‌های دانش‌بنیان و فناور را خواهد داشت.
۵. تاریخ لازم‌الاجرا شدن؛ از تاریخ ابلاغ، دستورالعمل لازم‌الاجرا خواهد بود.

### واژه‌های تخصصی

- واژه‌ها، اصطلاحات و مفاهیم تخصصی مورد استفاده در این دستورالعمل بوده و در تعریف آن‌ها هدف تعریف یا بازتعریف فنی واژه‌های حسابداری، مالی، حقوقی و یا ارزش‌گذاری نیست.
۱. ارزش‌گذاری؛ اقدام یا فرایند اظهارنظر در خصوص ارزش دارایی در یک تاریخ مشخص، ارزش‌گذاری بر مبنای این دستورالعمل و با استفاده از حداقل یک روش ارزش‌گذاری.
۲. دارایی؛ دارایی یا دارایی‌ها به طور کلی اشاره به واحد تجاری یا اقلامی دارد که موضوع ارزش‌گذاری هستند.
۳. واحد تجاری؛ واحد تجاری، شرکت یا کسب و کار، یک مجموعه یکپارچه از فعالیت‌ها و دارایی‌ها که این قابلیت را دارند که به قصد تامین کالا یا خدمات به متقاضیان، ایجاد درآمد از سرمایه‌گذاری (مانند سود سهام یا بهره)، یا ایجاد دیگر درآمدها از فعالیت‌های متداول، هدایت و مدیریت شوند.

۴. متقاضی؛ شخص حقیقی یا حقوقی که از خدمات شرکت ارزش‌گذاری استفاده می‌نماید.
۵. روش ارزش‌گذاری<sup>۱</sup>؛ برآورد ارزش با یکی از روش‌های زیرمجموعه رویکردهای ارزش‌گذاری.
۶. رویکرد ارزش‌گذاری<sup>۲</sup>؛ رویکردهای عام تعیین ارزش منصفانه یک کسب و کار یا دارایی که در ۳ عنوان: رویکرد بازار، رویکرد درآمد و رویکرد بها قرار می‌گیرند.
۷. تاریخ ارزش‌گذاری؛ تاریخی که دارایی ارزش‌گذاری می‌شود، به عبارت دیگر تاریخی که نظر ارزش‌گذار در خصوص دارایی تحت ارزش‌گذاری اعمال گردیده است.
۸. تاریخ گزارش ارزش‌گذاری؛ تاریخ تهیه گزارش ارزش‌گذاری است. اصولاً تاریخ تهیه گزارش ارزش‌گذاری بعد از تاریخ ارزش‌گذاری خواهد بود.
۹. عناصر ارزش؛ عناصر ارزش شامل: پیش فرض، مبنا و سطح ارزش است.
۱۰. پیش فرض ارزش؛ فرض اصلی در خصوص شرایط قابل اعمال برای موضوع تحت ارزش‌گذاری است. به عبارت دیگر، نحوه استفاده سرمایه‌گذار را از دارایی و پس از معامله مشخص می‌نماید.
۱۱. پیش فرض ارزش تابعی از مبنا و هدف ارزش‌گذاری و مهم‌ترین عامل در انتخاب رویکرد ارزش‌گذاری است.
۱۲. حداکثر حالت مطلوب استفاده از کسب و کار یا بهینگی کسب و کار، تعیین کننده پیش فرض ارزش خواهد بود.
۱۳. پیش فرض ارزش بر مبنای خواسته خریدار یا فروشنده تعیین نمی‌شود، بلکه بر اساس شرایط کسب و کار تعیین می‌شود.
۱۴. دو پیش فرض اصلی ارزش عبارتند از: فرض تداوم فعالیت و فرض توقف فعالیت.  
الف- فرض تداوم فعالیت: فرض تداوم عملیات واحد تجاری برای یک دوره طولانی مدت و قدرت ایجاد منافع آتی.  
ب- فرض توقف فعالیت: فرض عدم تداوم و انحلال فعالیت واحد تجاری.
۱۵. ارزش‌گذار ملزم است که مبنای ارزش<sup>۴</sup> را در فرایند ارزش‌گذاری انتخاب کند.
۱۶. مبنای ارزش، مقدمات بنیادی را مشخص می‌کند که ارزش باید بر اساس آن گزارش شود. مبنای ارزش در واقع تعریف ارزش مورد استفاده در ارزش‌گذاری است که مدل ارزش‌گذاری، داده‌ها، مفروضات و نظر نهایی در خصوص ارزش را تعیین خواهد کرد.  
الف- مبنای ارزش در این دستورالعمل می‌تواند ارزش منصفانه بازار، ارزش منصفانه، ارزش سرمایه‌گذاری و ارزش هم‌افزایی باشد.  
ب- ارزش منصفانه بازار؛ مبلغی برآوردی برای یک دارایی یا بدهی است که می‌تواند در تاریخ ارزش‌گذاری بین خریدار و فروشنده مایل به معامله تحت شرایط عادی پس از بازاریابی مناسب (مشارکت‌کنندگان کافی و زمان کافی در بازار) و با علم و آگاهی طرفین (در خصوص ماهیت دارایی) و بدون شرایط اجباری رد و بدل شود. در این مبنا، ارزش بدون اطلاع از ماهیت طرفین معامله و بدون توجه به منافع آن‌ها تعیین می‌شود. ارزش منصفانه بازار با توجه به عوامل بنیادی شرکت از قبیل: توان

<sup>۱</sup> Valuation Methods

<sup>۲</sup> Valuation Approaches

<sup>۳</sup> Premise of Value

<sup>۴</sup> Basis of Value or Standard of Value

سودآوری، ریسک‌ها، معاملات قبلی، شرایط صنعت و چشم‌اندازهای کلان اقتصادی و ... برآورد می‌شود.

پ- ارزش منصفانه؛ به این ارزش، ارزش مالکانه نیز می‌گویند. ارزش منصفانه، قیمتی است که بابت فروش دارایی یا انتقال یک بدهی در معامله‌ای متعارف بین فعالان بازار، در تاریخ اندازه‌گیری قابل دریافت یا قابل پرداخت خواهد بود. معمولاً ارزش مالکانه نقطه آغازین تعیین ارزش بازار است و وجه تمایز اصلی ارزش منصفانه با ارزش منصفانه بازار در این است که کسرهای مربوط به نقدشوندگی و کنترل اعمال نمی‌گردد. کاربرد ارزش منصفانه عمدتاً برای اختلافات شرکا و سهامداری، معاملات بین سهامداران فعلی و فوت شرکا می‌باشد.

ت- ارزش سرمایه‌گذاری؛ ارزش یک دارایی برای یک سرمایه‌گذار مشخص است. در تخمین ارزش سرمایه‌گذاری، شرایط و اهداف مالی متقاضی نیز در نظر گرفته می‌شود.

ث- ارزش هم‌افزایی؛ ارزش انتظاری ناشی از ترکیب دو و یا بیشتر از دو دارایی یا کسب و کار که بیشتر از مجموع تک تک آن‌ها باشد؛ چنانچه ارزش هم‌افزایی صرفاً برای یکی از طرفین معامله مصداق داشته باشد، تحت این شرایط ارزش هم‌افزایی متفاوت از ارزش منصفانه بازار خواهد بود.

۱۷. سطح ارزش؛ سطح ارزش اشاره به اندازه و ویژگی‌ها، کنترل و نقدشوندگی دارایی یا واحد تجاری تحت ارزش‌گذاری دارد.

۱۸. کنترل؛ کنترل عبارت است از توانایی هدایت و تصمیم‌گیری در خصوص سیاست‌های مالی و عملیاتی واحد تجاری.

۱۹. معامله عادی یا متعارف؛ معامله‌ای که طرفین در آن رابطه (همانند شرکت مادر و فرعی) یا وابستگی خاص بایکدیگر نداشته باشند و به اصطلاح معامله در روال عادی انجام پذیرد.

۲۰. نقدشوندگی؛ امکان تبدیل سریع یک دارایی یا واحد تجاری به وجه نقد با کمترین هزینه.

۲۱. معامله بلوکی؛ معاملاتی که به صورت عرفی حجم بزرگتری از سهام دارایی تحت ارزش‌گذاری را شامل می‌شوند و معمولاً به صورت خصوصی مذاکرات مربوط به معامله آن انجام می‌شود و به منظور کاهش یا جلوگیری از اثرات قیمتی بر معاملات عادی، خارج از سازوکارهای عادی بورس‌ها معامله می‌شوند.

