



# راهنمای جامع ارزشگذاری

علیرضا شریفیان

بسمه تعالی

# راهنمای جامع ارزش گذاری

مفاهیم، روش ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب و کار

با حمایت :

شرکت سرمایه سازان اعتماد آفرین

مؤلف :

علیرضا شریفیان

اردیبهشت ماه ۱۴۰۴

# راهنمای جامع ارزش گذاری

(مفاهیم، روش ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب و کار)

## فهرست

|         |                                                                |    |
|---------|----------------------------------------------------------------|----|
| ۱       | مقدمه: چرا ارزش گذاری اهمیت دارد؟                              | ۵  |
| ۲       | بخش اول: رویکردهای اصلی ارزش گذاری                             | ۹  |
| ۲,۱     | رویکرد مبتنی بر دارایی ها (Asset Approach)                     | ۱۰ |
| ۲,۱,۱   | روش های کلیدی در رویکرد مبتنی بر دارایی ها                     | ۱۰ |
| ۲,۱,۱,۱ | ارزش اسمی سهام (Nominal Value of Shares)                       | ۱۰ |
| ۲,۱,۱,۲ | ارزش دفتری سهام (Book Value of Shares)                         | ۱۰ |
| ۲,۱,۱,۳ | ارزش بازار سهام (Market Value of Shares)                       | ۱۱ |
| ۲,۱,۱,۴ | ارزش جایگزینی سهام (Replacement Value of Shares)               | ۱۱ |
| ۲,۱,۱,۵ | ارزش سهام بر مبنای خالص ارزش دارایی ها (Net Asset Value – NAV) | ۱۱ |
| ۲,۱,۱,۶ | ارزش تصفیه ای (Liquidation Value)                              | ۱۱ |
| ۲,۱,۲   | مزایا و معایب رویکرد مبتنی بر دارایی ها                        | ۱۲ |
| ۲,۲     | رویکرد مبتنی بر درآمد (Income Approach)                        | ۱۴ |
| ۲,۲,۱   | روش های کلیدی در رویکرد مبتنی بر درآمد                         | ۱۴ |
| ۲,۲,۱,۱ | مدل تنزیل جریان نقدی (Discounted Cash Flow – DCF)              | ۱۴ |
| ۲,۲,۱,۲ | مدل تنزیل سود نقدی (Dividend Discount Model – DDM)             | ۱۷ |
| ۲,۲,۱,۳ | روش ارزش گذاری سود اقتصادی (Economic Profit Method – EVA)      | ۲۰ |
| ۲,۲,۱,۴ | روش ارزش گذاری سود سرمایه گذاری (Capitalization of Earnings)   | ۲۳ |
| ۲,۳     | رویکرد مبتنی بر بازار (Market Approach)                        | ۲۵ |
| ۲,۳,۱   | روش های کلیدی در رویکرد مبتنی بر بازار                         | ۲۵ |

# راهنمای جامع ارزش گذاری

(مفاهیم، روش ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب و کار)

|    |                                                                                    |
|----|------------------------------------------------------------------------------------|
| ۲۵ | ..... روش مقایسه ای (Comparable Company Analysis – CCA)                            |
| ۲۸ | ..... روش معاملات پیشین (Precedent Transaction Analysis)                           |
| ۲۹ | ..... روش گزینه های واقعی (Real Options Valuation – ROV)                           |
| ۳۲ | ..... روش ارزش گذاری ورودی / هزینه بازآفرینی (Entry Valuation / Cost-to-Duplicate) |
| ۳۵ | بخش دوم: چالش ها و روندهای نوین در ارزش گذاری                                      |
| ۳۵ | ..... چالش های رایج در فرآیند ارزش گذاری                                           |
| ۳۷ | ..... روندهای نوین در ارزش گذاری کسب و کارها (به ویژه فناوری و استارت آپ ها)       |
| ۳۷ | ..... ارزش گذاری استارت آپ ها                                                      |
| ۳۷ | ..... نقش هوش مصنوعی (AI) در ارزش گذاری                                            |
| ۳۸ | ..... ارزش گذاری ESG (محیط زیست، اجتماع، حاکمیت شرکتی)                             |
| ۳۸ | ..... ترکیب روش های سنتی و نوین                                                    |
| ۳۹ | ..... نتیجه گیری و توصیه ها                                                        |
| ۴۰ | ..... توصیه های عملی                                                               |

## ۱ مقدمه: چرا ارزش گذاری اهمیت دارد؟

ارزش گذاری، فرآیندی تحلیلی و پیچیده است که برای برآورد بها و ارزش جاری یک دارایی، شرکت یا پروژه در یک زمان مشخص به کار می رود. این فرآیند، فراتر از یک دانش صرف، نیازمند مهارت و هنر در انتخاب مدل صحیح و درک عمیق از چگونگی به کارگیری آن است. در دنیای پویای مالی و سرمایه گذاری، توانایی اتخاذ تصمیمات آگاهانه اغلب تفاوت بین موفقیت و شکست را رقم می زند و ارزش گذاری به عنوان سنگ بنای استراتژی های سرمایه گذاری هوشمندانه شناخته می شود.

یکی از مفاهیم کلیدی در ارزش گذاری، تمایز قائل شدن بین "ارزش" و "قیمت" است. قیمت، مبلغی است که در بازار و تحت تأثیر نیروهای عرضه و تقاضا تعیین می شود. این در حالی است که ارزش، به ذات و ماهیت بنیادی یک دارایی یا شرکت مربوط می شود. به عبارت دیگر، قیمت نشان دهنده مبلغی است که برای تملک یک دارایی پرداخت می شود، اما ارزش، بیانگر آن چیزی است که فرد با تملک آن دارایی به دست می آورد. ارزش ذاتی یا واقعی، بهای حقیقی یک کسب و کار است که با در نظر گرفتن تمام دارایی های مشهود و نامشهود آن تعیین می گردد. قیمت بازار می تواند تحت تأثیر احساسات، اخبار و نوسانات کوتاه مدت قرار گیرد و لزوماً منعکس کننده ارزش ذاتی نیست.

این تفاوت اساسی بین ارزش و قیمت، ارزش گذاری را به ابزاری استراتژیک تبدیل می کند که فراتر از صرفاً کشف یک عدد برای معامله عمل می کند. زمانی که قیمت بازار از ارزش ذاتی منحرف می شود، این وضعیت فرصت های سرمایه گذاری (در صورت کم ارزش گذاری) یا ریسک ها (در صورت بیش ارزش گذاری) را برای سرمایه گذاران آشکار می سازد. این درک عمیق از ارزش واقعی، تصمیم گیری های مدیریتی و سرمایه گذاری را از حالت واکنشی به نوسانات بازار، به رویکردی پیش فعال و استراتژیک تغییر می دهد. در نتیجه، ارزش گذاری به سنگ بنای استراتژی مالی تبدیل می شود و سرمایه گذاران را قادر می سازد تا فرصت های سودآور را شناسایی کرده و ریسک ها را

# راهنمای جامع ارزش‌گذاری

(مفاهیم، روش‌ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب‌وکار)

کاهش دهند. این فرآیند صرفاً یک عکس فوری از وضعیت فعلی نیست، بلکه یک ارزیابی آینده‌نگر و مداوم از پتانسیل خلق ارزش است.

ارزش‌گذاری با اهداف متعددی توسط شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران انجام می‌شود که هر یک نقش حیاتی در تصمیم‌گیری‌های مالی و استراتژیک ایفا می‌کنند. این اهداف شامل موارد زیر است:

- **انتخاب سهام:** یکی از رایج‌ترین اهداف ارزش‌گذاری، کمک به سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری برای خرید، فروش یا نگهداری اوراق بهادار بر اساس برآورد ارزش ذاتی آن‌ها است. تحلیل‌گران مالی با مقایسه قیمت بازار با ارزش ذاتی، توصیه‌های لازم را ارائه می‌دهند.
- **عرضه اولیه سهام (IPO) و فروش سهام غیربورسی:** در فرآیند خصوصی‌سازی و توسعه بازارهای مالی، ارزش‌گذاری شرکت‌های دولتی یا خصوصی که برای اولین بار عرضه می‌شوند، نقش مهمی در موفقیت فرآیند و آشنایی خریداران با شرکت ایفا می‌کند. همچنین، برای شرکت‌های غیربورسی که مرجع قیمت‌گذاری رسمی ندارند، ارزش‌گذاری سهام برای فروش خرد یا عمده سهام شرکت ضروری است.
- **ادغام و تملیک (M&A):** در استراتژی‌های رشد شرکت‌ها از طریق ادغام و تملیک، ارزش‌گذاری برای تعیین ارزش شرکت مادر پس از ادغام یا تملیک شرکت هدف و همچنین توافق بر سر قیمت منصفانه و شرایط معامله حیاتی است.
- **ارزیابی استراتژی شرکت:** از آنجایی که هدف نهایی شرکت‌ها افزایش ثروت سهامداران است، ارزش‌گذاری ابزاری است برای سنجش تأثیر استراتژی‌های مختلف (مانند استراتژی‌های سرمایه‌گذاری) بر قیمت سهام و خلق ارزش.

