

بطور ساده می توان رویکردهای ارزش گذاری دارایی های نامشهود را به انواع زیر طبقه بندی نمود:

- **رویکرد بازار^۱:** این رویکرد خود به انواع ارزش منصفانه بازار^۲ و ارزش بازار سرمایه^۳ طبقه بندی می شود. ارزش منصفانه؛ مبلغی است که توسط خریدار و فروشنده و با توجه به شرایط دارایی، ملاحظات خریدار و فروشنده و همچنین دارایی های مشابه در بازار، توافق می شود. رویکرد دیگر، ارزش بازار سرمایه است که ارزش دارایی با توجه به ارزش استخراج شده از بازار سرمایه برای شرکت و یا شرکت های مشابه در بازار سرمایه و اعمال ضریب (ضرایب) تعدیلی برای شرکت موضوع ارزش گذاری، برآورد می گردد.
- **رویکرد هزینه^۴:** این رویکرد به انواع هزینه تمام شده^۵، هزینه جایگزین^۶ و هزینه بازتولید^۷ طبقه بندی می شود. در روش هزینه تمام شده، ارزش دارایی نامشهود با جمع مبالغ هزینه شده برای آن دارایی برآورد می گردد (مانند هزینه های تحقیق و توسعه و نظایر آن). در روش هزینه جایگزین، هدف برآورد ارزش دارایی نامشهود از طریق هزینه معادلی است که برای ایجاد دارایی نامشهود در شرایط و وضعیت موجود می بایست صرف شود، می باشد (مانند برآورد ارزش پروانه بهره برداری و تمدید آن و نظایر آن). در روش دیگر یعنی روش هزینه بازتولید، سعی می کنیم تا با توجه به موضوع دارایی نامشهود و همچنین کاربرد ارزش گذاری، به هزینه مورد نیاز برای ایجاد و تولید آن دارایی نامشهود برسیم (مانند برآورد ارزش دارایی نامشهود ناشی از دانش فنی و نظایر آن).
- **رویکرد درآمدی^۸:** این رویکرد به انواع برآورد ارزش حال گردش وجوه نقد آتی شرکت^۹، روش نسبت سود به درآمد^{۱۰} و یا قیمت محصول به هزینه تولید آن و همچنین روش ارزش مازاد درآمدی^{۱۱} طبقه بندی می شود. در روش ارزش حال گردش وجوه نقد آتی، هدف برآورد سود خالص آتی شرکت (یا کسب و کار) طی بازه زمانی سه، پنج و یا ده سال آینده و سپس استفاده از نرخ تنزیل (نرخ های تنزیل) مناسب، و رسیدن به برآورد ارزش حال سود خالص آتی می باشد. از این روش معمولاً برای برآورد ارزش دارایی های نامشهود موثر در زنجیره ارزش شرکت (مدل ارزش آفرینی کسب و کار) استفاده می شود (مانند برآورد ارزش دارایی های نامشهود ناشی از بلوغ فرایندی، مشتریان و کاربران، تامین کنندگان و ذینفعان و نظایر آنها). در روش نسبت سود خالص به درآمد (یا در مواردی؛ درآمد به بهای تمام شده تولید یا ارائه خدمت)، با استفاده از نسبت سود به درآمد و مقایسه آن با شرکت های مشابه در بازار سرمایه و اعمال ضریب مناسب، سعی در برآورد ارزش شرکت و در ادامه رسیدن به ارزش دارایی های نامشهود آن داریم. این روش در برآورد ارزش برند شرکت های بورسی (بازار سرمایه) بسیار کاربرد دارد. در روش مازاد درآمدی؛ ارزش دارایی نامشهود با توجه به میزان نقش آن دارایی در

^۱ Market Approach

^۲ Fair Market Value

^۳ Share-Market Value

^۴ Cost Approach

^۵ Finished Cost (Expenses)

^۶ Replacement Cost

^۷ Reproduction Cost

^۸ Income Approach

^۹ DCF – Discounted Cash Flow

^{۱۰} Profit to Earning or Price to Expenses

^{۱۱} Excess Earning Method

زنجیره ی ارزش کسب و کار (مازاد درآمدی ایجاد شده بواسطه ی آن دارایی نامشهود) و برآوردی از نسبت ارزش آن به نسبت ارزش کل دارایی نامشهود کسب و کار، محاسبه می شود.

از آنجایی که نرخ تنزیل^{۱۲} از مهمترین پارامترها در محاسبات مربوط به ارزش گذاری دارایی های نامشهود و استفاده از رویکرد درآمدی به شمار می آید، لذا در ادامه، روش محاسبه و ملاحظات در مورد آن آورده شده است.

اغلب نرخ تنزیل را با *Beta* جایگزین کرده و یا از پارامترهای دیگر به جای آن استفاده می کنند، که صحیح نمی باشد. *Beta* پارامتری است که در محاسبه ی مربوط به نرخ تنزیل استفاده می شود ولی با آن یکی نیست. نرخ تنزیل به منظور برآورد ارزش حال ارزش آتی محاسبه شده، استفاده می شود. از نقطه نظر کسب و کار نسبتی است که ارزش آتی را با توجه بازه ی زمانی مورد نظر، بصورت پلکانی به ارزش حال برآورد می نماید (در کسب و کار به آن *WACC*^{۱۳} اطلاق می شود). روش محاسبه آن در ذیل آورده شده است.