۲۲. کسر فروش بلوکی؛ مبلغ یا درصد کاهش در قیمت‌های جاری بازار دارایی‌های معامله شونده در بازارهای مالی به دلیل عدم امکان فروش بلوکی از سهام در دوره زمانی مشخص با حجم معاملات عادی.

۲۳. واحد حساب<sup>۵</sup> (گروه ارقام)؛ منظور گروه ارقام تشکیل دهنده یک دارایی یا بدهی مشخص است که ارزش منصفانه آن تخمین زده می‌شود. واحد حساب در واقع مفهوم سطح تجمیع در استانداردهای حسابداری برای گزارشگری دارایی‌ها و بدهی‌ها است. واحد حساب بر مبنای استانداردهای حسابداری که سازگار با انتظارات فعالان بازار است تعیین می‌شود.

۲۴. فعالان بازار؛ خریداران و فروشندگان برای دارایی (یا بدهی) در بازار اصلی (بزرگترین و نقدشونده‌ترین) هستند که ویژگی‌های زیر را دارند:

<sup>۵</sup> Unit of Account

- الف- از یکدیگر مستقل اند، به عبارت دیگر طرفها مرتبط باهم نیستند.  
ب- باعلم و مطلع هستند، حداقل اطلاعات منطقی از سرمایه‌گذاری‌ها را دارند.  
پ- توانایی و اختیار ورود به معامله را دارند.
۲۵. ملاحظات مربوط به فعالان بازار که در ارزش‌گذاری باید در نظر گرفت:  
الف- ویژگی‌های مدنظر فعالان بازار در ارزش‌گذاری شرکت  
ب- نرخ بازده مورد انتظار فعالان بازار با توجه به ریسک و نقدشوندگی  
پ- اطلاعات مدنظر و نحوه برخورد در شرایط عدم وجود اطلاعات کامل  
ت- دوره نگهداری سرمایه‌گذاری و استراتژی‌های خروج  
ث- سایر عوامل مدنظر با اهمیت در خصوص قیمت‌های معاملاتی

## فصل دوم: دستورالعمل‌های عمومی ارزش‌گذاری

### دستورالعمل‌های فنی

۱. محتویات و چارچوب گزارش‌های ارزش‌گذاری؛ گزارش ارزش‌گذاری باید حداقل موارد زیر را دربرگیرد و اطلاعات زیر به نحو مناسبی ارائه گردد:
  - الف- خلاصه مدیریتی
  - ب- حدود کار
  - پ- هدف از گزارش
  - ت- تاریخ ارزش‌گذاری، تاریخ گزارش و تاریخ اعتبار گزارش
  - ث- ماهیت کسب و کار، معرفی و تاریخچه آن
  - ج- رویکردهای ارزش‌گذاری
  - چ- داده‌های اصلی و مفروضات
  - ح- رویه‌های حسابداری
  - خ- صورت‌های مالی تاریخی همراه با تحلیل
  - د- معرفی صنعت و چشم‌انداز اقتصاد و صنعت
  - ذ- ظرفیت‌ها و خطوط کسب و کاری اصلی شرکت
  - ر- منابع اطلاعاتی مورد استفاده (مخصوصاً اطلاعاتی که توسط متقاضی ارائه نشده است)
  - ز- دارایی‌ها و بدهی‌های اصلی داخل و خارج از صورت وضعیت مالی شرکت
  - ژ- ارزش تخمینی و نتیجه‌گیری از ارزش تخمینی همراه با دلایل
  - س- بررسی و اطمینان از احراز مالکیت، اختیار قانونی و اعتبار دارایی‌های تحت ارزش‌گذاری
  - ش- ملاحظات در خصوص موارد ابهامی مهم
  - ص- هرگونه محدودیت تعیین شده یا مورد توافق با متقاضی
  - ض- محدودیت‌های فرایند ارزش‌گذاری
  - ط- مفروضات بااهمیت و خاص
  - ظ- عبارت "داشتن" یا "نداشتن منافع مالی"
  - ع- الزام یا عدم الزام بروزرسانی گزارش
  - غ- افشا مبانی حق الزحمه و هرگونه حق الزحمه مشروط احتمالی
  - ف- صلاحیت‌های تخصصی شخص یا اشخاص تهیه کننده گزارش
  - ق- امضا و نام شخص مسئول تهیه گزارش
۲. حدود کار؛ حدود کار یا خدمات باید توسط ارزش‌گذار قبل از تهیه گزارش به متقاضی توضیح داده شود و هدف ارزش‌گذاری و مسئولیت‌های طرفین را مشخص شود. ارزش‌گذار باید مطمئن شود که نیازمندی‌های متقاضی را کاملاً متوجه شده است. بدین منظور در فرایند ارزش‌گذاری، فرمت گزارش باید به اطلاع متقاضی رسانیده شود. موارد مهم نیز در حدود کار ارزش‌گذاری عبارتند از:
  - الف- هویت ارزش‌گذار/ارزش‌گذاران
  - ب- هویت متقاضی
  - پ- هویت استفاده‌کنندگان از گزارش
  - ت- ارز مورد گزارشگری و نرخ تسعیر استفاده شده در ارزش‌گذاری
  - ث- مبنای ارزش



ج- تاریخ ارزش‌گذاری و تاریخ گزارش

چ- دارایی تحت ارزش‌گذاری

ح- هدف از ارزش‌گذاری

خ- فرمت گزارش

د- راه‌های ارتباطی با متقاضی

ذ- میزان و درصد سهام مدنظر برای فروش/خرید

ر- محدودیت استفاده و انتشار گزارش

ز- دستورالعمل‌های حاکم بر تهیه گزارش

ژ- مبنای حق الزحمه دریافتی

س- مجوز موسسه ارزش‌گذاری

۳. اطلاعات مورد نیاز برای شناخت کسب و کار؛ به منظور تهیه گزارش ارزش‌گذاری،

ارزش‌گذار باید شناخت کافی از ماهیت کسب و کار و صنعت آن همراه با رقبا، ریسک‌ها

و تهدیدها، روندها و محدودیت‌ها داشته باشد. نمونه و حداقل اطلاعات مورد بررسی

جهت تهیه گزارش ارزش‌گذاری به شرح زیر است:

الف- آخرین صورت‌های مالی همراه با جزئیات تاریخی و پیش‌بینی آتی (در صورت

تخصیص وزنی بیشتر به رویکرد بها نسبت به سایر رویکردها در ارزش‌گذاری، باید از

صورت‌های مالی حسابرسی شده استفاده شود.)

ب- تاریخچه کسب و کار

پ- فهرست و گواهی‌های دارایی‌های نامشهود و قراردادهای مربوطه

ت- اساسنامه و توافقنامه سهامداری

ث- فعالیت‌های دقیق کسب و کار همراه با زیرمجموعه‌ها

ج- انواع طبقات سهامداری

چ- گزارش‌های ارزش‌گذاری قبلی

ح- محصولات شرکت

خ- رقبای شرکت

د- محدودیت‌ها و تهدیدهای موجود در بازار محصولات شرکت

ذ- اتحادهای استراتژیک شرکت و رقبا

ر- متقاضیان و تامین‌کنندگان اصلی

ز- صنعت و تاثیر آن بر کسب و کار

ژ- رویه‌های حسابداری

س- نقاط قوت و ضعف، فرصت‌ها و تهدیدها

ش- عامل‌های کلیدی بازار (انحصار و سهم بازار)