# راهنمای جامع ارزش‌گذاری

(مفاهیم، روش‌ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب‌وکار)

- **جذب سرمایه‌گذار جدید (به‌ویژه برای استارت‌آپ‌ها):** استارت‌آپ‌ها و شرکت‌های نوپا برای جذب سرمایه از سرمایه‌گذاران جدید، نیاز مبرمی به تعیین ارزش خود دارند تا سهم سرمایه‌گذار و شرایط مذاکره مشخص شود.
- **پرونده‌های قضایی و حقوقی:** در دعاوی حقوقی که شامل دارایی‌های کسب‌وکار می‌شوند، ارزش‌گذاری برای تعیین میزان غرامت یا ارزش دارایی‌ها در اختلافات قضایی لازم است.
- **ارزیابی عملکرد مدیران:** ارزش‌گذاری می‌تواند ابزاری برای سنجش تأثیر عملکرد مدیران بر ارزش کسب‌وکار و افزایش ثروت سهامداران باشد.
- **برنامه‌ریزی استراتژیک و تأمین مالی:** ارزش‌گذاری به صاحبان کسب‌وکارها در تصمیم‌گیری‌های مربوط به بودجه‌بندی سرمایه و جذب سرمایه مورد نیاز از طریق بانک‌ها و بازار سرمایه کمک شایانی می‌کند. ارائه گزارش ارزش‌گذاری می‌تواند شانس تأمین مالی را افزایش دهد.

فراتر از اهداف صرفاً معاملاتی، ارزش‌گذاری به عنوان ابزاری برای بهبود حاکمیت شرکتی و افزایش پاسخگویی عمل می‌کند. این فرآیند به عنوان معیاری برای "ارزیابی استراتژی شرکت" و "ارزیابی عملکرد مدیران" عمل می‌کند. این بدان معناست که ارزش‌گذاری یک شرکت صرفاً یک معیار مالی نیست، بلکه بازتابی از اثربخشی مدیریت در ایجاد ثروت برای سهامداران است. اگر مدیران بر اساس معیارهایی مانند ارزش افزوده اقتصادی (EVA) ارزیابی شوند، این امر آنها را به اتخاذ تصمیماتی ترغیب می‌کند که واقعاً ارزش اقتصادی ایجاد کنند و اقداماتشان را با منافع سهامداران همسو سازد. این رویکرد به بهبود حاکمیت شرکتی و تخصیص مسئولانه‌تر سرمایه کمک می‌کند. در نهایت، ارزش‌گذاری از یک تمرین صرفاً حسابداری به یک ابزار مدیریتی پویا تبدیل می‌شود که بر جهت‌گیری استراتژیک، کارایی عملیاتی و در نهایت، ایجاد ارزش بلندمدت تأثیر می‌گذارد.

# راهنمای جامع ارزش گذاری

(مفاهیم، روش ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب و کار)

## جدول ۱: اهداف و کاربردهای ارزش گذاری

| ردیف | هدف/کاربرد              | توضیح مختصر                                                                                   |
|------|-------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| ۱    | انتخاب سهام             | تصمیم گیری برای خرید، فروش یا نگهداری اوراق بهادار بر اساس برآورد ارزش ذاتی.                  |
| ۲    | عرضه اولیه سهام (IPO)   | تعیین قیمت برای عرضه سهام شرکت های دولتی یا غیربورسی در بازارهای مالی.                        |
| ۳    | فروش شرکت های غیربورسی  | استخراج ارزش سهام یا شرکت های غیربورسی که عرضه آن ها به صورت خصوصی یا عمومی صورت می گیرد.     |
| ۴    | ادغام و تملیک (M&A)     | ارزیابی ارزش شرکت های هدف برای تعیین قیمت منصفانه و شرایط معامله.                             |
| ۵    | ارزیابی استراتژی شرکت   | سنجش تأثیر استراتژی های شرکت بر قیمت سهام و افزایش ثروت سهامداران.                            |
| ۶    | جذب سرمایه استارتاپ     | تعیین ارزش شرکت برای جذب سرمایه و مذاکره با سرمایه گذاران جدید.                               |
| ۷    | تعیین قیمت در مزایده ها | استفاده از ارزش گذاری برای تعیین حداقل قیمت فروش دارایی ها در مزایده های عمومی.               |
| ۸    | پرونده های قضایی        | تعیین ارزش دارایی ها در دعاوی حقوقی و پرداخت غرامت.                                           |
| ۹    | ارزیابی عملکرد مدیران   | سنجش تأثیر مدیران بر ارزش کسب و کار و همسو کردن اقدامات با منافع سهامداران.                   |
| ۱۰   | برنامه ریزی استراتژیک   | تمرکز بر پروژه ها، دارایی ها و کسب و کارهایی که پتانسیل افزایش ارزش خالص فعلی (NPV) را دارند. |
| ۱۱   | تأمین مالی              | کمک به صاحبان کسب و کار در جذب سرمایه مورد نیاز از طریق بانک ها و بازار سرمایه.               |

## ۲ بخش اول: رویکردهای اصلی ارزش‌گذاری

در دنیای ارزش‌گذاری، رویکردهای متعددی برای تعیین ارزش یک دارایی یا کسب‌وکار وجود دارد. به طور کلی، سه رویکرد اصلی برای ارزش‌گذاری شناخته شده است: رویکرد مبتنی بر دارایی‌ها، رویکرد مبتنی بر درآمد و رویکرد مبتنی بر بازار. برخی منابع، ارزش‌گذاری مبتنی بر ضرایب (Multiples) را نیز به عنوان یک دسته جداگانه یا زیرمجموعه‌ای از رویکرد بازار معرفی می‌کنند.

نکته حائز اهمیت این است که هیچ روش ارزش‌گذاری به تنهایی "بهترین" نیست و انتخاب روش مناسب به عوامل متعددی از جمله نوع دارایی، ماهیت شرکت، صنعت فعالیت، هدف از ارزش‌گذاری و اطلاعات در دسترس بستگی دارد. این فرآیند، ترکیبی از هنر و علم است. تحلیلگر ماهر تنها یک فرمول را اعمال نمی‌کند، بلکه در انتخاب و ترکیب روش‌ها بر اساس زمینه و هدف، قضاوت حرفه‌ای خود را به کار می‌گیرد. "هنر" در ارزش‌گذاری در درک ظرافت‌ها و محدودیت‌های هر روش و ترکیب آن‌ها برای ایجاد یک تصویر جامع و قابل دفاع از ارزش، به ویژه در محیط‌های پیچیده یا نامطمئن، نهفته است. این موضوع به خواننده این انتظار را می‌دهد که در ارزش‌گذاری هیچ راه‌حل جادویی وجود ندارد و این فرآیند نیازمند تفکر انتقادی، سازگاری و اغلب یک رویکرد چندوجهی برای رسیدن به یک ارزش‌گذاری قابل اعتماد است. در بسیاری از موارد، برای افزایش دقت و کاهش ریسک، کارشناسان توصیه می‌کنند که از ترکیب چندین روش ارزش‌گذاری استفاده شود.

## ۲,۱ رویکرد مبتنی بر دارایی ها (Asset Approach)

این رویکرد، ارزش شرکت را با تمرکز بر دارایی های آن تعیین می کند. در این روش، ارزش شرکت با استفاده از هزینه جایگزینی دارایی های آن، پس از کسر استهلاک فیزیکی و اقتصادی (در صورت قابل اندازه گیری بودن)، به دست می آید. این رویکرد بر وضعیت مالی فعلی شرکت تمرکز دارد و یک تصویر روشن از ساختار مالی کنونی آن ارائه می دهد. اصل زیربنایی این مدل این است که ارزش کلی حقوق صاحبان سهام شرکت برابر با ارزش کل دارایی های آن (اعم از مشهود و نامشهود) منهای کل بدهی ها است. این روش معمولاً برآوردی محافظه کارانه از ارزش ارائه می دهد.

### ۲,۱,۱ روش های کلیدی در رویکرد مبتنی بر دارایی ها

#### ۲,۱,۱,۱ ارزش اسمی سهام (Nominal Value of Shares)

این ارزش، بهایی است که هنگام تأسیس شرکت و انتشار سهام برای هر سهم تعیین می شود. در ایران، ارزش اسمی هر سهم معمولاً ۱۰۰۰ ریال است که از تقسیم سرمایه شرکت بر تعداد سهام به دست می آید. این ارزش با قیمت بازار تفاوت اساسی دارد.

#### ۲,۱,۱,۲ ارزش دفتری سهام (Book Value of Shares)

این ارزش، بهایی است که دارایی های یک شرکت پس از کسر بدهی ها، در دفاتر حسابداری آن ثبت می شوند. بر اساس معادله اصلی حسابداری، ارزش دفتری برابر با حقوق صاحبان سهام است. این بهاء و ارزش معمولاً با قیمت به روز بازار تفاوت دارد، زیرا بر اساس هزینه تاریخی یا آخرین تجدید ارزیابی ثبت می شود و تغییرات ارزش دارایی ها در طول زمان را منعکس نمی کند.

# راهنمای جامع ارزش گذاری

(مفاهیم، روش ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب و کار)

## ۲,۱,۱,۳ ارزش بازار سهام (Market Value of Shares)

این قیمت، بهای فعلی است که یک سهم در بازار معامله می شود و مستقیماً توسط نیروهای عرضه و تقاضا تعیین می گردد. این ارزش از حاصل ضرب قیمت سهام در تعداد کل سهام منتشر شده به دست می آید.

