

## کتاب ارزشگذاری سهام - مفاهیم و مدل‌های کاربردی

ارزش گذاری را می‌توان وجه مشترک تمام فعالیت‌های مالی دانست. سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و انجام امور مالی شرکتی هر یک به گونه‌ای ارزش گذاری را بخشی از فرآیند عملیاتی و اجرائی خود در نظر می‌گیرند. اهمیت مبحث تا بدان جاست که در بیشتر دانشگاه‌های معتبر رشته‌ای در مقطع کارشناسی ارشد با عنوان ارزش گذاری ایجاد گردیده است.

با این اوصاف و نظر به عدم وجود منبع جامع و کتاب مناسبی در این حوزه در کشور، شرکت تأمین سرمایه امین اقدام به تدارک کتابی جامع و کاربردی در حوزه ارزش گذاری و ارائه آن به عموم نمود. این کتاب بر آن است تا با آشنا کردن مدیران حرفه‌ای و کارشناسان بازار سرمایه با مفاهیم و مدل‌های ارزش گذاری گامی در جهت اجرای بهینه سیاست‌های اصل 44 برداشته و اقدامی در راستای شفافیت بازار سرمایه، مدیریت حرفه‌ای سبد سهام و خرید و فروش بر اساس ارزش واقعی سهام صورت پذیرد.

مطالعه کتاب فوق به افراد زیر توصیه می‌گردد:

- مدیران و کارشناسان شرکت‌های سرمایه‌گذاری و کارگزاری جهت خرید و فروش سهام
- مدیران سهام شرکت‌های بورسی جهت تفسیر درست ارزش شرکتشان
- مدیران و کارشناسان صندوق‌های سرمایه‌گذاری
- تحلیل‌گران و ارزش‌یابان در بازار سرمایه
- سرمایه‌گذاران حقیقی و بخش خصوصی
- دانشجویان رشته‌های مالی، اقتصاد و حسابداری

کتاب فوق ترجمه و اقتباس می‌باشد، سعی بر آن بوده تا به بهترین نحو تمام مباحث مرتبط با ارزش گذاری از کتاب "Valuation" تألیف آقای "Aswath Damodaran" پوشش داده شود و مباحث تکمیلی با توجه به وضعیت بازار سرمایه ایران مانند نرخ رشد و بازده مورد انتظار به آن اضافه شده است.

کتاب در قالب سه قسمت اصلی شامل، 1. اصول و مفاهیم ارزش گذاری، 2. اصول و مبانی نظری ارزش گذاری و 3. اصول و مبانی کاربردی ارزش گذاری نگاشته شده است:

قسمت اول، اصول و مفاهیم ارزش گذاری، خود در برگیرنده سه بخش می‌باشد. بخش اول نگرش کلی به بررسی مفاهیم ارزش گذاری و نیز دیدی کلی نسبت به انواع روش‌های ارزش گذاری دارد. در بخش دوم تأثیر عوامل کلان

اقتصادی بر ارزش گذاری شامل نرخ تورم و نرخ بهره را مورد بررسی قرار گرفته است. بخش سوم به استانداردهای ارزش گذاری شامل استانداردهای محتوایی و استانداردهای گزارش گری پرداخته است.

قسمت دوم، اصول و مبانی نظری ارزش گذاری، نیز در برگیرنده سه بخش می باشد. بخش اول به مروری بر تئوری های مالی و ارزش گذاری می پردازد. در بخش دوم به عوامل کلیدی ارزش گذاری شامل تعیین نرخ رشد، هزینه سرمایه، ارزش نهائی و نحوه محاسبه جریان های نقدی پرداخته شده است. در بخش سوم انواع روش ها و مدل های ارزش گذاری مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. این مدل ها شامل مدل ارزش گذاری مبتنی بر دارائی ها، مدل تنزیل جریان های نقدی، مدل تنزیل سودهای تقسیمی، مدل تنزیل جریان های نقدی آزاد سهام، مدل های نسبی، مدل سودهای باقیمانده و مدل ارزش گذاری اختیار معامله می شود.