ص- مخارج سرمایه‌ای اصلی آتی

ض- روندهای فصلی

ط- تغییرات فناورانه

ظ- قراردادهای تامین مواد اولیه

ع- هرگونه ادغام و تحصیل اخیر در صنعت

غ- هرگونه تغییر عمده در کسب و کار بین تاریخ ارزش‌گذاری و تاریخ صورت‌های مالی

ف- پیشنهادهای خرید کسب و کار

ق- فعالیت‌های تحقیق و توسعه شرکت

ک- قراردادهای عدم افشا، آموزش و جبران خدمت

۴. رویکردها و مدل‌های ارزش‌گذاری؛ ارزش‌گذار باید از تمامی رویکردهای ارزش‌گذاری جهت تخمین ارزش شرکت استفاده نماید و در صورت عدم استفاده از این رویکردها، باید دلایل آن عنوان شود. رویکرد اصلی ارزش‌گذاری عبارتند از؛ بازار، درآمد و بها.
- الف- ارزش‌گذار مسئولیت انتخاب رویکرد ارزش‌گذاری را برعهده دارد.
- ب- انتخاب رویکرد ارزش‌گذاری باید حداقل بر اساس معیارهای زیر انجام پذیرد:
- ۱) مبنای ارزش صحیح و فرضیات حاکم بر استفاده از آن
  - ۲) مزایا و معایب و کاربرد هر رویکرد
  - ۳) تناسب مدل ارزش‌گذاری با ماهیت دارایی و بازار آن
  - ۴) دسترسی به اطلاعات
  - ۵) هدف و استفاده‌کننده مدنظر
  - ۶) مقررات اجباری
- پ- اگر تخمین انجام شده توسط یک روش با بقیه روش‌ها متفاوت باشد باید دلایل آن تبیین و شناسایی شود.
- ت- اگر از رویکرد یا مدل رایجی استفاده نمی‌شود باید دلایل آن ذکر شود.
- ث- شناسایی کسب و کار (استراتژی، محصول، صنعت، متقاضی، مرحله عمر و ...)
- و استخراج و احصاء مفروضات و قضاوت خبرگان مطلع در خصوص شرکت، قبل از ارزش‌گذاری دو بُعد کاملاً مهم فرایند ارزش‌گذاری می‌باشند که باید توسط ارزش‌گذار انجام پذیرد.
- ج- از آنجاکه مرحله توسعه کسب و کار بر ارزش تخمینی تاثیر دارد ارزش‌گذار باید رابطه بین ارزش، روش ارزش‌گذاری و مراحل توسعه (عمر) کسب و کار را در نظر بگیرد.
- چ- بسته به مرحله کسب و کار، برخی از تکنیک‌های ارزش‌گذاری مناسب تر خواهند بود.
- ح- در صورت وزندهی زیاد به روش یا رویکردی، باید دلایل آن ذکر شود.
- خ- روش ارزش‌گذاری مورداستفاده فارغ از نوع روش، باید سازگار با شرایط سرمایه‌گذاری همراه با بکارگیری داده‌های منطقی جاری بازار و مفروضات فعالان بازار باشد.
۵. تدوین و افشا مفروضات؛ ارزش‌گذار باید به نحو مناسبی مفروضات اصلی و مهم ارزش‌گذاری را افشا نماید.
- الف- تمامی مفروضات اعم از مفروضات پیش‌بینی عملکرد شرکت، مفروضات مربوط به برآوردهای نرخ رشد و هزینه سرمایه، شرایط کلان اقتصادی و صنعت و موارد مشابه باید در متن اصلی گزارش و تحت عنوان و بخش مجزا ذکر شود.
- ب- اگر مواردی بنابه درخواست متقاضی نباید در گزارش باشد، باید حتماً در قسمت حدود کار افشا شود؛ در غیراینصورت گزارش بر مبنای دستورالعمل تهیه نشده است.
- پ- ارزش‌گذار باید در خصوص تمامی مفروضات پیش‌بینی عملکرد با متقاضی تبادل نظر نماید و در صورت وجود اختلاف نظر با اهمیت، موارد را در گزارش افشا نماید.
- ت- مفروضات خاصی که توسط متقاضی اعلام می‌گردد اگر ارزش‌گذار آن را غیرواقعی و یا غیرمنطقی بداند باید آنرا رد کند.
- ث- ارزش‌گذار باید هرگونه مواردی که منجر به عدم اطمینان با اهمیت در ارزش‌گذاری می‌گردد را افشا نماید. این موارد متفاوت از ریسک عمومی شرایط بازار یا جریان‌های نقدی پیش‌بینی شده است.

- ج- کلیه مواردی که ارزش‌گذار در خصوص آنها ابهام و نااطمینانی دارد و برای آنها داده‌های تجربی وجود ندارد و یا برآورد کمی برای آنها امکان پذیر نیست را باید به صورت کیفی و یا به صورت تحلیل حساسیت در گزارش افشا نماید.
- چ- چنانچه ارزش‌گذار هرگونه محدودیت مورد توافق یا عدم توافق با اهمیتی در دسترسی به ارزش‌گذاری داده‌ها و مفروضات داشته باشد، نباید اعلام شود که گزارش را بر مبنای دستورالعمل جاری تهیه نموده است.
- ح- اگر شرکت به یک متقاضی مجموعه‌ای از گزارش‌ها را در بازه‌های زمانی مشخص ارائه می‌کند این موضوع باید در گزارش افشا شود.
- خ- در صورت وجود شواهدی مبنی بر غیرقابل اتکا بودن اطلاعات دریافتی (اطلاعات و گزارش‌های دریافتی از اشخاص ثالث)، موارد باید به نحو مناسب در گزارش افشا گردد.
- د- ارزش‌گذار باید مراحل منطقی را برای تعیین و یافتن اطلاعات موردنیاز ارزش‌گذاری پیگیری نماید و اطلاعات مورد استفاده برای تهیه گزارش را به متقاضی اطلاع دهد و اگر اطلاعات مشخص نباشد مفروضات مورد استفاده را بیان نماید.
- ذ- ارزش‌گذار باید رویدادهای بااهمیت تاثیرگذار بر ارزش شرکت را بین مقطع تاریخ گزارش ارزش‌گذاری و تاریخ ارزش‌گذاری را افشا نماید.
۶. مستندسازی، بایگانی و نگهداری اسناد، مدارک و گزارش‌های ارزش‌گذاری؛  
در بایگانی و نگهداری اسناد و مدارک مرتبط با موضوع ارزش‌گذاری، باید موارد زیر مدنظر قرار گیرد:
- الف- گزارش ارزش‌گذاری (نسخ پیش‌نویس و نهایی) همراه با مستندات و فرایند انجام کار باید برای ارجاعات نظارتی، قضایی و حل و بررسی اختلافات، بایگانی و به مدت ۵ سال نگهداری شوند.
- ب- یک نسخه از اصل فایل و گزارش ارزش‌گذاری، اطلاعات و مکاتبات با متقاضی و نیز سایر اطلاعات با اهمیت باید تا ۵ سال نگهداری شود.
- پ- تمامی بررسی‌ها باید همراه با جزئیات نگهداری شوند.
- ت- تمامی اسناد و مدارک مهم دریافتی از متقاضی باید حداقل تا ۵ سال نگهداری شوند.
- ث- ارزش‌گذار باید اطلاعات و شواهد کافی را برای هدف ارزش‌گذاری دریافت و مورد بررسی و تحلیل قرار دهد.
- ج- راه‌های ارتباطی ارزش‌گذار با متقاضی باید در بخش حدود کار مشخص شده و به صراحت مورد توافق قرار گیرد.

## دستورالعمل‌های حرفه‌ای

### ۱. تطبیق؛

- الف- تمامی ارزش‌گذاران، چه آنهایی که گزارش ارزش‌گذاری را به صورت حقیقی و چه آنهایی که برای شرکت‌های عضو تهیه می‌کنند، باید برحسب این دستورالعمل عمل نمایند و به مفاد آن پایبند باشند.
- ب- گزارش ارزش‌گذاری باید توسط ارزش‌گذار صاحب صلاحیت تهیه و توسط ارزش‌گذار و موسسه ارزش‌گذاری دارای مجوز با ذکر نام امضاءکننده (ها)، مهر و امضاء گردد، در غیر این صورت گزارش بر مبنای این دستورالعمل تهیه نشده است.
- پ- ساختار و محتوای گزارش ارزش‌گذاری باید الزامات تعیین شده در این دستورالعمل را رعایت کند.

## ۲. روابط با متقاضیان؛

الف- هیچیک از ارزش‌گذاران نباید مشاوره یا گزارش به متقاضیانی که با آنها تضاد منافع دارند ارائه دهند.

ب- در صورت وجود درخواست مشترک از طرف شرکت‌های با مالکیت یکسان، تمامی متقاضیان باید به عنوان یک متقاضی تلقی و افشا شوند.

پ- چنانچه شرکت برای رقبا (متقاضیان دارای تضاد منافع) گزارش تهیه می‌کند باید کارشناس یا گروه کارشناسان کاملاً از هم منفک برای تهیه گزارش تخصیص دهد و اطلاعات رقبا بین هم رد و بدل نشود.

ت- همکاری قبلی (عمدتاً در جهت رفع تضاد منافع) بین متقاضی و ارزش‌گذار و شرکت باید افشا شود.

ث- اگر شرکت قبلاً گزارشی را برای متقاضی تهیه نموده باید زمان و اطلاعات کارشناس، هدف و محل انتشار آن در گزارش جدید مشخص شود.

ج- هرگونه ارتباط با اهمیت ارزش‌گذار و شرکت با شرکت تحت ارزش‌گذاری که می‌تواند توانایی ارائه نظر غیرجانبدارانه وی را تحت تاثیر قرار دهد باید افشا شود.