## ۲,۱,۱,۴ ارزش جایگزینی سهام (Replacement Value of Shares)

این روش به هزینه لازم برای احداث مجدد یک شرکت مشابه از ابتدا با نرخ های فعلی اشاره دارد. این روش معمولاً برای ارزش گذاری شرکت های دانش بنیان یا تازه تأسیس کاربرد دارد. با این حال، این روش استهلاک، ارزش برند یا امکان پذیری احداث مجدد را در نظر نمی گیرد و ممکن است در شرایطی مانند تحریم ها که واردات تجهیزات ضروری دشوار است، قابل توجیه نباشد.

## ۲,۱,۱,۵ ارزش سهام بر مبنای خالص دارایی ها (Net Asset Value – NAV)

NAV به ارزش روز دارایی های یک شرکت پس از کسر بدهی ها و سهام ممتاز اشاره دارد. این روش برای شرکت هایی که دارایی های فیزیکی قابل توجهی دارند، مانند شرکت های سرمایه گذاری یا تولیدی، بسیار مناسب است.

## ۲,۱,۱,۶ ارزش تصفیه ای (Liquidation Value)

این ارزش، خالص ارزش دارایی های فیزیکی یک شرکت در صورت انحلال و فروش سریع دارایی ها است. دارایی های نامشهود مانند سرقفلی و برند از این ارزش مستثنی می شوند. این ارزش معمولاً در سناریوهای ورشکستگی یا انحلال شرکت کاربرد دارد و دارایی ها اغلب با ضرر فروخته می شوند تا هرچه سریع تر نقد شوند.

# راهنمای جامع ارزش گذاری

(مفاهیم، روش ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب و کار)

روش های ارزش گذاری مبتنی بر دارایی ها، ماهیت ایستا در برابر پویایی را نشان می دهند. روش هایی مانند ارزش اسمی و دفتری، ایستا هستند و منعکس کننده هزینه های تاریخی می باشند. ارزش بازار پویا است اما صرفاً عرضه و تقاضای فعلی را منعکس می کند، نه لزوماً ارزش ذاتی را، در عین حال NAV سعی می کند با استفاده از ارزش های بازار فعلی برای دارایی ها، پویاتر باشد. ارزش تصفیه ای نیز یک "سناریوی بدترین حالت" را ارزیابی می کند که در آن دارایی ها به سرعت و اغلب با ضرر فروخته می شوند. این تفاوت ها در پویایی، به تحلیلگر کمک می کند تا محدودیت های هر روش را درک کند و بداند که ارزش های تاریخی ممکن است تصویر کاملی از ارزش فعلی یا آینده ارائه ندهند.

## ۲,۱,۲ مزایا و معایب رویکرد مبتنی بر دارایی ها

### مزایا:

- **ملموس و عینی:** این روش مبنای ملموس و عینی برای ارزش گذاری فراهم می کند، زیرا بر دارایی های واقعی شرکت استوار است.
- **مناسب برای صنایع دارایی محور:** برای شرکت هایی با دارایی های فیزیکی قابل توجه مانند صنایع تولیدی، املاک و مستغلات یا شرکت های سرمایه گذاری بسیار مفید است.
- **برآورد محافظه کارانه:** این روش معمولاً برآوردی محافظه کارانه از ارزش ارائه می دهد که برای سرمایه گذاری که رویکرد محتاطانه تری دارند، اطمینان بخش است.
- **مفید در سناریوهای انحلال:** در زمان انحلال یا فروش دارایی ها، این روش ابزار اصلی برای تعیین قیمت به شمار می رود.

# راهنمای جامع ارزش گذاری

(مفاهیم، روش ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب و کار)

- کاربرد برای وام دهندگان: برای وام دهندگان در ارزیابی وثیقه و ریسک اعتباری مفید است.
- سادگی و عینیت برای استارت آپ های اولیه: برای استارت آپ های در مراحل اولیه توسعه، به دلیل شفافیت و عینیت در محاسبه هزینه های انجام شده، می تواند مفید باشد.

## معایب:

- عدم توجه به پتانسیل رشد آینده: این روش ممکن است شرکت هایی را که ارزش آن ها عمدتاً در پتانسیل رشد آینده یا دارایی های نامشهود نهفته است، کمتر از ارزش واقعی نشان دهد.
- چالش در ارزش گذاری دارایی های نامشهود: ارزش گذاری دقیق دارایی های نامشهود مانند برند، حق اختراع یا نرم افزار در این روش دشوار و زمان بر است.
- زمان بر و پرهزینه: انجام دقیق این روش، به ویژه برای شرکت های بزرگ با دارایی های متنوع، می تواند زمان بر و پرهزینه باشد.
- عدم انعکاس ارزش واقعی در فعالیت مستمر: در شرایطی که شرکت به فعالیت خود ادامه می دهد (going concern)، ارزش دارایی ها ممکن است منعکس کننده ارزش واقعی کسب و کار نباشد.
- نادیده گرفتن سودآوری آتی: این روش برخلاف سایر روش های ارزش گذاری، سودآوری آتی شرکت را نادیده می گیرد و صرفاً بر دارایی ها و بدهی های فعلی تمرکز دارد.
- عدم لحاظ نوسانات بازار و رقابت: این روش به طور کامل نوسانات بازار، رقابت یا عوامل خاص صنعت را که بر ارزش دارایی ها تأثیر می گذارند، در نظر نمی گیرد.

# راهنمای جامع ارزش گذاری

(مفاهیم، روش ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب و کار)

محدودیت های ذاتی روش های مبتنی بر دارایی ها برای کسب و کارهای مدرن و متکی بر دارایی های نامشهود، یک چالش مهم است. تمرکز صرف بر دارایی های فیزیکی، این روش ها را برای شرکت های فناوری، استارت آپ ها یا کسب و کارهایی که ارزش اصلی شان در نوآوری، برند یا روابط با مشتری نهفته است، کمتر مناسب می سازد. این امر نشان می دهد که در اقتصاد دانش محور امروز، اتکا به این روش ها به تنهایی می تواند منجر به کم ارزش گذاری قابل توجهی شود و نیاز به رویکردهای مکمل را برجسته می سازد.

## ۲,۲ رویکرد مبتنی بر درآمد (Income Approach)

در رویکرد مبتنی بر درآمد، ارزش شرکت بر اساس جریان نقدی درآمدهای مورد انتظار آتی و به عبارت بهتر، خالص جریان وجوه نقد آتی و تنزیل آن ها به ارزش فعلی، محاسبه می گردد. این رویکرد به پتانسیل کسب و کار برای تولید درآمد در آینده نگاه می کند و به همین دلیل برای سرمایه گذارانی که به دنبال بازده بلندمدت هستند، جذاب است.

### ۲,۲,۱ روش های کلیدی در رویکرد مبتنی بر درآمد

#### ۲,۲,۱,۱ مدل تنزیل جریان نقدی (Discounted Cash Flow – DCF)

○ **تعریف و اصول:** DCF یکی از دقیق ترین و پرکاربردترین روش های ارزش گذاری است. این مدل ارزش فعلی جریان های نقدی آتی یک شرکت یا دارایی را با در نظر گرفتن ارزش زمانی پول و ریسک های مرتبط، تخمین می زند. به بیان ساده، این روش پاسخ می دهد که آیا پولی که یک سرمایه گذاری در آینده به دست می آورد، بیشتر از پولی است که در حال حاضر سرمایه گذاری شده است یا خیر.

# راهنمای جامع ارزش گذاری

(مفاهیم، روش ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب و کار)

◦ **فرمول:** فرمول اصلی DCF به صورت زیر است:

$$DCF = CF_1/(1+r)^1 + CF_2/(1+r)^2 + \dots + CF_n/(1+r)^n + TV/(1+r)^n$$

که در آن CF جریان نقدی در سال های آتی، r نرخ تنزیل (معمولاً میانگین موزون هزینه سرمایه یا WACC) و n مدت زمان تولید جریان های نقدی است.

◦ **کاربردها:** این روش در طیف وسیعی از سرمایه گذاری ها و پروژه های مالی کاربرد دارد. به طور خاص، برای ارزش گذاری شرکت های بورسی که به سودآوری رسیده اند و صورت های مالی قابل اعتمادی دارند، بسیار مناسب است. همچنین برای ارزیابی جذابیت فرصت های سرمایه گذاری، تصمیم گیری در مورد بودجه بندی سرمایه، تحلیل ادغام و تملیک و ارزش گذاری استارت آپ های در مرحله میانی و پایانی کاربرد دارد.

◦ **مزایا:**

- **دقیق و جامع:** مدل های DCF بسیار دقیق هستند و تمام مفروضات اصلی در مورد آینده کسب و کار را در بر می گیرند.
- **تعیین ارزش ذاتی:** این روش به تعیین ارزش ذاتی یک کسب و کار کمک می کند که مستقل از نوسانات بازار است.
- **آینده نگر:** DCF بر پتانسیل آینده تمرکز دارد و تمام انتظارات آتی از یک کسب و کار را شامل می شود.