فرمول مورد استفاده برای برآورد نرخ تنزیل و محاسبه دارایی های نامشهود موضوع ارزش گذاری کسب و کارها عبارت است از:

$$WACC = Risk\ Free\ Rate + (Beta * Equity\ Risk\ Premium)$$

Risk Free Rate به معنی نرخ سود مورد انتظار برای دارایی بدون شرایط ریسک پذیری بازار می باشد. می توان برای اغلب محاسبات از نرخ سود بانکی در تاریخ برآورد ارزش استفاده نمود.

Beta پارامتری متأثر از شرایط بازار و موضوع کسب و کار و نشان دهنده ی ریسک ارزش دارایی در بازار می باشد. برای برآورد آن می توان از جدول ارائه شده توسط آقای دامودران^{۱۴} که در پیوست ارائه شده، استفاده نمود^{۱۵}. از آنجایی که این جدول برآورد *Beta* برای شاخه های مختلف کسب و کار در کشور آمریکا می باشد، توصیه بر استفاده از مقادیر آن و استفاده از ضریبی برای تعدیل آن با توجه به شرایط بازار و همچنین سوابق ارزش گذاری های صورت گرفته، است.

Equity Risk Premium پارامتری است که نشان دهنده ریسک سرمایه گذاری در کشور موضوع ارزش گذاری می باشد و برای برآورد آن می توان از جدول ارائه شده توسط آقای دامودران که در پیوست آورده شده^{۱۶}، استفاده نمود. با توجه به سوابق ارزش گذاری و ریسک کشورهای همسایه و شرایط مشابه، می توان به برآورد مناسبی رسید.

البته فرمول های پیچیده تری برای *WACC* مشاهده می شود که بایستی توجه داشت که آن فرمول ها برای استفاده از نرخ تنزیل و برآورد ارزش سهام شرکت می باشد و لذا پارامترهای مربوط به ارزش بازار دارایی^{۱۷}، ارزش بازار بدهی^{۱۸}، ارزش شرکت در بازار سرمایه و نظایر آن ها، مطرح نمی باشند.

پاره ای ملاحظات مهم در مورد نرخ تنزیل عبارتند از:

- نرخ تنزیل برای یک کسب و کار همواره عدد ثابتی نبوده و می تواند در یک بازه ی زمانی سه یا پنج ساله، بیش از یک نرخ تنزیل را در سال های مختلف (مثلا با توجه به وضعیت کسب و کار، شرایط بازار و سایر ملاحظات) در نظر گرفت.
- از آنجایی که نرخ تنزیل در مخرج کسر برآورد ارزش حال استفاده می شود، لذا از نقطه نظر کسب و کاری هراندازه این نرخ بزرگتر باشد، ارزش کمتری از آینده به حال منتقل شده و به معنی ریسک بیشتر در رسیدن به برآوردهای آتی می باشد.

^{۱۲} Discount Rate

^{۱۳} Weighted Average Cost of Capital

^{۱۴} Aswath Damodaran, University of Berkley (Professor of Finance)

^{۱۵} https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

^{۱۶} https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

^{۱۷} Market Value of Capital (Company Asset)

^{۱۸} Market Value of Debt

- از آنجایی که نرخ تنزیل معیاری برای برآورد ارزش آتی به ارزش حال بوده لذا استفاده از آن برای سال های قبل و برآورد ارزش امروز صحیح نمی باشد. آنچه که مطرح است اصولاً با وجود صورت های مالی و نتیجه ی عملکرد شرکت طی سال های قبل و در حال حاضر آن، استفاده از نرخ تنزیل برای برآورد آن موضوعیت نخواهد داشت.
- عملکرد مالی شرکت ها و کسب و کارها سالیانه صورت می گیرد، لذا استفاده از برآوردها و محاسبات و همچنین نرخ تنزیل برای بازه های زمانی کمتر از یکسال (مثلاً یک ماهه) نمی تواند صحیح باشد.
- بازه ی زمانی برای برآورد ارزش حال معمولاً پنج سال در نظر گرفته می شود. لازم به توضیح است که این زمان ثابت نبوده و می تواند با توجه به نوع و موضوع کسب و کار و شرایط ارزش گذاری، این بازه ی زمانی برای سه، پنج و یا ده سال در نظر گرفته شود. به نظر می رسد که بازه ی زمانی پنج سال برای شرکت های نوپا و دانش بنیان که دارای پیشینه عملکردی کوتاهی می باشند، می تواند ما را به برآورد ارزش مناسب تر و رعایت ملاحظات ریسک پذیری و شرایط بازار هدایت نماید. از سوی دیگر در خصوص شرکت ها و کسب و کارهای بالغ، با توجه به پیشینه عملکردی و شرایط بازار می توان بازه ی زمانی برآوردهای آتی را سه سال در نظر گرفت. توصیه بر استفاده از بازه ی زمانی بالای پنج سال (مثلاً ده سال) برای شرکت های با سرمایه گذاری های بالا و زیرساخت های پرهزینه و دیربازده می باشد.
- از آنجایی که برآورد نرخ تنزیل متأثر از شرایط کسب و کار، پیشینه عملکردی و همچنین برای هر کسب و کار (حتی در یک شاخه)
- همواره توجه به کاربرد ارزش گذاری (مانند جذب سرمایه گذار، ارزش دارایی نامشهود برای تقویم در صورت های مالی و افزایش سرمایه، انحلال شرکت و همچنین برآورد خسارت و یا نظایر آنها) یکی از مهمترین عوامل در انتخاب رویکرد ارزش گذاری و رسیدن به پارامترها و ضرایب مورد نظر می باشد.

با آرزوی موفقیت

مهرداد تاج بخش