چ- در مواقعی که برای خریدار و فروشنده در همان معامله یا رقبا در یک معامله، مشاوره داده می‌شود، ارزش‌گذار باید به صراحت جمله‌ای را ذکر نماید که مضمون آن نشان‌دهنده استقلال کامل وی و عدم جانبداری در گزارش تهیه شده باشد.

ح- تمامی ارزش‌گذاران باید نسبت به حفظ محرمانگی اطلاعات متقاضیان خود اقدام نمایند.

## ۳. اصول اخلاقی اظهارنظر و الزامات افشا؛

۱) تمامی ارزش‌گذاران باید دانش، تجربه، مهارت و توانایی قضاوت کافی برای کار پذیرفته شده را داشته باشند و همواره باید به صورت حرفه‌ای و اخلاقی رفتار نموده و از هرگونه جانبداری، تاثیر نامناسب و تضاد منافع پرهیز نمایند، در غیراینصورت نباید مسئولیت تهیه گزارش را بر عهده بگیرند.

۲) ارزش‌گذاری و بررسی مدارک باید تا حدی انجام شود که ارزش‌گذاری انجام شده برای هدف مدنظر به حد کافی حرفه‌ای باشد.

۳) ارزش‌گذار باید از شرایط اقتصادی جاری (سیاست‌های دولت، نرخ‌های تورم، ارز و بهره، شرایط سیاسی)، شرایط بازارهای مالی و روندهای صنعت آگاه باشد.

۴) اگر اطلاعاتی از طریق سایر اشخاص در اختیار ارزش‌گذار قرار می‌گیرد، وظیفه ارزش‌گذار است که در مورد اعتبار و صحت آنها ارزیابی‌های لازم را انجام داده و در صورت غیر قابل اتکا بودن آن، مورد استفاده قرار نگیرد.

۵) ارزش‌گذار بدون آگاهی کامل از کسب و کار و تاریخچه آن نباید گزارش تهیه کند.

۶) ارزش‌گذار می‌تواند با مسئولیت خود در انجام فرایند ارزش‌گذاری از نظرات اشخاص متخصص استفاده نماید و در صورت استفاده موثر باید اسامی اشخاص مذکور را با ذکر تخصص در گزارش افشا نماید. در هر صورت مسئولیت نهایی گزارش به تنهایی با ارزش‌گذار است.

- ۷) موسسه ارزش‌گذاری باید سیاست‌های نظارت، گردش شغلی، فرآیند ارزش‌گذاری و کیفیت کار کارشناسان خود را در تارنمای خود افشا عمومی نماید.
- ۸) موسسه ارزش‌گذاری باید فرایندهای کاری و ارتباطی خود را با متقاضیان افشا عمومی نماید.
- ۹) در خصوص گزارش‌هایی که افشا عمومی می‌شوند ارزش‌گذار نباید اظهارنظر کند مگر آنکه تمامی اطلاعات در دسترس و در اختیار ایشان باشد.
- ۱۰) ارزش‌گذار باید مطمئن شود که اطلاعات کافی برای اظهارنظر حرفه‌ای بسته به مبنای ارزش، گردآوری شده است.
- ۱۱) اگر قرار باشد ارزش‌گذاری بر مبنای اطلاعات ناقص تهیه شود، باید در قسمت حدود کار افشا شود.
- ۱۲) گزارش باید به طور صریح و واضح به نتیجه‌گیری پردازد و مبهم و گمراه‌کننده نباشد. در صورت نیاز، ارزش‌گذار باید به مواردی که درجه اطمینان گزارش را تحت تاثیر قرار می‌دهد اشاره کند.
- ۱۳) در گزارش ارزش‌گذاری تمامی موضوعات مورد توافق (حدود کار) با متقاضی باید بیان شود.
- ۱۴) تمامی گزارش‌های ارزش‌گذاری باید جملاتی با محتوای زیر را داشته باشند:
- الف- گواهی می‌نمایم که اظهارنظر من در این گزارش برحسب دانش و باور واقعی اینجانب می‌باشد.
- ب- اینجانب هیچگونه منافع جاری و یا آتی در دارایی/شرکت تحت ارزش‌گذاری ندارم و در صورت وجود در گزارش افشا شده است.
- پ- اینجانب هیچگونه منافع شخصی با طرفین درگیر در گزارش ارزش‌گذاری ندارم و در صورت وجود در گزارش افشا شده است.
- ت- پذیرش مسئولیت تهیه این گزارش توسط اینجانب منوط به تعیین یا گزارش نتایج خاصی نبوده است.
- ث- گواهی می‌نمایم که عمده محتویات گزارش توسط و با مسئولیت اینجانب تهیه شده و هیچ شخصی نقش اساسی و تعیین کننده‌ای در تهیه گزارش نداشته و در صورت استفاده از گزارش‌ها و تحلیل‌های اشخاص ثالث، موارد و ارجاعات در گزارش ارائه شده است.
- ج- گواهی می‌نمایم که حق الزحمه تعیین شده برای تهیه این گزارش منوط به ذکر مطالب خاص، گزارش ارزش یا قیمت مشخص یا اظهارنظر خاصی نبوده است.
- چ- تحلیل‌ها، نظرات و نتیجه‌گیری‌های اینجانب در این گزارش مبتنی بر اصول و ضوابط تخصصی و حرفه‌ای و در انطباق با استانداردهای فنی و حرفه‌ای مصوب مراجع صدور ارزش‌گذاری معاونت علمی ریاست جمهوری ارائه شده است.

## فصل سوم: رویکردهای عمومی ارزش‌گذاری

رویکردهای عمومی ارزش‌گذاری شامل؛ بازار<sup>۶</sup>، درآمد<sup>۷</sup> و بها<sup>۸</sup> می‌باشند که قابلیت کاربرد را در تمامی انواع دارایی‌ها و واحدهای تجاری دارند.

### رویکرد بازار

۱. معرفی رویکرد
  ۲. موارد کاربرد
  ۳. شرایط استفاده و بکارگیری
  ۴. مدل‌ها
  ۵. تعدیلات کمی و کیفی
۱. معرفی رویکرد؛ رویکرد بازار، رویکرد ضرایب و نسبی نیز نامیده می‌شود. در این رویکرد ارزش دارایی/واحد تجاری از حاصلضرب یک معیار (متغیر) مالی یا عملیاتی (معیارهای صنعت) واحد تجاری، در یک ضریب استخراج شده از دارایی‌ها/شرکت‌های (همتا) بدست می‌آید.
- ۱.۲ از نمونه ضرایب رایج می‌توان به ضریب  $P/E^9$ ،  $EV/EBIDTA^{10}$ ،  $MV/S^{11}$  و ... اشاره نمود.
۲. موارد کاربرد؛ رویکرد بازار می‌بایست با توجه به شرایط زیر مورد استفاده قرار گیرد:
- الف- دارایی موضوع ارزش‌گذاری یا دارایی‌های مشابه در بورس‌ها معامله شوند.
- ب- معاملات قابل مشاهده متوالی از دارایی‌های مشابه وجود داشته باشد.
- پ- اگر شرکتی سودآور نباشد و یا سودآوری کم داشته باشد استفاده از رویکرد بازار مناسب نخواهد بود، اما جهت تخمین ارزش پایانی می‌تواند استفاده شود.
- ت- اگر دارایی فاقد جریان‌های نقدی فعال باشد، می‌توان به روش بازار ارزش‌گذاری نمود. (همانند آثار هنری)
- ث- رویکرد بازار بیشتر زمانی مورد استفاده قرار می‌گیرد که پیش‌بینی جریان‌های نقد آتی شرکت بسیار مشکل و پیچیده باشد.
۳. شرایط استفاده و بکارگیری؛ در تعیین ضرایب برای تخمین ارزش، ارزش‌گذار باید موارد زیر را در نظر بگیرد:
- الف- برداشت و انتظارات فعالان بازار در ضرایب انتخابی لحاظ شود.
- ب- برای شرکت‌هایی که در مراحل اولیه توسعه یا ایجاد هستند و یا زیان ده می‌باشند، می‌توان از ضرایب (درآمد/سودهای) پیش‌بینی شده استفاده نمود.
- پ- پایدار بودن<sup>۱۲</sup> سود یا درآمد باید توسط ارزش‌گذار در استفاده از ضرایب احصاء شود.