# راهنمای جامع ارزش گذاری

(مفاهیم، روش ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب و کار)

- **مستقل از بازار:** این مدل تحت تأثیر نوسانات کوتاه مدت بازار یا عوامل غیر اقتصادی قرار نمی گیرد.
- **انعطاف پذیر:** امکان ساخت سناریوهای مختلف و انجام تحلیل حساسیت را فراهم می کند.
- **کاربرد در M&A:** ابزاری ارزشمند برای ارزیابی ادغام ها و تملیک های احتمالی است.

## ○ معایب:

- **وابستگی شدید به مفروضات:** دقت DCF به شدت به تخمین ها و مفروضات جریان های نقدی آتی، نرخ تنزیل و ارزش پایانی وابسته است که می تواند نادرست باشد.
- **حساسیت بالا:** تغییرات کوچک در مفروضات کلیدی می تواند منجر به تغییرات قابل توجهی در نتایج ارزش گذاری شود.
- **پیچیدگی و خطا:** به دلیل نیاز به داده های گسترده و محاسبات پیچیده، مستعد خطا و بیش از حد پیچیده شدن است.
- **چالش در برآورد ارزش پایانی و WACC:** تخمین ارزش پایانی (Terminal Value) که بخش بزرگی از ارزش کل را تشکیل می دهد و همچنین محاسبه میانگین موزون هزینه سرمایه (WACC) دشوار است.

# راهنمای جامع ارزش گذاری

(مفاهیم، روش ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب و کار)

- **عدم مقایسه با رقبا:** این روش به تنهایی ارزش شرکت را در انزوا بررسی می کند و مقایسه مستقیمی با ارزش گذاری رقبا ارائه نمی دهد.
- **محدودیت برای استارت آپ های اولیه:** به دلیل عدم وجود داده های تاریخی کافی و پیش بینی های مالی با خطای بالا، برای استارت آپ های در مراحل اولیه کمتر کاربرد دارد.

یکی از جنبه های مهم DCF، جزئیات بالای آن است که می تواند هم یک مزیت و هم یک چالش باشد. این روش به دلیل نیاز به مفروضات متعدد، در عین ارائه عمق تحلیل، به شدت به دقت این مفروضات وابسته است. حتی یک دست کاری کوچک در مفروضات می تواند تفاوت های قابل توجهی در ارزش نهایی ایجاد کند. این موضوع نشان می دهد که دقت در DCF نه تنها به مدل سازی صحیح، بلکه به کیفیت و قابل اتکا بودن داده های ورودی و قضاوت تحلیلگر بستگی دارد. بنابراین، تحلیل گران باید با احتیاط و در کنار سایر روش ها از DCF استفاده کنند تا نتایج را اعتبارسنجی نمایند.

## ۲،۲،۱،۲ مدل تنزیل سود نقدی (Dividend Discount Model – DDM)

- **تعریف و اصول:** این مدل ارزش ذاتی یک سهم را بر اساس مجموع ارزش فعلی تمام سودهای نقدی آتی که انتظار می رود به سهامداران پرداخت شود، تخمین می زند. فرض اصلی این است که ارزش واقعی یک سهم تابع مستقیم جریان های نقدی مورد انتظار آن سهم در آینده است. این روش زمانی کاربرد دارد که شرکت سودآور بوده و سیاست های ثابتی برای تقسیم سود داشته باشد.

# راهنمای جامع ارزش گذاری

(مفاهیم، روش ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب و کار)

## ○ انواع مدل DDM:

- **مدل تک دوره ای:** ارزش منصفانه سهام با محاسبه مجموع سود پرداختی آتی و قیمت فروش تخمینی و تنزیل آن ها به ارزش فعلی تعیین می شود.
- **مدل رشد گوردون (Gordon Growth Model):** این مدل زمانی کاربرد دارد که انتظار می رود رشد سود نقدی سهام در بلندمدت ثابت باشد (مثلاً هر سال ۵ درصد).
- **مدل چند مرحله ای:** این مدل دو مرحله رشد را در نظر می گیرد؛ یک دوره رشد سریع و تهاجمی و سپس یک دوره رشد پایدارتر و پایین تر.

○ **کاربردها:** DDM برای ارزش گذاری شرکت های بالغ و باثبات که سابقه پرداخت سود منظم و قابل پیش بینی دارند (مانند شرکت های فعال در حوزه انرژی، شرکت های سرمایه گذاری یا بانک های معتبر) مناسب است. این مدل به سرمایه گذاران کمک می کند تا سهام را از نظر ارزش ذاتی ارزیابی کرده و فرصت های کم ارزش گذاری یا بیش ارزش گذاری را شناسایی کنند.

## ○ مزایا:

- **ملموس و عینی:** ارزش گذاری بر اساس جریان های نقدی واقعی (سود تقسیمی) انجام می شود.
- **محافظه کاری و ثبات:** شرکت ها تمایل دارند سودهای تقسیمی ثابتی را حفظ کنند، که به پایداری ارزش گذاری کمک می کند.

# راهنمای جامع ارزش گذاری

(مفاهیم، روش ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب و کار)

- مناسب برای کسب و کارهای بالغ: برای شرکت هایی که به مرحله بلوغ رسیده اند و نیاز کمتری به سرمایه گذاری مجدد سود دارند، ایده آل است.
- مناسب برای انواع سرمایه گذاران: برای سرمایه گذاران خرد و ریسک گریز که به دنبال درآمد ثابت هستند، جذاب است.

## ○ معایب:

- کاربرد محدود: برای شرکت هایی که سود تقسیمی پرداخت نمی کنند یا سود تقسیمی آن ها بسیار متغیر است، مناسب نیست. این مدل پتانسیل سود سرمایه ای سهام بدون سود تقسیمی را نادیده می گیرد.
- بیش از حد ساده سازی واقعیت: DDM ممکن است پویایی های پیچیده بازار و عوامل خاص شرکت مانند نوآوری محصول یا پتانسیل رشد را نادیده بگیرد.
- حساسیت به مفروضات: تغییرات کوچک در نرخ رشد سود تقسیمی یا نرخ تنزیل می تواند تأثیر زیادی بر ارزش گذاری داشته باشد.
- عدم ارتباط بین سود تقسیمی و سودآوری: گاهی اوقات سود تقسیمی ممکن است متناسب با سودآوری واقعی شرکت نباشد، که منجر به ارزش گذاری نادرست می شود.
- فرض رشد دائمی: فرض رشد ثابت و دائمی سود تقسیمی در بلندمدت، در بازارهای پویا و بی ثبات غیر واقع بینانه است.

# راهنمای جامع ارزش گذاری

(مفاهیم، روش ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب و کار)

▪ **نادیده گرفتن باز خرید سهام:** این مدل به باز خرید سهام توسط شرکت که می تواند ارزش را برای سهامداران افزایش دهد، توجهی نمی کند.

مدل DDM برای شرکت های بالغ و سودده که سیاست تقسیم سود ثابت و مشخصی دارند، مناسب است، اما محدودیت های این مدل باعث می شود برای شرکت های با رشد بالا یا شرکت هایی که سود تقسیمی پرداخت نمی کنند، نامناسب باشد. این موضوع نشان می دهد که انتخاب مدل ارزش گذاری باید با ماهیت کسب و کار همخوانی داشته باشد و استفاده از یک مدل به تنهایی، به ویژه در شرایطی که فرضیات آن با واقعیت شرکت همخوانی ندارد، می تواند منجر به نتایج گمراه کننده شود.

## ۲،۲،۱،۳ روش ارزش گذاری سود اقتصادی (Economic Profit Method – EVA)

○ **تعریف و اصول:** ارزش افزوده اقتصادی (EVA) معیاری از عملکرد مالی یک شرکت است که سود اقتصادی واقعی آن را با کسر هزینه سرمایه از سود عملیاتی (پس از کسر مالیات) محاسبه می کند. هدف اصلی EVA، بررسی و محاسبه دقیق سود اقتصادی و واقعی یک شرکت است. EVA نشان می دهد که آیا شرکت واقعاً ارزش اقتصادی ایجاد کرده است یا خیر، یعنی آیا بازدهی بیشتری نسبت به هزینه های سرمایه گذاری خود ایجاد کرده است.

○ **فرمول:**

$$EVA = NOPAT - (WACC \times \text{کل سرمایه سرمایه گذاری شده})$$

NOPAT (سود عملیاتی خالص پس از مالیات)

WACC (میانگین موزون هزینه سرمایه)

# راهنمای جامع ارزش گذاری

(مفاهیم، روش ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب و کار)

○ **کاربردها: EVA** برای ارزیابی کارایی استفاده از سرمایه در یک کسب و کار و به حداکثر رساندن ارزش سهامداران بسیار مناسب است. این روش به مدیران کمک می کند تا بخش های سودآور و زیان ده شرکت را شناسایی کنند، تصمیمات سرمایه گذاری را بهینه سازند، هزینه های تأمین مالی را کاهش دهند و بهره وری دارایی ها را افزایش دهند. همچنین، EVA می تواند برای ارزیابی عملکرد مدیران و پاداش دهی بر اساس میزان ارزش افزوده ایجاد شده استفاده شود.