قسمت سوم، اصول و مبانی کاربردی ارزش گذاری، در برگیرنده دو بخش می باشد. این قسمت که بیشتر جنبه کاربردی دارد با بخش ارزش گذاری سهام شرکت ها شروع می گردد. ارزش گذاری سهام مؤسسات خدمات مالی، ارزش گذاری سهام شرکت های خصوصی، ارزش گذاری سهام شرکت های تازه تأسیس، ارزش گذاری شرکت های املاک و مستغلات، ارزش گذاری ادغام و تملیک شرکت ها از زمره فصول این بخش به حساب می آیند. بخش دوم این فصل به بررسی دارائی های معنوی و انواع روش های ارزش گذاری این نوع دارائی ها پرداخته است.

**کتاب فوق توسط شرکت تأمین سرمایه امین تهیه و ناشر آن انتشارات فرا می باشد.**

**جهت کسب اطلاعات بیشتر و یا تهیه کتاب می توانید به آدرس الکترونیکی سایت شرکت تأمین**

**سرمایه امین [www.Aminib.com](http://www.Aminib.com) مراجعه و یا با شماره تلفن های 9-88659623 تماس حاصل نمایید.**

## فهرست اجمالی

صفحه	عنوان
(۱)	فهرست مطالب
(۲۱)	مقدمه
۱	قسمت اول: اصول و مفاهیم ارزشگذاری
۱	بخش اول: نگرش کلی
۳	فصل اول: مفاهیم ارزشگذاری
۳۱	فصل دوم: روش های ارزشگذاری
۵۷	بخش دوم: تأثیر عوامل کلان اقتصادی بر ارزشگذاری
۵۹	فصل سوم: تورم و ارزشگذاری
۹۷	فصل چهارم: ریسک و ارزشگذاری
۱۱۹	بخش سوم: استانداردهای ارزشگذاری
۱۲۱	فصل پنجم: استانداردهای عملیاتی ارزشگذاری
۱۷۳	فصل ششم: استانداردهای گزارش ارزشگذاری
۲۱۵	قسمت دوم: اصول و مبانی نظری ارزشگذاری
۲۱۵	بخش چهارم: تئوری های ارزشگذاری
۲۱۷	فصل هفتم: مروری بر تئوری های ارزشگذاری
۲۳۱	بخش پنجم: عوامل کلیدی ارزشگذاری
۲۳۳	فصل هشتم: محاسبه جریانهای نقدی
۲۶۹	فصل نهم: نرخ رشد
۳۳۱	فصل دهم: نرخ بدون ریسک و صرف ریسک

۳۷۵	فصل یازدهم: هزینه سرمایه
۴۲۱	فصل دوازدهم: ارزش نهائی
۴۴۵	بخش ششم: مدل‌های ارزشگذاری
۴۴۷	فصل سیزدهم: مدل ارزشگذاری مبتنی بر دارائی‌ها
۴۵۳	فصل چهاردهم: مدل تنزیل جریان های نقدی
۴۸۷	فصل پانزدهم: مدل تنزیل سود تقسیمی
۵۳۱	فصل شانزدهم: مدل تنزیل جریان های نقدی آزاد سهام
۵۸۵	فصل هفدهم: مدل های ارزشگذاری نسبی
۶۱۱	فصل هجدهم: مدل های ارزشگذاری سود انباشته
۶۳۹	فصل نوزدهم: مدل ارزشگذاری اختیار معامله
۶۸۵	<b>قسمت سوم: اصول و مبانی کاربردی ارزشگذاری</b>
۶۸۵	بخش هفتم: ارزشگذاری سهام شرکت‌ها
۶۸۷	فصل بیستم: ارزشگذاری سهام مؤسسات خدمات مالی
۷۴۱	فصل بیست و یکم: ارزشگذاری سهام شرکت‌های سهامی خاص (خصوصی)
۷۹۳	فصل بیست و دوم: ارزشگذاری سهام شرکت‌های تازه تأسیس
۸۲۹	فصل بیست و سوم: ارزشگذاری شرکت‌های املاک و مستغلات
۸۷۱	فصل بیست و چهارم: ارزشگذاری ادغام و تملیک شرکت‌ها
۹۳۷	بخش هشتم: ارزشگذاری دارائی‌ها
۹۳۹	فصل بیست و پنجم: ارزشگذاری دارائی‌های معنوی
۱۰۰۱	<b>تعاریف واژگان</b>
۱۰۱۹	<b>علائم اختصاری</b>
۱۰۲۱	<b>منابع و مآخذ</b>