<sup>۶</sup> Market Approach

<sup>۷</sup> Income Approach

<sup>۸</sup> Cost Approach

<sup>۱۱</sup> Maintainable

<sup>۹</sup> قیمت هر سهم به سود هر سهم  
<sup>۱۰</sup> ارزش بنگاه به سود قبل از بهر، مالیات و استهلاک  
<sup>۱۱</sup> ارزش بازار حقوق مالکانه به فروش یا درآمد شرکت

ت- وظیفه ارزش‌گذار است که بین قابل اتکا بودن<sup>۱۳</sup> و مرتبط بودن<sup>۱۴</sup> درآمد/سود یک توازن ایجاد کند. بدین معنی که داده‌های تاریخی و حسابرسی شده از قابلیت اتکای بالاتری برخوردار بوده و داده‌های پیش‌بینی شده و مظنه‌های بازار از ارتباط بیشتری با درآمد/سود برخوردار است. علاوه بر دسترسی به داده‌ها، قاعده انتظارات فعالان بازار نیز در ایجاد این توازن می‌تواند معیار مناسبی باشد.

ث- اینکه ضرایب چه مقطعی توسط ارزش‌گذار جهت ارزش‌گذاری انتخاب شود باید بر اساس قاعده پایداری عایدات (سود/درآمد) و حتی الامکان نبود (یا تعدیل) اثر فعالیت‌های تکرارناپذیر و غیرعملیاتی باشد.

ج- برای شرکتی که سودآوری پایداری دارد، استفاده از ضرایب مبتنی بر سود مناسب‌تر است.

چ- برای شرکت‌هایی که هنوز به سودآوری پایدار نرسیده‌اند، ضرایب مبتنی بر درآمد مناسب‌تر هستند.

ح- استفاده از ضرایب آینده‌نگر یا تاریخی منوط به وضعیت سودآوری و میزان رشد شرکت می‌باشد. اگر شرکت سودآور نباشد و دارای رشد بالا باشد، ضرایب آینده‌نگر ارجح‌تر هستند.

خ- استفاده از متغیرهای آینده‌نگر تنها زمانی مجاز است که ضرایب مورد استفاده (بدست آمده از گروه هم‌تا) نیز آینده‌نگر باشند.

د- اگر ضرایب مختلف، تخمین‌های متفاوتی از ارزش داشته باشند، ضریبی که منطقی‌تر است باید وزن بیشتری داشته باشد.

ذ- در رویکرد بازار، فرض بر این است که متغیرها یا معیارهای مورد استفاده نرمال شده‌اند و در واقع سطح نرمالی از عملیات آتی شرکت را نمایش می‌دهند.

ر- در انتخاب شرکت‌های هم‌تا داده‌های پرت (ضرایب شرکت‌های غیرعادی) در محاسبه متوسط‌ها باید از محاسبات حذف شوند.

ز- در کل ضرایبی که پراکندگی کمتری دارند، بهتر از ضرایبی هستند که پراکندگی بیشتر دارند. (اولویت با ضرایبی که از پراکندگی پایین‌تری برخوردار هستند)

ژ- در صورت استفاده از چند ضریب، ضریب‌ها باید وزندهی شوند. پیشنهاد می‌شود که تمامی ضرایب با وزن غیریکسان مورد استفاده قرار گیرند. بهتر است ضرایب بر حسب اهمیت وزندهی شوند.

س- استفاده از ضرایبی که در شرایط اقتصادی متفاوت بدست آمده‌اند بدون انجام تعدیل، صحیح نخواهد بود.

ش- در کل هرچقدر اطلاعات قدیمی‌تر باشند، اهمیت کمتری خواهند داشت.

۴. مدل‌ها؛ رویکرد بازار شامل دو دسته‌ی روش معاملات بورسی<sup>۱۵</sup> و روش معاملات مشابه<sup>۱۶</sup> است. باید این نکته را مدنظر قرار داد که ارزش‌گذار بسته به موضوع ارزش‌گذاری می‌تواند از هر دو روش در ارزش‌گذاری استفاده نماید.

<sup>۱۳</sup> Reliable

<sup>۱۴</sup> Relevance

<sup>۱۵</sup> Guideline Publicly-Traded Comparable Method

۲۴. روش معاملات بورسی
- ۲۴.۲. مراحل این روش به شرح زیر است:
- الف- شناسایی معیارهای (ضرایب) رایج ارزش‌گذاری
- ب- تعیین شرکت‌های همتا
- پ- انجام تحلیل مقایسه‌ای کمی و کیفی با شرکت‌های همتا
- ت- انجام تعدیلات در ضرایب
- ث- اعمال ضرایب بر شرکت تحت ارزش‌گذاری
- ۲۴.۴. شرکت‌های همتا باید باتوجه به دو دسته عوامل عملیاتی و مالی به صورت زیر انتخاب شوند:
- الف- عوامل عملیاتی شامل عوامل موثر در صنعت و بخش مشابه، خطوط کسب و کاری مشابه، حدود جغرافیایی فعالیت مشابه، متقاضیان و کانال‌های توزیع یکسان، نوع فروش (قراردادی و غیرقراردادی)، فصلی بودن فروش، مشابهت چرخه‌های تجاری، تاثیرپذیری از تغییرات فناورانه، عمر و مرحله بلوغ کسب و کار، محدودیت‌های عملیاتی یکسان، وابستگی به متقاضیان کلیدی و یا مقررات دولتی می‌باشد.
- ب- ویژگی‌های مالی شامل اندازه یکسان (منظور عایدی، دارایی‌ها، ارزش بازار)، سودآوری یکسان (منظور  $EBIT^{17}$ ، حاشیه سود عملیاتی)، رشد مشابه در سود و فروش، دارایی‌های پایه مشابه (صنعتی یا خدماتی)، مشابهت در تملک/اجاره دارایی‌های اصلی می‌باشد.
- ۲۴.۴. روش و معیارهای انتخاب شرکت‌های همتا در روش معاملات بورسی به شرح زیر می‌باشد:
- الف- ترجیحا چندین شرکت انتخاب شود.
- ب- تعیین شرکت‌های مشابه نیز باید بر اساس بخش بازار مشابه، منطقه جغرافیایی، درآمد یا دارایی‌ها، نرخ رشد، حاشیه سود، اهرم، نقدشوندگی و تنوع (محصول و تامین و منطقه جغرافیایی و متقاضی) صورت پذیرد.
- پ- همچنین شرکت‌هایی انتخاب شوند که از حجم معاملات بالایی برخوردار بوده و اصطلاحات پرمعامله هستند.
- ۲۴.۴. جهت انجام تعدیلات در روش معاملات بورسی موارد زیر باید لحاظ و ارائه شده باشد:
- الف- ویژگی‌های مهم از قبیل؛ عمر، اندازه و ویژگی خاص
- ب- محدودیت‌ها بر روی دارایی مورد معامله یا شرکت‌های همتا
- پ- منطقه جغرافیایی (محیط اقتصادی و مقرراتی)
- ت- رشد تاریخی و انتظاری
- ث- تفاوت در نقدشوندگی و کنترل
- ج- ویژگی‌های مالکیتی و نوع شخصیت حقوقی
- ۲۴.۴. روش شرکت‌های مشابه (غیربورسی)
- ۲۴.۲. مراحل این روش به شرح زیر می‌باشد:
- الف- تعیین واحد مقایسه رایج در بازار

<sup>17</sup> Comparable Transaction Methods

<sup>17</sup> سود قبل از بهره و مالیات



- ب- تعیین معاملات مرتبط
- پ- تحلیل مقایسه‌ای کمی و کیفی از بابت مشابهت‌ها و اختلافات شرکت تحت ارزش‌گذاری با معاملات مقایسه‌ای
- ت- تعدیل در ضرایب ارزش‌گذاری با توجه به بند قبلی
- ث- اعمال ضرایب تعدیلی در خصوص شرکت موضوع ارزش‌گذاری

۴۴۴. ملاحظات در روش معاملات مقایسه‌ای شامل موارد زیر می‌باشد:

- الف- ترجیحا از چندین معامله استفاده شود.
  - ب- از معاملات با تشابه بالاتر استفاده شود.
  - پ- از معاملات با فاصله زمانی نزدیک‌تر استفاده شود.
  - ت- از معاملات متداول و عادی‌تر استفاده شود.
  - ث- از معاملات دارای اطلاعات کامل‌تر استفاده شود.
  - ج- از معاملات دارای اطلاعات با قابلیت اتکا بالاتر استفاده شود.
  - چ- از معاملات واقعی در مقایسه با معاملات مدنظر استفاده شود.
۴۴۴. در انجام تعدیلات در روش معاملات مقایسه‌ای موارد زیر باید لحاظ و ارائه گردد:

- الف- ویژگی‌های عمر، اندازه و موارد خاص
  - ب- محدودیت‌های خاص
  - پ- منطقه جغرافیایی که دارایی موضوع ارزش‌گذاری معامله می‌شود
  - ت- ملاحظات مربوط به محیط اقتصادی و مقرراتی
  - ث- قابلیت سودآوری و میزان و نوع دارایی‌ها
  - ج- رشد تاریخی و انتظاری
  - چ- تفاوت در نقدشوندگی و کنترل
  - ح- ویژگی‌های مالکیتی (نوع شخصیت حقوقی)
  - خ- در استفاده از ضرایب معاملات شرکت‌های مشابه، ضرایب مذکور عمدتا برای سهامداری کنترلی است و در استفاده از آنها باید این مورد را لحاظ نمود.
۴۴۴. محدودیت‌هایی که استفاده از این ضرایب می‌توانند داشته باشند به شرح زیر است:
- الف- در نظر نگرفتن داده‌های آتی احتمالی و سایر اطلاعاتی که بیانگر تفاوت‌ها است و باید در تعدیلات مورد استفاده قرار گیرند.
  - ب- اطلاعات منتشره شرکت‌های غیربهره‌بررسی از نظر قابلیت اتکا نقص داشته و از شفافیت کمی برخوردارند.
  - پ- اثر ملاحظات شهرتی، محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر معامله که قابل احصا نمی‌باشند.
  - ت- اطلاعات قابل اتکا از سازوکار و شرایط معامله و ارزش‌گذاری وجود ندارد.