## ○ مزایا:

- **انعکاس ارزش اقتصادی واقعی: EVA** فراتر از بررسی سود حسابداری شرکت عمل می کند و با در نظر گرفتن هزینه سرمایه، تصویر دقیق تری از ارزش اقتصادی واقعی شرکت ارائه می دهد.
- **همسویی منافع:** مدیران را به سمت تصمیماتی سوق می دهد که به افزایش ارزش شرکت و ثروت سهامداران کمک می کند.
- **قابلیت مقایسه:** می تواند برای مقایسه عملکرد شرکت های مختلف در صنایع مشابه مورد استفاده قرار گیرد.
- **شاخص عینی عملکرد:** از دهه ۱۹۹۰ به بعد به عنوان یک معیار نسبتاً عینی از بازده و ابزاری برای ارزیابی توانایی های مدیریتی رایج شده است.

# راهنمای جامع ارزش گذاری

(مفاهیم، روش ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب و کار)

## ○ معایب:

- نیاز به داده های دقیق و پیچیده: محاسبه EVA نیازمند داده های دقیق و پیچیده تری است و ممکن است زمان بر باشد.
- حساسیت به برآوردها: به برآوردهای صحیح هزینه های سرمایه و سود عملیاتی وابسته است و برآورد نادرست می تواند نتایج را تغییر دهد.
- تمرکز بر سود حسابداری: EVA بیشتر بر مبنای سود حسابداری است و ممکن است به طور کامل جریان های نقدی واقعی را منعکس نکند.
- سوگیری سرمایه بر: شرکت هایی با نیازهای سرمایه ای بالا ممکن است EVA پایین تری نشان دهند، حتی اگر سودآور باشند، که ارزیابی صنایع مانند تولید یا تأسیسات را دشوار می کند.

EVA فراتر از سود حسابداری عمل می کند تا ارزش اقتصادی واقعی را نشان دهد و این موضوع آن را به طور مستقیم به عملکرد مدیریت و تصمیم گیری های استراتژیک شرکت مرتبط می سازد. این معیار، مدیران را تشویق می کند تا نه تنها به سودآوری، بلکه به کارایی استفاده از سرمایه و خلق ارزش برای سهامداران توجه کنند. این رویکرد به ویژه در محیط های پیچیده که احتمال دستکاری در سود حسابداری وجود دارد، اهمیت می یابد و به سازمان ها کمک می کند تا فرآیندهای اقتصادی خود را به صورت عددی و نموداری تحلیل کنند.

# راهنمای جامع ارزش گذاری

(مفاهیم، روش ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب و کار)

## ۲,۲,۱,۴ روش ارزش گذاری سود سرمایه گذاری (Capitalization of Earnings)

○ **تعریف و اصول:** این روش ارزش یک سازمان را با محاسبه ارزش فعلی خالص (NPV) سود یا جریان های نقدی آتی مورد انتظار، تقسیم بر نرخ سرمایه گذاری (Capitalization Rate)، تعیین می کند. این یک رویکرد ارزش گذاری مبتنی بر درآمد است که به جریان نقدی فعلی، نرخ بازده سالانه سرمایه گذاری (ROI) و ارزش مورد انتظار کسب و کار نگاه می کند. این روش بر سودهای پایدار و قابل تکرار تمرکز دارد.

○ **فرمول:**

**نرخ سرمایه گذاری / NPV = ارزش**

نرخ سرمایه گذاری نیز از تقسیم درآمد عملیاتی بر قیمت خرید به دست می آید.

○ **کاربردها:** این روش یک راه سریع و ساده برای تخمین ارزش کسب و کار بر اساس سودهای تخمینی است و به طور گسترده در تحلیل مالی و ارزش گذاری استفاده می شود. همچنین به سرمایه گذاران در تعیین ریسک ها و بازده احتمالی خرید یک شرکت کمک می کند.

○ **مزایا:**

- **سادگی و سرعت:** این روش نسبتاً ساده و سریع برای محاسبه ارزش است.
- **لحاظ کردن ارزش زمانی پول:** با تنزیل سودهای آتی، ارزش زمانی پول را در نظر می گیرد.

# راهنمای جامع ارزش گذاری

(مفاهیم، روش ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب و کار)

- **تمرکز بر سود پایدار:** بر سودهای پایدار و بلندمدت تمرکز دارد و نوسانات کوتاه مدت را نادیده می گیرد.

○ **معایب:**

- **وابستگی به پیش بینی ها:** به شدت به پیش بینی دقیق سودهای آتی و نرخ سرمایه گذاری وابسته است.
- **عدم دقت در رویدادهای غیرعادی:** رویدادهای غیرعادی می توانند بر سودها تأثیر بگذارند و منجر به ارزش گذاری نادرست شوند.
- **نیاز به درک عمیق از کسب و کار:** برای اعمال صحیح فرمول، نیاز به درک قوی از نوع کسب و کار و صنعت دارد.
- **حساسیت بالا به مفروضات:** به دلیل استفاده از مفروضات کمتر نسبت به DCF، حساسیت بیشتری به تغییرات در مفروضات کلیدی دارد.

این روش در حالی که سادگی و سرعت را ارائه می دهد، دقت را فدای این مزایا می کند، زیرا به شدت به پیش بینی سودها و مفروضات وابسته است. این موضوع نشان می دهد که در انتخاب روش، باید تعادلی بین سهولت اجرا و دقت نتایج برقرار کرد. برای کسب و کارهای با سودآوری پایدار، این روش می تواند یک نقطه شروع سریع و مفید باشد، اما برای شرکت های با نوسانات بالا یا پتانسیل رشد نامشخص، ممکن است کافی نباشد.

## ۲,۳ رویکرد مبتنی بر بازار (Market Approach)

رویکرد مبتنی بر بازار، ارزش یک شرکت را با مقایسه آن با شرکت های مشابه در بازار یا معاملات قبلی انجام شده برای دارایی های مشابه تخمین می زند. این روش بر این فرض استوار است که بازار کارآمد است و قیمت های فعلی شرکت های مشابه، منعکس کننده ارزش منصفانه هستند.

### ۲,۳,۱ روش های کلیدی در رویکرد مبتنی بر بازار

#### ۲,۳,۱,۱ روش مقایسه ای (Comparable Company Analysis – CCA)

○ **تعریف و اصول:** در این روش، ارزش شرکت مورد نظر با مقایسه آن با شرکت های مشابهی که در همان صنعت فعالیت می کنند و در بورس معامله می شوند، تعیین می شود. این مقایسه با استفاده از نسبت های مالی کلیدی انجام می پذیرد.

○ **ضرایب مقایسه ای (Multiples):** ضرایب مقایسه ای، شاخص هایی هستند که برای ارزش گذاری سهام با مقایسه شرکت ها استفاده می شوند. این ضرایب به دو دسته اصلی تقسیم می شوند:

▪ **ضرایب قیمتی (Equity Multiples):** این ضرایب بر معیارهایی تمرکز دارند که مستقیماً به حقوق صاحبان سهام مربوط می شوند.

▪ **نسبت قیمت به سود خالص (P/E Ratio):** یکی از متداول ترین روش ها برای ارزش گذاری سهام است. این نسبت، قیمت (Price) یک سهم را به سود هر سهم (EPS) تقسیم می کند و نشان می دهد سرمایه گذاران مایلند چه مقدار برای هر دلار سود کسب شده توسط

# راهنمای جامع ارزش گذاری

(مفاهیم، روش ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب و کار)

شرکت پردازند.  $P/E$  بالا ممکن است نشان دهنده انتظارات رشد بالا یا بیش ارزش گذاری باشد، در حالی که  $P/E$  پایین می تواند نشان دهنده کم ارزش گذاری یا ریسک باشد.

- **نسبت قیمت به فروش ( $P/S$  Ratio):** این نسبت از تقسیم قیمت هر سهم بر فروش به ازای هر سهم به دست می آید. این روش بیشتر برای شرکت های تازه تأسیس که هنوز به سوددهی نرسیده اند یا شرکت هایی که سوددهی کمی دارند، استفاده می شود.

- **نسبت قیمت به ارزش دفتری ( $P/B$  Ratio):** این نسبت از تقسیم قیمت سهم بر ارزش دفتری هر سهم به دست می آید و نشان می دهد بازار چگونه شرکت را در مقایسه با دارایی های خالص آن ارزش گذاری می کند.  $P/B$  کمتر از ۱ ممکن است نشان دهنده معامله سهم زیر ارزش خالص دارایی هایش باشد.

- **ضرایب بنگاهی (Enterprise Value Multiples):** این ضرایب دیدگاه گسترده تری از عملکرد مالی شرکت را با در نظر گرفتن کل ساختار سرمایه (هم بدهی و هم حقوق صاحبان سهام) ارائه می دهند.

- **$EV/EBITDA$  و  $EV/Revenue$  و  $EV/Invested Capital$ :** این نسبت ها به ترتیب ارزش بنگاه را به سود قبل از بهره، مالیات، استهلاک و استهلاک دارایی های نامشهود ( $EBITDA$ )، درآمد و سرمایه سرمایه گذاری شده مقایسه می کنند. این معیارها به ویژه در ادغام و تملیک اهمیت دارند.

# راهنمای جامع ارزش گذاری

(مفاهیم، روش ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب و کار)

## ○ مزایا:

- **سادگی و سرعت:** ضرایب مقایسه ای به دلیل سادگی در محاسبه و تفسیر، مورد علاقه تحلیل گران و سرمایه گذاران هستند و امکان تخمین سریع ارزش را فراهم می کنند.
- **قابلیت مقایسه:** این روش امکان مقایسه آسان بین شرکت های مشابه در یک صنعت را فراهم می کند.
- **انعکاس احساسات بازار:** ضرایب مقایسه ای احساسات فعلی بازار را منعکس می کنند که در بازارهای فعال بسیار کاربردی است.