## فهرست تفصیلی

صفحه	عنوان	فهرست مطالب
(۱)		مقدمه
(۲۱)		قسمت اول: اصول و مفاهیم ارزشگذاری
۱		بخش اول: نگرش کلی
۱		فصل اول: مفاهیم ارزشگذاری
۳		۱-۱) ارزش
۶		۲-۱) مفاهیم ارزش
۷		۱-۲-۱) ارزش اقتصادی
۷		۲-۲-۱) ارزش منصفانه بازار
۸		۳-۲-۱) ارزش منصفانه
۹		۴-۲-۱) ارزش دفتری
۱۰		۵-۲-۱) ارزش ذاتی
۱۰		۶-۲-۱) ارزش سرمایه گذاری
۱۱		۷-۲-۱) ارزش استفاده/ارزش مبادله
۱۲		۸-۲-۱) ارزش جایگزینی
۱۳		۹-۲-۱) ارزش اسقاط
۱۳		۱۰-۲-۱) ارزش تداوم فعالیت
۱۴		۱۱-۲-۱) ارزش تسویه
۱۵		۱۲-۲-۱) ارزش بیمه شدنی
۱۶		۱۳-۲-۱) ارزش سرقفلی
۱۶		۳-۱) روابط بین انواع مختلف ارزش
۱۸		۴-۱) رابطه ارزش با مفاهیم دیگر
۱۸		۱-۴-۱) ارزش، سرمایه و سود
۱۹		۲-۴-۱) ارزش، قیمت و بهای تمام شده
۱۹		۵-۱) تعریف ارزشگذاری
۲۰		۶-۱) اصول ارزشگذاری
۲۰		۱-۶-۱) اصل رویکردها
۲۱		۲-۶-۱) اصل جایگزینی

۲۱	۳-۶-۱ اصل جانشینی
۲۱	۴-۶-۱ اصل منافع آینده
۲۲	۵-۶-۱ اصل تفاوت منظور ارزش گذاران
۲۲	۷-۱ نقش ارزشگذاری
۲۲	۱-۷-۱ ارزشگذاری و مدیریت پرتفوی
۲۳	الف) تحلیل گران بنیادی
۲۴	ب) خریدار فرانشیز
۲۴	ج) چارتهست ها
۲۵	د) معامله گران اطلاعاتی
۲۶	هـ) تعیین کنندگان زمان
۲۶	و) بازاریاب های کارا
۲۷	۲-۷-۱ ارزشگذاری در تحلیل تملیک شرکت
۲۸	۳-۷-۱ ارزشگذاری در مباحث مالی شرکتي
۲۸	۸-۱ اهداف ارزشگذاری
۲۹	الف) گزارش فروش
۲۹	ب) عرضه اولیه سهام
۲۹	ج) ادغام و تملیک
۲۹	د) اهداف حسابداری
۳۰	هـ) وثیقه وام
۳۰	و) حداقل قیمت یا مزایده
۳۰	ز) بیمه
۳۰	ح) خرید اجباری
۳۱	فصل دوم: روش های ارزشگذاری
۳۴	۱-۲ مدل های ارزش گذاری - نمای کلی
۳۸	۲-۲ روش انتخاب مدل ارزشگذاری
۳۸	۱-۲-۲ عوامل مربوط به تجارت و یا دارائی
۳۸	الف) قابلیت عرضه در بازار
۳۹	ب) توان ایجاد جریان نقدی
۴۰	ج) منحصر به فرد بودن کالا
۴۱	۲-۲-۲ عقائد و خصوصیات تحلیلیگر
۴۱	الف) افق زمانی
۴۲	ب) علت ارزشگذاری
۴۳	ج) اعتقادات تحلیلیگر نسبت به بازار
۴۴	۳-۲ انتخاب صحیح مدل جریان نقدی تنزیل شده