۵. تعدیلات کمی و کیفی؛ در استفاده از رویکرد بازار برای تخمین ارزش، ارزش‌گذار باید تعدیلات زیر را در ضرایب انتخابی در نظر بگیرد:
- الف- باتوجه به وجود تفاوت ذاتی در شرکت‌ها، ارزش تخمینی در این رویکرد باید با توجه به دارایی‌های غیرعملیاتی و یا بدهی‌های مازاد تعدیل گردد.

ب- ضرایب سودآوری مورد استفاده برای ارزش‌گذاری باید بر اساس دو معیار رشد و ریسک (موقعیت رقابتی و جایگاه بازار، کیفیت مدیریتی و نیروی انسانی، ساختار سرمایه) مورد تعدیل قرار گیرند.

پ- نقدشوندگی نیز باید در تعدیل ارزش لحاظ شود. همچنین ریسک نقدشوندگی سهام فهرست نشده، از سهام فهرست شده بیشتر است و ریسک سهام غیرکنترلی نیز از کنترلی بیشتر می‌باشد.

ت- معیارهای صنعت<sup>۱۸</sup> در مواقع کاملاً محدود روشی قابل اتکا و مناسب برای ارزش‌گذاری هستند و اصولاً به عنوان یک روش جهت راستی‌آزمایی سایر روش‌ها استفاده می‌شوند.

ث- معیارهای صنعت در شرایط محدود و عمدتاً به عنوان تکنیک‌های مکمل رویکرد بازار استفاده می‌شوند.

ج- نمونه معیارهای صنعت شامل قیمت به ازای هر تخت یا قیمت به ازای هر عضو یا مشتری می‌باشد.

چ- منطق استفاده از معیارهای صنعت در این است که سرمایه‌گذاران بیشتر به دنبال تصاحب سهم بازار هستند و سودآوری کسب و کار مورد ارزش‌گذاری با متوسط‌های صنعت تناسب دارد و متوسط‌ها در شرکت تغییر معنی دار نمی‌کند.

ح- اصلی‌ترین ملاحظه در رویکرد بازار اعمال تعدیلات بابت تفاوت‌های شرکت با شرکت‌های هم‌تا است. تعدیلات رایج تحت عنوان صرف و کسر شناخته می‌شوند و عمدتاً عبارتند از:

۱- کسر نقدشوندگی

۲- صرف و کسر کنترل

۳- کسر فروش بلوکی

---

<sup>۱۸</sup> Industry Benchmarks

## رویکرد درآمد

۱. معرفی رویکرد؛ این رویکرد را رویکرد تنزیل جریان‌های نقدی یا رویکرد سودآوری نیز می‌نامند. در این رویکرد عملکرد (جریان‌های نقدی) آتی دارایی/شرکت پیش‌بینی و سپس با استفاده از نرخ تنزیل (هزینه سرمایه) مناسب، ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی پیش‌بینی شده محاسبه و ارزش دارایی/شرکت بدست می‌آید.
۲. موارد کاربرد؛ این رویکرد زمانی بیشترین وزن را می‌گیرد که پیش‌بینی‌های منطقی و قابل اتکا از مبالغ و زمان‌بندی جریان‌های نقدی آتی شرکت/دارایی وجود داشته باشد.
۳. مراحل اعمال؛ گام‌های عملیاتی ارزش‌گذاری با رویکرد درآمد به شرح زیر می‌باشد:  
الف- ارزش شرکت/دارایی را با استفاده از مفروضات منطقی و بر حسب جریان‌های نقد پیش‌بینی شده و با اعمال نرخ تنزیل تعدیلی بر حسب ریسک تخمین بزنید.  
ب- ارزش تخمینی را با توجه به دارایی‌ها و بدهی‌های مازاد یا غیرعملیاتی تعدیل نمایید.  
پ- ارزش تمامی تعهدات و بدهی‌های مرتبط با شرکت/دارایی را (که در صورت تسویه باید پرداخت شوند) را از ارزش تخمینی کسر نمایید.  
ت- ارزش تخمینی را (با لحاظ دیدگاه فعالان بازار) بین ذی‌نفعان مختلف سهامداری تقسیم نمایید.
۴. شرایط استفاده و بکارگیری؛ در استفاده از رویکرد درآمدی برای تخمین ارزش، ارزش‌گذار باید موارد زیر را در نظر بگیرد:  
الف- با اینکه ارزش‌گذار باید درآمدهای آتی احتمالی شرکت/دارایی را در نظر بگیرد، ولی در نهایت آنچه که ارزش‌گذاری می‌شود توان و ظرفیت کسب و کار موجود است.  
ب- اگر چه ارزش‌گذاری به طور عمده‌ای مبتنی بر انتظارات از کسب و کار است، ولی عملکرد تاریخی می‌تواند منطقی بودن این انتظارات را تایید کند.  
پ- ارزش‌گذار باید حتی‌الامکان از منظور نمودن جریان‌های نقدی با احتمال تحقق کم و نامطمئن در فرایند ارزش‌گذاری پرهیز نماید.
۵. تعیین جریان نقد، طول دوره پیش‌بینی، تخمین نرخ رشد و ارزش پایانی؛  
۲۵. جریان نقد:  
الف- ارزش‌گذار باید جریان‌های نقدی مناسب را با توجه به ماهیت دارایی، هدف ارزش‌گذاری و دیدگاه فعالان بازار انتخاب نماید.  
ب- ارزش‌گذار باید مطمئن شود که جریان نقد مناسب با توجه به ملاحظات قبل یا بعد از مالیات، نرخ مالیات، اسمی یا واقعی، کل دارایی یا بخشی از دارایی و نوع ارز در جهت ارزش‌گذاری انتخاب شده باشد.  
پ- جریان‌های نقد پیش‌بینی شده باید سازگار با عملکرد پیش‌بینی شده شرکت باشد.  
ت- منظور از عملکرد شرکت فعالیت‌های عملیاتی، مالی و سرمایه‌گذاری شرکت می‌باشد، که عمدتاً در قالب ۳ صورت مالی سود و زیان، وضعیت مالی و جریان وجوه نقد ارائه می‌شود.  
ث- در پیش‌بینی عملکرد شرکت، ارزش‌گذار باید حداقل دو صورت سود و زیان و وضعیت مالی را پیش‌بینی نماید.

ج- در صورتی که پیش‌بینی جریان‌های نقد و عملکرد توسط شرکت ارائه شده باشد، وظیفه ارزش‌گذار است که نسبت به ارزش‌گذاری مفروضات و سازگاری آن با شرایط بازار، صنعت و عملکرد تاریخی شرکت اقدام نماید.

چ- تناوب زمانی انتخابی برای پیش‌بینی‌ها (ماهانه، سالانه و ...) به ماهیت کسب و کار، در دسترس بودن داده‌ها و طول دوره پیش‌بینی بستگی خواهد داشت.

ح- انواع جریان نقد دارایی می‌تواند بر مبنای قراردادهای، محتمل‌ترین حالت، میانگین وزنی حالات و سایر سناریوهای دیگر تخمین زده شود.

خ- باید توجه نمود که انواع جریان‌های نقد توأم با سطوح مختلفی از ریسک می‌باشند که نرخ تنزیل تخمینی را تحت تاثیر قرار خواهند داد.