## ○ معایب:

- **وابستگی به داده های قابل مقایسه:** دقت این روش به شدت به در دسترس بودن و کیفیت داده های مالی شرکت های مشابه بستگی دارد که ممکن است محدود یا غیردقیق باشند.
- **بیش از حد ساده سازی:** ضرایب ممکن است واقعیت های مالی پیچیده را بیش از حد ساده کنند و ظرافت هایی مانند پتانسیل رشد یا مزیت های رقابتی منحصر به فرد را نادیده بگیرند.
- **دیدگاه لحظه ای:** این معیارها یک دیدگاه لحظه ای از ارزش ارائه می دهند که اگر عملکرد مالی شرکت نوسانات قابل توجهی داشته باشد، می تواند گمراه کننده باشد.

# راهنمای جامع ارزش‌گذاری

(مفاهیم، روش‌ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب‌وکار)

- **ملاحظات بدهی:** برخی ضرایب، به ویژه ضرایب قیمتی، ممکن است تأثیر بدهی شرکت را نادیده بگیرند و تصویر ناقصی از سلامت مالی آن ارائه دهند.
- **حساسیت به شرایط بازار:** این روش به شدت وابسته به شرایط بازار است و ممکن است در شرایط نوسانی یا غیرعادی دقت لازم را نداشته باشد.
- **پیچیدگی انتخاب گروه هم‌تا:** انتخاب شرکت‌های هم‌تا با چشم‌انداز رشد، عملکرد مالی، محصولات، بازارهای هدف و موقعیت استراتژیک مشابه، فرآیندی پیچیده و زمان‌بر است.

تنش بین سادگی و دقت در ضرایب بازار، یک ملاحظه مهم است. در حالی که سهولت استفاده از این روش‌ها جذاب است، نیاز به انتخاب دقیق گروه هم‌تا و پتانسیل بیش از حد ساده‌سازی، دقت نهایی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. این بدان معناست که تحلیلگر باید نه تنها به اعداد، بلکه به کیفیت مقایسه‌ها و تناسب آن‌ها با شرکت مورد نظر توجه کند.

## ۲,۳,۱,۲ روش معاملات پیشین (Precedent Transaction Analysis)

- **تعریف و اصول:** این روش ارزش یک شرکت را بر اساس معاملات ادغام و تملیک (M&A) گذشته در همان صنعت ارزیابی می‌کند. این معاملات اغلب شامل «حق‌الامتياز کنترل» (control premium) هستند، زیرا معمولاً بیش از ضرایب معاملاتی عادی ارزش‌گذاری می‌شوند.
- **کاربردها:** این روش به ویژه برای شرکت‌هایی که قصد ادغام یا تملیک دارند، بینش‌های ارزشمندی ارائه می‌دهد.

# راهنمای جامع ارزش گذاری

(مفاهیم، روش ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب و کار)

○ **مزایا:** معاملات پیشین، پویایی های واقعی معاملات در دنیای واقعی را منعکس می کنند، از جمله پاداش های استراتژیک و شرایط بازار در زمان معامله.

○ **معایب:** این روش می تواند به دلیل نادر بودن معاملات قابل مقایسه و تغییرات سریع شرایط بازار، منسوخ شود.

این روش، در حالی که معیارهای واقعی از معاملات گذشته را فراهم می کند، با چالش هایی مانند کمیاب بودن داده ها و عدم به روز بودن آن ها مواجه است. این بدان معناست که اگرچه این روش می تواند بینش های ارزشمندی را ارائه دهد، اما اتکا به آن به تنهایی، به ویژه در بازارهای در حال تغییر، ممکن است کافی نباشد.

## ۲,۳,۱,۳ روش گزینه های واقعی (Real Options Valuation – ROV)

• **اصول و مبانی:** روش گزینه های واقعی (ROV) یک چارچوب پیچیده است که اصول نظریه گزینه های مالی را در بودجه بندی سرمایه و تصمیم گیری استراتژیک ادغام می کند. این روش فرصت های سرمایه گذاری را به عنوان "اختیار" (Option) ارزیابی می کند، نه به عنوان نقاط تصمیم گیری ثابت و هزینه های از دست رفته. این بدان معناست که تصمیماتی مانند به تعویق انداختن، توسعه یا رها کردن طرح ها و پروژه ها به عنوان گزینه های مالی و اقتصادی با نتایج قابل اندازه گیری تلقی می شوند. ROV از مدل بلک-شولز (Black-Scholes)، که در ابتدا برای قیمت گذاری مشتقات مالی استفاده می شد، نشأت گرفته و توسط محققانی مانند استوارت مایرز در دهه های ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰ برای پروژه های سرمایه ای دنیای واقعی تطبیق داده شد.

○ **انعطاف پذیری پویا:** گزینه های واقعی، ارزش انتظار و یادگیری را در بر می گیرند که در صنایع با عدم قطعیت بالا حیاتی است.

# راهنمای جامع ارزش گذاری

(مفاهیم، روش ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب و کار)

- **دقت کمی:** ریسک ها و فرصت ها را به روشی قابل تکرار با استفاده از مدل های ریاضی مانند مدل درختی دو جمله ای یا بلک-شولز کمی سازی می کند.
- **بینش استراتژیک:** ROV شکاف بین تحلیل مالی فنی و مدیریت استراتژیک را پر می کند و چارچوبی برای تصمیم گیری های آگاهانه فراهم می آورد.
- **انواع گزینه ها:** ROV می تواند شامل تصمیماتی برای گسترش، به تعویق انداختن یا انتظار و یا رها کردن کامل یک پروژه باشد. همچنین می تواند شامل شروع، به تأخیر انداختن، رها کردن یک پروژه موجود یا برنامه ریزی توالی مراحل پروژه باشد.
- **کاربردها:** ROV به ویژه در محیط های اقتصادی و بازار که بسیار بی ثبات اما انعطاف پذیر هستند، مناسب است. این روش در صنایع مختلفی مانند داروسازی (برای به تعویق انداختن آزمایش های بالینی گران قیمت در مواجهه با نتایج نامشخص توسعه دارو)، انرژی (برای ارزیابی گزینه گسترش تأسیسات تولید در صورت بهبود شرایط بازار) و فناوری (برای ارزیابی مداوم سرمایه گذاری ها در فناوری های جدید به دلیل نوآوری های سریع) کاربرد دارد. همچنین در ادغام و تملیک و تحقیق و توسعه نیز مورد استفاده قرار می گیرد.
- **مزایا:**
  - **افزایش انعطاف پذیری:** با ارزش گذاری گزینه به تعویق انداختن یا تغییر سرمایه گذاری ها، به شرکت ها کمک می کند تا عدم قطعیت ها را بهتر مدیریت کنند.
  - **بهبود تصمیم گیری:** ادغام مدل های کمی با نظارت استراتژیک منجر به تخصیص سرمایه آگاهانه تر می شود.

# راهنمای جامع ارزش گذاری

(مفاهیم، روش ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب و کار)

- **پل ارتباطی بین نظریه و عمل:** ROV یک روش ملموس برای به کارگیری نظریه های مالی پیچیده در چالش های عملی کسب و کار ارائه می دهد.
- **ارزیابی سناریوهای متعدد:** به فارغ التحصیلان MBA و استراتژیست های شرکتی امکان می دهد تا سناریوهای متعدد را ارزیابی کنند.

## • معایب:

- **دشواری در برآورد ارزش دقیق:** تعیین یا تخمین ارزش دقیق گزینه های واقعی می تواند دشوار باشد.
- **ذهنی بودن:** برخلاف قراردادهای مشتقات مالی که اغلب در بورس معامله می شوند و ارزش عددی دارند، گزینه های واقعی بسیار ذهنی تر هستند.
- **پیچیدگی مدل ها:** مدل های گزینه های واقعی می توانند از نظر ریاضی و محاسباتی پیچیده باشند.
- **محدودیت داده ها:** داده های نادرست یا ناکافی می توانند قابلیت اطمینان مدل را تضعیف کنند.
- **مقاومت فرهنگی:** تغییر از معیارهای سنتی به چارچوب پویا و انعطاف پذیر ممکن است با مقاومت داخلی مواجه شود.

ROV با ارزش گذاری انعطاف پذیری استراتژیک، محدودیت های روش ارزش فعلی خالص (NPV) سنتی را برطرف می کند، به ویژه در محیط های نامطمئن. این روش به مدیران اجازه می دهد تا ارزش تصمیم گیری های آتی را در نظر بگیرند، مانند امکان به تعویق انداختن یک پروژه تا زمانی که اطلاعات

# راهنمای جامع ارزش گذاری

(مفاهیم، روش ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب و کار)

بیشتری در دسترس باشد. این موضوع به شرکت ها کمک می کند تا در مواجهه با عدم قطعیت، تصمیمات سرمایه گذاری بهتری بگیرند و به جای تعهدات ثابت، گزینه های استراتژیک را در نظر بگیرند.