۴۴	۱-۳-۲) انتخاب جریان نقدی برای تنزیل
۴۶	۲-۳-۲) استفاده از درآمدهای جاری یا نرمال شده
۴۸	۲-۳-۳) رشد
۴۸	الف) سرعت رشد
۴۹	ب) منابع رشد
۵۲	۴-۲) انتخاب صحیح مدل ارزشگذاری نسبی
۵۲	۱-۴-۲) ضریب مناسب در ارزشگذاری
۵۲	الف) دیدگاه بدبینانه
۵۳	ب) دیدگاه عصا بدست
۵۳	ج) دیدگاه بهترین ضریب
۵۵	۲-۴-۲) ضریب ارزشگذاری در کل بازار یا در یک حوزه از بازار
۵۶	۵-۲) انتخاب مدل قیمت گذاری اختیارات
۵۷	بخش دوم: تأثیر عوامل کلان اقتصادی بر ارزشگذاری
۵۹	فصل سوم: تورم و ارزشگذاری
۶۲	۱-۳) نگرش کلی
۶۳	۲-۳) رویکردهای ارزشگذاری در محیط تورمی
۶۶	۳-۳) بازنگری نظرات تحلیل گران
۶۹	۴-۳) فرضیات ضمنی برای ارزشهای فعلی خالص مشابه
۷۰	۱-۴-۳) عدم وجود مالیات
۷۶	۲-۴-۳) توزیع کامل وجوه نقد اضافی
۷۷	۳-۴-۳) وجود نرخ تورم به تنهایی
۷۸	۴-۴-۳) عدم وجود معاملات اعتباری
۸۱	۵-۴-۳) عدم وجود ارزش نهایی
۸۱	۶-۴-۳) نبود کشش قیمتی تقاضا
۸۲	۷-۴-۳) فرمول نرخ تنزیل
۸۳	۸-۴-۳) تقلیل هزینه بدهی
۸۳	۵-۳) تورم و WACC
۸۵	۱-۵-۳) نظریه M&M
۸۶	الف) تحلیل WACC واقعی از منظر M&M
۸۷	ب) تحلیل WACC اسمی از منظر M&M
۹۱	۲-۵-۳) نظریه M&E
۹۱	الف) تحلیل WACC اسمی از منظر M&E
۹۱	ب) تحلیل WACC واقعی از منظر M&E

۹۷	فصل چهارم: ریسک و ارزشگذاری
۱۰۰	۱-۴) تعریف ریسک
۱۰۲	۲-۴) ریسک تنوع پذیر و غیر تنوع پذیر
۱۰۲	۳-۴) مؤلفه‌های ریسک
۱۰۴	۴-۴) مدل‌های اندازه‌گیری ریسک بازار
۱۰۵	۱-۴-۴) مدل CAPM
۱۰۵	الف) مفروضات مدل CAPM
۱۰۶	ب) انواع پرتفوی سرمایه‌گذاران در CAPM
۱۰۶	ج) اندازه‌گیری ریسک بازاری یک دارایی خاص
۱۰۷	د) اندازه‌گیری ریسک غیر قابل تنوع بخشی
۱۰۷	هـ) استاندارد سازی کواریانس‌ها
۱۰۸	و) محاسبه‌ی بازدهی مورد انتظار
۱۰۹	۲-۴-۴) مدل قیمت گذاری آربیتراژ
۱۰۹	الف) مفروضات مدل APT
۱۱۰	ب) منابع ریسک بازار
۱۱۰	ج) اثر تنوع بخشی
۱۱۱	د) بازده مورد انتظار و بتا
۱۱۱	هـ) مدل APT در عمل
۱۱۲	۳-۴-۴) مدل‌های چند عاملی
۱۱۲	الف) به دست آوردن یک مدل چند عاملی
۱۱۴	۴-۴-۴) مدل‌های رگرسیون و نمایندگی (Proxy)
۱۱۵	۵-۴) تحلیل مقایسه ای مدل‌های ریسک و بازده
۱۱۹	بخش سوم: استانداردهای ارزشگذاری
۱۲۱	فصل پنجم: استانداردهای عملیاتی ارزشگذاری
۱۲۴	۱-۵) اشتباه در محاسبه نرخ تنزیل و لحاظ مخاطره پذیری شرکت
۱۲۴	۱-۱-۵) نرخ بهره بدون ریسک اشتباه جهت ارزش گذاری
۱۲۴	۲-۱-۵) به کارگیری بتای اشتباه برای ارزش گذاری
۱۳۰	۳-۱-۵) استفاده از صرف ریسک بازار نادرست برای ارزش گذاری
۱۳۱	۴-۱-۵) محاسبه اشتباه WACC
۱۳۷	۵-۱-۵) محاسبه اشتباه ارزش سیرهای مالیاتی
۱۳۸	۶-۱-۵) طرز عمل نادرست ریسک کشوری
	۷-۱-۵) مد نظر قراردادن عدم نقدینگی، سرمایه اندک و صرف ریسک‌های خاص
۱۳۹	در جایی که لازم نیست