۴۵. طول دوره پیش‌بینی:

الف- در تعیین طول دوره پیش‌بینی ارزش‌گذار باید توازنی را بین نااطمینانی در مفروضات، پایداری عملیات و بلوغ شرکت انتخاب نماید. بدین معنی که هرچقدر طول دوره پیش‌بینی بیشتر باشد می‌توان به مرحله باثبات و پایداری از عملیات شرکت رسید ولی در مقابل درجه نااطمینانی از مفروضات پیش‌بینی افزایش خواهد یافت. در مقابل هرچقدر طول دوره پیش‌بینی کمتر باشد درجه اتکا به مفروضات پیش‌بینی بالاتر و در مقابل احتمال پایداری عملیات شرکت کمتر خواهد بود.

ب- در تعیین طول دوره پیش‌بینی ارزش‌گذار باید به دوره مزیت رقابتی شرکت، استراتژی سرمایه‌گذار و شرایط بازار توجه نماید. البته صرفاً استراتژی سرمایه‌گذار نمی‌تواند مبنای تعیین طول دوره پیش‌بینی باشد.

پ- دوره پیش‌بینی ترجیحاً باید دربرگیرنده دوره برخورداری شرکت از مزیت رقابتی خود باشد.

ت- در شرایط عادی و به عنوان قاعده سرانگشتی، پیش‌بینی عملکرد شرکت برای یک دوره ۵ ساله مناسب خواهد بود.

ث- در تعیین طول دوره پیش‌بینی باید موارد زیر را در نظر گرفت:

۱- عمر دارایی

۲- قابلیت دسترسی به اطلاعات معتبر و قابل اتکا

۳- حداقل دوره‌ای که دارایی به یک سطح رشد و سود با ثبات می‌رسد

۴- برای دارایی‌های با جریان نقدی دوره‌ای؛ باید دوره پیش‌بینی، کل چرخه را شامل شود

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.

۴۵. 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 ماشین آلات، 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.

## ۵. تخمین نرخ رشد<sup>۱۹</sup>:

- 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<sup>۲۰</sup> 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.
- خ- در جمع‌بندی کلی، نرخ رشد پیش‌بینی شده می‌بایست با
- ۱- مزیت رقابتی شرکت

<sup>۱۹</sup> Growth Rate

<sup>۲۰</sup> Weighted Average Cost of Capital

۲- شرایط صنعت و اقتصاد (ارزش‌گذاری کارشناسی) و

۳- عملکرد تاریخی شرکت، سازگار باشد.

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

ذ- در مقوله صرف قیمت، 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. منطقی است که 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 (باثبات)                |
| 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 | نرخ رشد شرکت و نرخ رشد سپر | هزینه حقوق صاحبان سهام غیراهرمی و |

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

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، ماشین آلات، تاسیسات، نرم افزارهای مورد استفاده 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:
    - الف- در این دسته از مدل‌ها، تمرکز اصلی بر بروزرسانی 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<sup>۲۱</sup>، حاشیه سود سازنده<sup>۲۲</sup> (صرفاً برای قیمت‌هایی که در آنها لحاظ نشده) است.

<sup>۲۱</sup> Entrepreneurial Required Return



پ- رویکرد بها معمولا استفاده نمی‌شود مگر اینکه سود و یا جریان‌های نقدی قابل اتکا یا قابل تعیین نباشند. (مثلا برای کسب و کارهای تازه تاسیس)

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

الف- روش بازتولید یا باز تاسیس<sup>۲۳</sup>: در این روش مخارج ایجاد دارایی با ویژگی‌های کاملا مشابه (عملکرد و مطلوبیت) با دارایی موجود مدنظر است. در این روش تکنولوژی، مواد و فرایند کار دارایی باید عینا مشابه دارایی موجود باشد.

ب- جایگزینی<sup>۲۴</sup>: در این روش مخارج ایجاد دارایی با ویژگی‌های مشابه (عمدتا مطلوبیت) با دارایی موجود مدنظر است. در این روش معمولا نمونه مدرن‌تر دارایی با قیمت‌های روز ایجاد می‌شود و احتمالا 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<sup>۲۵</sup>(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 اجزا<sup>۲۶</sup>؛ 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، معمولا 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.

<sup>۲۳</sup> Participant's Required Return

<sup>۲۴</sup> Reproduction Cost

<sup>۲۵</sup> Replacement Cost

<sup>۲۶</sup> Net Asset Value

<sup>۲۷</sup> Sum of the Parts

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 باتوجه 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<sup>27</sup>(WARA)، نرخ‌های ضمنی استخراجی از سایر نرخ‌ها و ضرایب بازار استفاده نمایند.
  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

<sup>27</sup> Weighted Average Return of Assets

- مجددا در تخمین نرخ تنزیل نایبست 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<sup>۲۸</sup> (CAPM) و تعمیم‌های آن، مدل تکمیلی<sup>۲۹</sup>، 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<sup>۳۰</sup> (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 (معمولا بدهی‌های بهره دار) استفاده نماید.
- ت- مدل CAPM؛ مدل CAPM برای تخمین نرخ تنزیل به صورت فرمول زیر محاسبه می‌شود:

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

- $r_i$  نرخ بازده مورد انتظار سهم،  $r_f$  نرخ بازده بدون ریسک،  $\beta$  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 کاملا 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.

<sup>۲۸</sup> Capital Asset Pricing Model

<sup>۲۹</sup> Build-Up

<sup>۳۰</sup> Weighted Average Cost of Capital

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.

•  $\beta$  (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.
  ۵. اصولاً عمده ریسک‌های خاص شرکتی از تحلیل کسب و کاری شرکت استخراج می‌شوند.
  ۶. باتوجه به عدم وجود میانی 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<sub>f</sub> 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 مازاد 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، مازاد 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 مازاد 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 بدست آمده است می‌تواند بیانگر ارزش کنترلی یا غیرکنترلی و یا با فرض و شرایط نقدشوندگی یا نقدنشوندگی باشد. ساختار سطوح مختلف ارزش در نمودار زیر نمایش داده شده است.



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<sup>۳۱</sup> (FCF) و رویکردهای مبتنی بر بها بیانگر ارزش کنترلی کسب و کار خواهد بود.
۱۲. ارزش‌گذار باید بین صرف کنترل و صرف هم‌افزایی تفکیک قائل شود. صرف هم‌افزایی ارزش مازاد قابل ایجاد در کسب و کار در اثر بهره‌گیری از پتانسیل‌های ادغامی دو کسب و کار از قبیل به اشتراک گذاری فناوری و مشتریان، پتانسیل‌های مالی، کانال‌های توزیع و فروش و ... ایجاد می‌شود.
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 معنی‌دار در ارزش بازار یا تخمینی آن می‌باشد.
۱۵. کسر نقدشوندگی؛ مبلغ یا درصد کاهش در ارزش تخمینی یا بازار دارایی به دلیل عدم وجود نقدشوندگی می‌باشد.
۱۶. صرف‌ها و کسرها باید به شیوه کاملاً مشخص در گزارش ارزش‌گذاری به تفکیک رویکردها و مدل‌های ارزش‌گذاری افشا و توضیح داده شوند.
۱۷. در مواقعی که اختیار نقدشوندگی سهام به سهامدار اقلیت واگذار شده باشد، کسر نقدشوندگی می‌تواند 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 می‌باشد.
۱۹. روش ارزش‌گذاری شرکت‌های بورسی عمدتاً بر اساس اطلاعات معاملاتی سهام اقلیت مورد معامله شرکت‌ها در بورس‌ها بوده فلذا بیانگر سطح بالایی از نقدشوندگی و عدم کنترل می‌باشد.

## فصل چهارم: ارزش‌گذاری دارایی‌های نامشهود

### تعریف و انواع دارایی‌های نامشهود

#### ۱. تعریف دارایی‌های 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 می‌کند.
- ب- دارایی نامشهود باید نشان مشهود از قبیل؛ مجوز، سند، فهرست و ... داشته باشد.
- پ- یک دارایی زمانی قابل تشخیص است که جداسدنی باشد یا از ترتیبات الزام‌آور حاصل شود و منافع اقتصادی آتی تحت کنترل داشته باشد.
- ت- منظور از جداسدنی نیز آن است که بتوان آن را به منظور فروش، انتقال، اعطای حق امتیاز، اجاره یا مبادله از واحد تجاری جدا کرد.

<sup>۳۱</sup> Free Cash Flow

ث- ترتیبات الزام آور نیز یعنی در اثر قراردادهای مکتوب یا نامکتوب یا حقوق قانونی ایجاد شده باشد. از نمونه قراردادهای نامکتوب می‌توان به روابط با مشتریان و تامین‌کنندگان اشاره نمود. بدین ترتیب عدم امکان اعمال و اجرای قانون شرط لازم کنترل دارایی نامشهود و نداشتن منافع اقتصادی نخواهد بود.