۲,۳,۱,۴ روش ارزش گذاری ورودی/ هزینه بازآفرینی (Entry Valuation / Cost-to-Duplicate)

• **اصول و مبانی:** این روش ارزش یک کسب و کار را با محاسبه هزینه ایجاد یک شرکت مشابه از ابتدا تعیین می کند. این رویکرد بر دارایی های ملموس و هزینه های مستقیم تمرکز دارد و دارایی های نامشهود و پتانسیل رشد آینده را نادیده می گیرد. این روش یک معیار عینی از ارزش را بر اساس هزینه های واقعی انجام شده ارائه می دهد.

• **مراحل محاسبه:** برای انجام این محاسبه، مراحل زیر طی می شود:

۱. **لیست کردن تمام دارایی های مشهود:** شامل رایانه ها، تجهیزات، مبلمان، اموال فیزیکی و هزینه های موجودی.

۲. **خلاصه سازی هزینه های توسعه:** شامل حقوق تیم تحقیق و توسعه، هزینه های آزمایش، توسعه نمونه اولیه، توسعه نرم افزار، هزینه های مجوز و خرید فناوری.

۳. **محاسبه هزینه های عملیاتی:** شامل حقوق و دستمزد کارکنان (به ویژه در فاز توسعه)، اجاره، آب و برق و سایر هزینه های دفتری.

۴. **لحاظ کردن هزینه های تشکیل و قانونی:** شامل هزینه های ثبت شرکت، هزینه های حقوقی و سایر هزینه های اداری. همچنین هزینه های مربوط به ثبت اختراع یا علائم تجاری.

# راهنمای جامع ارزش گذاری

(مفاهیم، روش ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب و کار)

۵. **افزودن هزینه های بازاریابی و تحقیقات بازار:** شامل هزینه های تبلیغات، تولید مواد بازاریابی، بازاریابی دیجیتال و فعالیت های تحقیقات بازار.
  ۶. **لحاظ کردن هزینه های وام و بهره:** در صورت وجود وام، شامل مبالغ اصلی و هرگونه پرداخت بهره مربوطه.
  ۷. **جمع کل هزینه ها:** جمع آوری تمام هزینه های تفکیک شده برای رسیدن به رقم کل هزینه بازآفرینی.
  ۸. **بازبینی و تنظیم:** بازبینی ارقام برای اطمینان از دقت و لحاظ شدن صحیح تمام هزینه ها.
- **کاربردها:** این روش به ویژه برای استارت آپ های بسیار جدید یا خاص و همچنین کسب و کارهایی با دارایی های فیزیکی یا فناوری های خاص، کاربرد دارد.
  - **مزایا:**
    - **شفافیت و سادگی:** محاسبه آن ساده و قابل درک است، حتی برای افراد ناآشنا با مفاهیم مالی کسب و کار.
    - **داده های عینی:** بر اساس هزینه های واقعی انجام شده استوار است و حدس و گمان ذهنی را کاهش می دهد.
    - **سهولت در ارتباط:** ارائه و بحث در مورد ارزش استارت آپ با سرمایه گذاران را به دلیل رویکرد ساده اش آسان می کند.

# راهنمای جامع ارزش گذاری

(مفاهیم، روش ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب و کار)

○ **ایده آل برای مراحل اولیه:** برای استارت‌آپ‌های در مراحل اولیه توسعه که هنوز درآمد یا موقعیت بازار قوی ندارند، مناسب است.

## • معایب:

○ **دیدگاه لحظه‌ای:** این روش تنها یک عکس فوری از ارزش در یک لحظه خاص ارائه می‌دهد و بینش‌هایی در مورد ارزش آینده کسب و کار نمی‌دهد.

○ **کم ارزش گذاری مدل‌های پیچیده/نوآورانه:** ممکن است ارزش مدل‌های کسب و کار پیچیده یا نوآورانه را بیش از حد ساده یا کم ارزش نشان دهد.

○ **نادیده گرفتن دارایی‌های نامشهود و پتانسیل رشد:** ارزش قابل توجهی که از دارایی‌های نامشهود مانند برند، مالکیت فکری، روابط با مشتری یا پتانسیل رشد آینده به دست می‌آید را در نظر نمی‌گیرد.

○ **عدم انعکاس شرایط بازار و رقابت:** نوسانات بازار، رقابت یا عوامل خاص صنعت را که بر ارزش دارایی‌ها تأثیر می‌گذارند، در نظر نمی‌گیرد.

این روش یک پایه ساده و عینی برای استارت‌آپ‌های اولیه فراهم می‌کند، اما پتانسیل رشد آینده و دارایی‌های نامشهود را به طور قابل توجهی کم ارزش می‌کند. این بدان معناست که در حالی که برای تخمین سرمایه‌گذاری اولیه مفید است، برای شرکت‌هایی که ارزش اصلی آن‌ها در نوآوری و مقیاس‌پذیری آینده نهفته است، کافی نیست و باید با روش‌های مکمل ترکیب شود.

## ۳ بخش دوم: چالش‌ها و روندهای نوین در ارزش‌گذاری

فرآیند ارزش‌گذاری، به ویژه در اقتصادهای پویا و پیچیده امروز، با چالش‌های متعددی روبرو است. این چالش‌ها می‌توانند بر دقت و قابلیت اطمینان نتایج ارزش‌گذاری تأثیر بگذارند.

### ۳,۱ چالش‌های رایج در فرآیند ارزش‌گذاری

- **عدم دقت داده‌ها:** یکی از بزرگترین چالش‌ها، نیاز به داده‌های دقیق و جامع است. در بسیاری از موارد، به ویژه برای استارت‌آپ‌ها و شرکت‌های نوپا، داده‌های تاریخی محدود یا غیرقابل اعتماد هستند. تحقیقات نشان داده‌اند که عدم دقت در پیش‌بینی‌های مالی می‌تواند به نتایج نادرست در ارزش‌گذاری منجر شود. این امر نیاز به جمع‌آوری داده‌های دقیق و به‌روز و همچنین اعتبارسنجی آن‌ها از منابع مختلف را برجسته می‌سازد.
- **ذهنی بودن و فرضیات زیاد:** ارزش‌گذاری یک علم دقیق نیست و به شدت به مفروضات متعددی وابسته است. این مفروضات می‌توانند شامل نرخ رشد آینده، نرخ تنزیل، جریان‌های نقدی و غیره باشند. تغییرات کوچک در این مفروضات می‌تواند تفاوت‌های چند صد میلیون تومانی در ارزش نهایی ایجاد کند. این موضوع می‌تواند منجر به سوگیری و حتی دستکاری در نتایج شود.
- **پیچیدگی مدل‌ها و زمان‌بر بودن:** بسیاری از روش‌های ارزش‌گذاری، به ویژه DCF و EVA، شامل محاسبات پیچیده و زمان‌بر هستند. این پیچیدگی می‌تواند احتمال خطا را افزایش دهد و نیاز به تخصص و تجربه بالا دارد.

# راهنمای جامع ارزش گذاری

(مفاهیم، روش ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب و کار)

- **چالش در ارزش گذاری دارایی های نامشهود:** دارایی های نامشهود مانند برند، حق اختراع، نرم افزار و دانش فنی، به دلیل ماهیت غیرفیزیکی و ذهنی خود، چالش های زیادی را در ارزش گذاری ایجاد می کنند. کمبود اطلاعات کافی، وجود روش های مختلف ارزیابی و عدم توافق بر سر بهترین روش و پیچیدگی استهلاک یا کاهش ارزش آن ها، فرآیند ارزش گذاری دارایی های نامشهود را پیچیده تر می سازد.
  - **تأثیر تورم و شرایط اقتصادی ناپایدار:** تورم بالا می تواند بر ارزش گذاری کسب و کارها تأثیر منفی بگذارد. کاهش ارزش پول ملی، کاهش قدرت خرید، افزایش هزینه های تولید و عدم همگامی نرخ بهره با تورم، همگی می توانند سودآوری و جریان های نقدی آتی شرکت ها را تحت تأثیر قرار دهند. این امر پیش بینی های مالی را دشوارتر و نتایج ارزش گذاری را نامطمئن تر می سازد.
  - **نبود شرکت های قابل مقایسه:** در برخی موارد، به ویژه برای کسب و کارهای منحصر به فرد یا نوپا در صنایع خاص، یافتن شرکت های قابل مقایسه برای استفاده از روش های مبتنی بر بازار دشوار است. این موضوع می تواند کاربرد این روش ها را محدود کند و تحلیل گران را مجبور به استفاده از روش های جایگزین یا تعدیلات پیچیده نماید.
- ارزش گذاری یک علم دقیق نیست و به شدت تحت تأثیر کیفیت داده ها، مفروضات و عوامل اقتصادی خارجی قرار دارد. این موضوع بر نیاز به جمع آوری داده های قوی و انجام تحلیل سناریو برای مدیریت عدم قطعیت ها تأکید می کند. درک این چالش ها به تحلیل گران کمک می کند تا با احتیاط بیشتری به نتایج ارزش گذاری نگاه کنند و محدودیت های ذاتی هر مدل را در نظر بگیرند.

## ۳,۲ روندهای نوین در ارزش گذاری کسب و کارها (به ویژه فناوری و استارتاپ ها)

دنیای ارزش گذاری به طور مداوم در حال تحول است و روندهای جدیدی در حال ظهور هستند که به پیچیدگی های کسب و کارهای مدرن، به ویژه در حوزه های فناوری و استارتاپ ها، پاسخ می دهند.