- ۱۴۰ ۲-۵) اشتباه در محاسبه یا پیش‌بینی جریان‌های نقدی مورد انتظار
- ۱۴۰ ۱-۲-۵) تعریف نادرست جریان‌های نقدی
- ۱۴۲ ۲-۲-۵) اشتباه در ارزش‌گذاری شرکت‌های فصلی
- ۱۴۲ ۳-۲-۵) اشتباه ناشی از ترازنامه‌ها
- ۱۴۳ ۴-۲-۵) خوشبینی اغراق‌آمیز در زمان پیش‌بینی جریان‌های نقدی
- ۱۴۵ ۳-۵) اشتباه در محاسبه ارزش مقدار باقی مانده
- ۱۴۵ ۱-۳-۵) جریان نقدی ناسازگار برای محاسبه ارزش پایانی یک دارایی
- ۱۴۵ ۲-۳-۵) نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام که برای محاسبه WACC جهت تنزیل، در هنگام رشد ثابت و ابدی استفاده می‌شود با نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهامی که از ارزش‌گذاری بر می‌آید، متفاوت است
- ۱۴۷ ۳-۳-۵) استفاده از فرمول‌های عجیب که معنائی در اقتصاد ندارند
- ۱۴۷ ۴-۳-۵) استفاده از میانگین حسابی به جای میانگین هندسی جهت ارزیابی رشد
- ۱۴۸ ۵-۳-۵) محاسبه مقدار باقی مانده با استفاده از فرمولی نادرست
- ۱۴۸ ۴-۵) ناسازگاری‌ها و اشتباهات مفهومی
- ۱۴۸ ۱-۴-۵) اشتباهات مفهومی در خصوص جریان نقدی آزاد و جریان نقدی حقوق صاحبان سهام
- ۱۴۹ ۲-۴-۵) اشتباه در بکارگیری ضرائب
- ۱۵۶ ۳-۴-۵) ناسازگاری زمانی
- ۱۵۷ ۴-۴-۵) دیگر اشتباهات مفهومی
- ۱۶۱ ۵-۵) اشتباه در زمان تعبیر و تفسیر ارزش‌گذاری
- ۱۶۱ ۱-۵-۵) اشتباه نمودن ارزش با قیمت
- ۱۶۱ ۲-۵-۵) استدلال بر اینکه ارزش‌گذاری
- ۱۶۱ ۳-۵-۵) ارزش‌گذار بپسند هر کس اعتبار دارد.
- ۱۶۱ ۴-۵-۵) شرکت برای همه خریداران ارزش یکسانی دارد
- ۱۶۱ ۵-۵-۵) اشتباه نمودن ارزش راهبردی برای خریدار با ارزش بازاری منصفانه
- ۱۶۲ ۶-۵-۵) فرض اینکه سرفعلی ارزش نام تجاری و سرمایه فکری را نیز پوشش می‌دهد
- ۱۶۲ ۷-۵-۵) فراموش نمودن این نکته که ارزش‌گذاری مجموعه‌ای از انتظارات در خصوص جریان‌های نقدی حاصله و ریسک آنها وابسته است
- ۱۶۲ ۶-۵) اشتباهات سازمانی
- ۱۶۲ ۱-۶-۵) ارزش‌گذاری بدون بررسی پیش‌بینی‌ای که مشتری انجام می‌دهد
- ۱۶۲ ۲-۶-۵) سپردن مأموریت ارزش‌گذاری به بانک سرمایه‌گذاری بدون مشارکت در انجام آن