ج- ارزش دارایی‌های نامشهود معمولاً ناشی از حقوق، روابط، هم‌افزایی گروهی از دارایی‌های نامشهود و مالکیت معنوی ایجاد می‌شود.

چ- برخی از دارایی‌های نامشهود (همانند برند) می‌توانند ترکیبی از انواع طبقات دارایی‌های نامشهود را شامل شوند.

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 درهم 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 برگزیده 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 دربرگیرنده 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 سرقفلی ناشی از ترکیب‌های تجاری را دارد و مطابق با استانداردهای حسابداری تحت عنوان سرقفلی محل کسب شناخته می‌شود. سرقفلی 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 بدست 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 استخدامی، 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 بدست می‌آیند.

### رویکردهای ارزش‌گذاری دارایی‌های نامشهود

۲۳. هر ۳ رویکرد اصلی ارزش‌گذاری، قابلیت استفاده در ارزش‌گذاری دارایی‌های نامشهود را دارند. لذا باید توجه داشت که به دلیل منحصربفرد و خاص بودن دارایی‌های نامشهود اصولاً استفاده از رویکردهای مبتنی بر بها و بازار در اولویت بعد از رویکردهای درآمدی قرار می‌گیرند. در واقع ارزش دارایی‌های نامشهود بسیار متکی به استفاده آتی از آن منافع است که ایجاد می‌کند و توانمندی واحد تجاری در بهره‌گیری از آن خواهد داشت.

۴۳. دارایی‌های نامشهود بنابه تعریف، ماهیت نوآورانه دارند. بدین ترتیب در ارزش‌گذاری این دسته از دارایی‌ها بجای آنکه تمرکز بر انجام محاسبات و مدل‌سازی باشد باید بر وجود و حقوق و منافع محتمل آن تمرکز نمود.

۴۳. چنانچه تحصیل دارایی نامشهود منجر به صرفه‌جویی 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 می‌آید. استخراج و استنباط ارزش دارایی نامشهود از عوامل و ضرایب بازار می‌تواند به صورت غیرمستقیم یا ضمنی که با ترکیبی از دارایی‌های مشهود و نامشهود معامله می‌شوند بدست آید.

ب- تمامی ملاحظات مربوط به استفاده از رویکرد بازار برای ارزش‌گذاری کسب و کارها، باید در ارزش‌گذاری دارایی‌های نامشهود نیز رعایت شوند.  
 پ- بدلیل ماهیت کاملاً متفاوت دارایی‌های نامشهود، در استفاده از رویکرد بازار باید احتیاط‌های لازم را بکار گرفت.  
 ت- در صورت استفاده از ضرایب یا قیمت‌های دارایی‌های مشابه، به منظور اعمال اثر تفاوت ویژگی‌های دارایی‌ها، ارزش‌گذار می‌تواند صرفاً از تعدیلات کیفی استفاده نماید.  
 ث- عمده ملاحظات در انتخاب معاملات و دارایی‌های مشابه می‌توانند موارد زیر باشند:

- ۱- حقوق قانونی
  - ۲- شرایط خاص اقتصادی
  - ۳- نوع صنعت
  - ۴- ویژگی‌های کارکردی دارایی
  - ۵- ویژگی‌های فناورانه دارایی
  - ۶- ویژگی‌های اقتصادی دارایی
  - ۷- همراه بودن با سایر دارایی‌های نامشهود
- ج- مواردی که در این رویکرد اغلب استفاده می‌شوند نیز عبارتند از:
- دامنه‌های اینترنتی
  - باندهای رادیویی
  - مجوزهای خطوط تاکسیرانی
- چ- در این رویکرد تقریباً در اکثر موارد از معاملات دارایی‌های مشابه استفاده می‌شود و در بورس‌ها معمولاً نمونه‌های قابل مقایسه معامله نمی‌شوند.

## رویکرد درآمد

الف- عمده روش‌های رویکرد درآمد به نحوی طراحی شده‌اند که منافع اقتصادی (افزایش در جریان نقدی و یا کاهش در هزینه‌ها) مرتبط با دارایی‌های نامشهود را از کسب و کار یا سایر دارایی‌ها 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
- دارایی‌های 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 نامه‌های عدم رقابت

ت- روش‌های درآمد ارزش‌گذاری دارایی‌های 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 جریان‌های نقدی قابل انتساب به دارایی نامشهود پس از کسر قسمتی از جریان‌های نقدی که قابل

- انتساب به سایر دارایی‌های ضروری برای تولید جریان‌های نقدی می‌باشند، بدست می‌آید.
۲. این روش معمولاً مواقعی استفاده می‌شود که خریدار تمایل دارد ارزش را به تفکیک دارایی‌های مشهود و نامشهود بداند.
  ۳. این روش برای دارایی‌های نامشهود مرتبط با مشتری و فناوری‌های کلیدی مورد استفاده قرار می‌گیرد.
  ۴. این روش عمدتاً برای ارزش‌گذاری دارایی نامشهود اصلی شرکت استفاده می‌شود و لذا ضروری خواهد بود که ارزش سایر دارایی‌های نامشهود که به آن‌ها دارایی‌های کمکی گفته می‌شود به روش‌های مناسب برآورد شود.
  ۵. در این روش لازم است که بازده دارایی‌های کمکی (تحت عنوان متوسط موزون بازده دارایی‌ها) را بدست آوریم. برای تخمین متوسط موزون بازده دارایی‌ها می‌توان نرخ بازده را به تفکیک دارایی‌ها 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 پیش‌بینی چند دوره‌ای و سرمایه‌ای کردن جریان‌های نقدی (نامحدود) می‌توان پیش‌بینی و استفاده نمود.
  ۷. روش سرمایه‌ای 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 دارایی‌های نامشهود عمری بیشتر از یک سال دارند و سهم مشارکت متغیر و الگوی نرخ رشد غیرخطی دارند، لذا پیش‌بینی چند دوره‌ای ارجح‌تر است.
  ۹. گام‌های این روش به صورت زیر است:
    - الف- مبلغ و دوره زمانی عایدات آتی ناشی از دارایی‌های مشهود و نامشهود را پیش‌بینی کنید.
    - ب- مبلغ و دوره زمانی هزینه‌های مرتبط با دارایی‌های مشهود و نامشهود را برآورد کنید.
    - پ- هزینه‌ها را باتوجه به مواردی که منجر به دارایی‌های نامشهود جدید می‌شوند تعدیل نمایید. حاشیه سود روش سود مازاد، نسبت به حاشیه سود کلی کسب و کار بیشتر خواهد بود، چراکه این روش هزینه‌های مرتبط با تحقیق و توسعه برای فناوری‌های جدید (نه فناوری موجود)، هزینه‌های بازاریابی و ... را کمتر در نظر می‌گیرد.
    - ت- دارایی‌های کمکی لازم برای درآمد و هزینه‌های پیش‌بینی شده را مشخص کنید. دارایی‌های کمکی معمولاً شامل سرمایه در گردش، دارایی‌های ثابت، نیروی کار و سایر دارایی‌های نامشهود می‌باشند.
    - 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<sup>۳۳</sup>، اثر آن را بر ارزش تخمینی اعمال نمایید.

دارایی کمکی ۱۰.

الف- مخارج دارایی کمکی باید برای تمامی دارایی‌های مشهود و نامشهود فعلی و آتی و دارایی‌های مالی که در تولید جریان‌های نقدی سهمیم 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 سرقفلی 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 ارزش‌گذاری 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 برحسب 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

<sup>۳۳</sup> Tax Amortization Benefit

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.

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 رقبا، 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، اختیارهای 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.

### 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 نمایید.
  - ب- هزینه‌ها و زمان مورد نیاز برای تحصیل ساخت و یا اجاره سایر دارایی‌ها برای فعال شدن کسب و کار را محاسبه نمایید.
  - 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 نمایید.

### 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 نابابی‌ها یا ناسازگاری‌های (اقتصادی) دارای نامشهود در دارایی‌های نامشهود نابابی فیزیکی و کارکردی مصداق ندارد. توجه نمایید که نابابی اقتصادی در اثر عوامل خارجی ایجاد می‌شود. عمده محرکه‌های نابابی 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)

### 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<sup>۳۳</sup> (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.

<sup>۳۳</sup> Weighted Average Return on Assets

- 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 راحت تر (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 توام 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- نابابی
      - 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<sup>۳۴</sup>، 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 حالتی 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 متأثر از شرایط باشد.

---

<sup>۳۴</sup> Attrition