### ۳,۲,۱ ارزش گذاری استارتاپ ها

ارزش گذاری استارتاپ ها به دلیل ماهیت آن ها، پیچیدگی های خاص خود را دارد. مهم ترین عامل موثر بر ارزش گذاری یک استارتاپ، پتانسیل رشد آن در آینده است. چالش های اصلی در ارزش گذاری استارتاپ ها شامل محدود بودن داده های تاریخی و قابل اعتماد، کمتر بودن دارایی های فیزیکی و ناپایدار بودن مدل کسب و کار در مراحل اولیه است. روش هایی مانند کارت امتیازی و روش برکوس به طور خاص برای ارزش گذاری استارتاپ های در مراحل اولیه توسعه طراحی شده اند که بر اساس عوامل کلیدی مانند تیم مدیریتی، محصول، بازار و روابط استراتژیک امتیازدهی می کنند.

### ۳,۲,۲ نقش هوش مصنوعی (AI) در ارزش گذاری

هوش مصنوعی در حال تغییر و بهینه سازی فرآیند ارزش گذاری است. ابزارهای مبتنی بر هوش مصنوعی و یادگیری ماشین می توانند دقت و سرعت ارزش گذاری را افزایش دهند. این ابزارها و تکنولوژی ها قادرند محاسبات را خودکار کنند، داده های بازار را تحلیل نمایند، روندهای آینده کسب و کار را پیش بینی کنند و خطاهای انسانی و سوگیری ها را کاهش دهند. هوش مصنوعی می تواند حجم عظیمی از داده های مالی تاریخی، جریان های نقدی و ترازنامه ها را تحلیل کرده و الگوهای روند بازار و صنعت را شناسایی کند، که این امر به تصمیم گیری های استراتژیک بلندمدت کمک می کند.

# راهنمای جامع ارزش‌گذاری

(مفاهیم، روش‌ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب‌وکار)

## ۳,۲,۳ ارزش‌گذاری ESG (محیط زیست، اجتماع، حاکمیت شرکتی)

عوامل محیط زیستی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG) به طور فزاینده‌ای به بخش جدایی‌ناپذیری از استراتژی کسب‌وکار و تصمیمات سرمایه‌گذاری تبدیل شده‌اند. سرمایه‌گذاران و مصرف‌کنندگان به طور فزاینده‌ای بر عملکرد ESG شرکت‌ها تأکید می‌کنند. شرکت‌هایی با عملکرد قوی ESG می‌توانند از مزایایی مانند بهبود شهرت برند، جذب استعدادهای برتر، جذب سرمایه بیشتر و کاهش ریسک‌های زیست‌محیطی بهره‌مند شوند. این روند نشان می‌دهد که ارزش‌گذاری مدرن فراتر از صرفاً معیارهای مالی، به عوامل کیفی و پایداری نیز توجه می‌کند.

## ۳,۲,۴ ترکیب روش‌های سنتی و نوین

برای کاهش ریسک و افزایش دقت، به ویژه در شرایط عدم قطعیت بالا، استفاده از ترکیب چندین روش ارزش‌گذاری به یک روند رایج تبدیل شده است. این رویکرد ترکیبی، به ویژه در بازارهای پیچیده و ناپایدار، می‌تواند به ارزیابی‌های دقیق‌تری منجر شود. به طور مثال، ترکیب روش‌های مقایسه‌ای با تحلیل‌های مبتنی بر هوش مصنوعی می‌تواند به ارزیابی‌های دقیق‌تری منجر شود.

روندهای نوین در ارزش‌گذاری نشان می‌دهند که این حوزه در حال تکامل برای دربرگرفتن عوامل کیفی و تحلیل‌های پیشرفته است. هوش مصنوعی و عوامل ESG در حال تغییر چشم‌انداز ارزش‌گذاری هستند و آن را فراتر از معیارهای صرفاً مالی می‌برند. این تکامل به شرکت‌ها کمک می‌کند تا ارزش واقعی خود را با دقت بیشتری تعیین کنند و تصمیمات استراتژیک مؤثرتری اتخاذ نمایند.

## ۴ نتیجه‌گیری و توصیه‌ها

ارزش‌گذاری به عنوان یک فرآیند تحلیلی بنیادین، نه تنها برای تعیین قیمت یک دارایی یا کسب‌وکار، بلکه به عنوان ابزاری استراتژیک برای تصمیم‌گیری‌های مالی و مدیریتی حیاتی است. این فرآیند، با تمایز قائل شدن بین "قیمت" و "ارزش ذاتی"، به سرمایه‌گذاران و مدیران کمک می‌کند تا فرصت‌ها و ریسک‌ها را با دقت بیشتری شناسایی کنند. کاربردهای ارزش‌گذاری بسیار گسترده است و از انتخاب سهام و عرضه اولیه تا ادغام و تملیک، ارزیابی استراتژی‌های شرکتی، جذب سرمایه برای استارت‌آپ‌ها و حتی حل و فصل پرونده‌های قضایی را در بر می‌گیرد. همچنین، ارزش‌گذاری به عنوان یک محرک برای حاکمیت شرکتی و پاسخگویی مدیران عمل می‌کند و آنها را به سمت خلق ارزش اقتصادی واقعی سوق می‌دهد.

در انتخاب روش ارزش‌گذاری، هیچ راهکار واحدی وجود ندارد و بهترین رویکرد به ماهیت دارایی، صنعت، هدف ارزش‌گذاری و دسترسی به اطلاعات بستگی دارد. رویکردهای اصلی شامل مبتنی بر دارایی‌ها (مانند ارزش اسمی، دفتری، بازار، NAV، جایگزینی و تصفیه‌ای)، مبتنی بر درآمد (مانند EVA، DDM، DCF و سود سرمایه‌گذاری) و مبتنی بر بازار (مانند ضرایب مقایسه‌ای و معاملات پیشین) هستند. هر یک از این روش‌ها مزایا و معایب خاص خود را دارند؛ برای مثال، DCF با وجود دقت بالا، به شدت به مفروضات وابسته است، در حالی که روش‌های مبتنی بر دارایی‌ها برای شرکت‌های با دارایی‌های نامشهود کمتر مناسب هستند. توصیه می‌شود برای افزایش دقت و کاهش ریسک، از ترکیب چندین روش استفاده شود.

چالش‌های متعددی در فرآیند ارزش‌گذاری وجود دارد که شامل عدم دقت داده‌ها، ذهنی بودن و فرضیات زیاد، پیچیدگی مدل‌ها، دشواری در ارزش‌گذاری دارایی‌های نامشهود، تأثیر تورم و شرایط اقتصادی ناپایدار، و نبود شرکت‌های قابل مقایسه است. این چالش‌ها بر نیاز به تخصص، دقت و

# راهنمای جامع ارزش‌گذاری

(مفاهیم، روش‌ها و کاربردها در دنیای مالی و کسب‌وکار)

قضاوت حرفه‌ای در این حوزه تأکید می‌کنند. با این حال، روندهای نوین مانند استفاده از هوش مصنوعی برای افزایش دقت و سرعت تحلیل، و همچنین اهمیت فزاینده عوامل ESG در ارزش‌گذاری، نشان‌دهنده تکامل این حوزه به سمت رویکردهای جامع‌تر و داده‌محورتر هستند.

## ۴.۱ توصیه‌های عملی

۱. **رویکرد چندوجهی در ارزش‌گذاری:** همواره از ترکیب چندین روش ارزش‌گذاری استفاده کنید. برای مثال، DCF را با ضرایب مقایسه‌ای یا تحلیل مبتنی بر دارایی‌ها ترکیب کنید تا دیدگاهی جامع‌تر و قابل اطمینان‌تر از ارزش به دست آورید.
۲. **تمرکز بر کیفیت داده‌ها:** سرمایه‌گذاری در جمع‌آوری و اعتبارسنجی داده‌های مالی و عملیاتی دقیق، به ویژه برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی، از اهمیت بالایی برخوردار است.
۳. **مدیریت مفروضات:** شفافیت در مورد مفروضات و انجام تحلیل حساسیت برای درک تأثیر تغییرات در آن‌ها بر نتایج ارزش‌گذاری، ضروری است.
۴. **پذیرش فناوری‌های نوین:** از ابزارهای مبتنی بر هوش مصنوعی و تحلیل داده‌های پیشرفته برای بهبود دقت، سرعت و کارایی فرآیند ارزش‌گذاری استفاده کنید.
۵. **لحاظ کردن عوامل غیرمالی:** در ارزش‌گذاری، به عوامل ESG و سایر عوامل کیفی که بر پایداری و مزیت رقابتی بلندمدت شرکت تأثیر می‌گذارند، توجه ویژه داشته باشید.
۶. **به‌روزرسانی مداوم:** روش‌ها و فرآیندهای ارزش‌گذاری را به طور منظم پیگیری و به‌روزرسانی کنید تا با تغییرات بازار، اقتصاد و روندهای فناوری همگام باشید.



# شرکت سرمایه سازان اعتماد آفرین

ارائه دهنده کلیه خدمات مدیریتی و تجاری سازی به کسب و کارها

[www.ssea.ir](http://www.ssea.ir)

[www.sodes.ir](http://www.sodes.ir)