۱۶۲	۵-۳) درگیر نمودن بخش تامین مالی به تنهایی در ارزشگذاری شرکت هدف
۱۷۳	فصل ششم: استانداردهای گزارش ارزشگذاری
۱۷۶	۶-۱) مروری بر اهمیت گزارش دهی مالی
۱۷۶	۶-۱-۱) مخاطبین گزارش مالی
۱۷۷	۶-۱-۲) کاربرد گزارش های مالی
۱۷۷	۶-۱-۳) تحلیل اعتبار
۱۷۸	۶-۱-۴) تحلیل سهام
۱۸۰	الف) تحلیل حساسی
۱۸۰	ب) تحلیل مالی
۱۸۰	ج) تحلیل آینده
۱۸۳	۶-۲) گزارش های مالی قانونی
۱۸۵	۶-۳) گزارش ارزش گذاری
۱۸۷	۶-۳-۱) استانداردهای گزارش ارزش گذاری
۱۸۷	الف) انطباق با استانداردهای حسابداری
۱۸۸	ب) به کارگیری استانداردهای گزارش ارزش گذاری
۱۹۰	۶-۴) قالب گزارش دهی مالی
۱۹۰	۶-۴-۱) محتوای گزارش تحلیل گران مالی
۲۰۰	۶-۴-۲) محتوای گزارش کارشناسان سرمایه گذاری
۲۰۸	۶-۴-۳) استانداردهای نگارش گزارش مالی
۲۱۵	<b>قسمت دوم: اصول و مبانی نظری ارزشگذاری</b>
۲۱۵	بخش چهارم: تئوری های ارزشگذاری
۲۱۷	فصل هفتم: مروری بر تئوری های ارزشگذاری
۲۲۰	۷-۱) تئوری های پرتفوی
۲۲۴	۷-۲) فرضیه های بازار کارآ
۲۲۶	۷-۳) شمای تئوری های ارزشگذاری
۲۲۷	۷-۴) بکارگیری هوش مصنوعی
۲۲۸	۷-۴-۱) فن آوری شبکه عصبی
۲۲۹	۷-۴-۲) فن آوری الگوریتم ژنتیک
۲۳۱	بخش پنجم: عوامل کلیدی ارزشگذاری
۲۳۳	فصل هشتم: برآورد جریانهای نقدی
۲۳۶	۸-۱) دیدگاه کلی

۲۳۷	۲-۸) جریان های نقدی در مقابل سود حسابداری
۲۳۷	۱-۲-۸) هزینه دارائی های ثابت
۲۳۸	۲-۲-۸) هزینه های غیر نقدی
۲۳۸	۳-۲-۸) تغییر در خالص سرمایه در گردش عملیاتی
۲۳۹	۴-۲-۸) عدم لحاظ هزینه بهره
۲۴۰	۳-۸) نحوه محاسبه جریان نقدی
۲۴۲	۱-۳-۸) اثر مالیات
۲۴۹	۲-۳-۸) مروری بر استهلاك
۲۵۴	۳-۳-۸) نیازهای سرمایه گذاری مجدد
۲۵۵	الف) خالص هزینه های سرمایه ای
۲۶۳	ب) سرمایه گذاری در سرمایه در گردش
۲۶۶	۴-۸) جریان های نقدی اضافی
۲۶۶	۱-۴-۸) هزینه های بی بازگشت
۲۶۷	۲-۴-۸) هزینه فرصت
۲۶۷	۳-۴-۸) اثر طرح بر سایر بخش های شرکت
۲۶۹	فصل نهم: نرخ رشد
۲۷۲	۱-۹) دیدگاه کلی
۲۷۳	۲-۹) اهمیت رشد
۲۷۴	۳-۹) رشد تاریخی
۲۷۴	۱-۳-۹) برآورد رشد تاریخی
۲۷۴	الف) میانگین حسابی در مقابل میانگین هندسی
۲۷۷	ب) مدل های رگرسیون خطی و لگاریتم خطی
۲۸۲	ج) مدل های سری زمانی برای پیش بینی سود هر سهم
۲۸۵	۲-۳-۹) فواید رشد تاریخی
۲۸۵	الف) رشد درهم و برهم
۲۸۶	ب) رشد درآمد در مقابل رشد سود
۲۸۷	ج) تأثیرات اندازه شرکت
۲۹۱	۴-۹) ارزیابی تحلیلگران از رشد
۲۹۱	۱-۴-۹) شرکت های مد نظر تحلیلگران
۲۹۲	۲-۴-۹) انواع اطلاعات در پیش بینی های تحلیل گر
۲۹۴	۳-۴-۹) کیفیت پیش بینی های سود
۲۹۶	۴-۴-۹) نحوه بکارگیری پیش بینی های تحلیل گر در ارزیابی رشد آتی
۲۹۷	۵-۹) عوامل بنیادی تعیین کننده رشد

۲۹۸	۹-۵-۱) رشد سود حقوق صاحبان سهام
۲۹۸	الف) رشد سود هر سهم
۳۰۰	ب) رشد سود خالص
۳۰۲	ج) عوامل تعیین کننده بازده حقوق صاحبان سهام
۳۰۴	د) میانگین و حاشیه بازده
۳۰۵	هـ) اثرات تغییر بازده حقوق صاحبان سهام
۳۰۷	۹-۵-۲) رشد درآمد عملیاتی
۳۰۷	الف) سناریوی بازده ثابت سرمایه
۳۱۴	ب) سناریوی بازده سرمایه مثبت و در حال تغییر
۳۱۶	ج) سناریوی بازده حقوق صاحبان سهام منفی
۳۲۸	۹-۶) جنبه های کیفی رشد
۳۳۱	فصل دهم: نرخ بدون ریسک و صرف ریسک
۳۳۴	۱-۱۰) نرخ بدون ریسک
۳۳۴	۱-۱-۱۰) شرایط دارائی بدون ریسک
۳۳۵	۱-۲-۱۰) نرخ بدون ریسک با فرض وجود نهاد بدون نکول
۳۳۶	۱-۳-۱۰) جریانهای نقدی نرخ های بدون ریسک: اصل یکنواختی
۳۳۷	۱-۴-۱۰) نرخ های بدون ریسک واقعی و اسمی
۳۳۹	۱-۵-۱۰) نرخ بدون ریسک با فرض عدم وجود نهاد بدون نکول
۳۴۱	۱-۲) صرف ریسک سهام
۳۴۴	۱-۲-۱) سه مفهوم متفاوت صرف ریسک بازار
۳۴۷	۱-۲-۲) روشهای محاسبه صرف ریسک مورد توقع بازار
۳۴۷	الف) صرف ریسک تاریخی
۳۵۰	ب) صرف سهام ضمنی
۳۵۵	ج) فرمول گوردون و شاپیرو
۳۵۶	د) نظرسنجی از تحلیلگران و سرمایه گذاران
۳۵۷	هـ) وارون PER
۳۵۷	و) تفاوت بین نوسانات اوراق قرضه بلند مدت و سهام
۳۵۸	۱-۲-۳) ریسک کشوری
۳۶۰	۱-۲-۴) انداز گیری صرف ریسک کشوری
۳۶۰	الف) شکاف های ریسک نکول
۳۶۳	ب) انحراف معیار نسبی
۳۶۴	ج) شکاف های ریسک نکول به همراه انحراف معیار نسبی
۳۶۵	د) انتخاب میان رویکردها
۳۶۹	۱-۲-۵) شکاف نکول در اوراق قرضه

۳۶۹	الف) تخمین شکاف نکول
۳۷۱	ب) عوامل مشخص کننده شکاف نکول
۳۷۵	فصل یازدهم: هزینه سرمایه
۳۷۸	۱-۱) مفهوم هزینه سرمایه
۳۷۸	۲-۱) هزینه اقلام مختلف سرمایه
۳۷۹	۱-۲-۱) هزینه بدهی ها
۳۸۱	۲-۲-۱) هزینه سهام ممتاز
۳۸۲	۳-۲-۱) هزینه سهام عادی
۳۸۲	الف) مدل سود سهام تقسیمی با فرض رشد ثابت
۳۸۴	ب) استفاده از مدل CAPM
۳۹۰	۴-۲-۱) هزینه اندوخته سود
۳۹۱	۳-۱۱) میانگین موزون هزینه سرمایه (WACC)
۳۹۲	۴-۱۱) هزینه نهایی سرمایه
۳۹۳	۵-۴۴) بتا
۳۹۳	۱-۵-۱۱) تعریف
۳۹۵	۲-۵-۱۱) روش های تخمین بتا
۳۹۶	الف) تخمین بتای تاریخی
۳۹۸	ب) صحت بقای تاریخی
۴۰۲	ج) بتای اساسی
۴۰۶	د) روش Bottom up
۴۱۴	۳-۵-۱۱) پایداری بتا
۴۱۴	۴-۵-۱۱) تفسیر ضریب بتا
۴۱۷	فصل دوازدهم: ارزش نهائی
۴۲۰	۱-۱۲) رویکرد ارزش نقدشوندگی
۴۲۱	۲-۱۲) رویکرد ضرائب
۴۲۲	۳-۱۲) رویکرد مدل رشد ثابت
۴۲۳	۱-۳-۱۲) حدود رشد ثابت
۴۲۶	۲-۳-۱۲) مفروضات کلیدی درباره رشد ثابت
۴۲۶	الف) طول دوره رشد بالا
۴۲۹	ب) ویژگی های شرکت بارشده ثابت
۴۳۰	۱. ریسک سهام
۴۳۰	۲. بازده های پروژه
۴۳۱	۳. نسبت بدهی و هزینه بدهی

۴۳۲	۴. نسبت های سرمایه گذاری مجدد و سود انباشته
۴۳۹	ج) انتقال به رشد ثابت
۴۴۱	۱۲-۳-۳) موضوع بقای شرکت
۴۴۲	الف) چرخه عمر و بقای شرکت
۴۴۲	ب) ارزشگذاری و احتمال ورشکستگی
۴۴۵	بخش ششم: مدل های ارزشگذاری
۴۴۷	فصل سیزدهم: مدل ارزشگذاری مبتنی بر دارائی ها
۴۵۰	۱۳-۱) دیدگاه کلی
۴۵۰	۱۳-۲) تبیین مدل
۴۵۳	فصل چهاردهم: مدل تنزیل جریان های نقدی
۴۵۸	۱۴-۱) دیدگاه کلی
۴۶۱	۱۴-۲) ده روش تنزیل جریان های نقدی
۴۶۶	۱۴-۳) مورد کاوی
۴۸۷	فصل پانزدهم: مدل تنزیل سود تقسیمی
۴۹۰	۱۵-۱) دیدگاه کلی
۴۹۱	۱۵-۲) حالت های مختلف مدل
۴۹۱	۱۵-۲-۱) مدل رشد گوردون
۴۹۹	۱۵-۲-۲) مدل تنزیل سود تقسیمی دو مرحله ای
۵۱۰	۱۵-۲-۳) مدل ارزشگذاری H
۵۱۲	۱۵-۲-۴) مدل تنزیل سود تقسیمی سه مرحله ای
۵۱۸	۱۵-۳) ارزشگذاری کل بازار با استفاده از مدل تنزیل سود تقسیمی
۵۲۰	۱۵-۴) ارزش رشد
۵۲۳	۱۵-۵) موضوعاتی در مورد بکارگیری مدل تنزیل سود تقسیمی
۵۲۵	۱۵-۶) آزمون های مدل تنزیل سود تقسیمی
۵۲۶	۱۵-۷) نکات قابل توجه جهت استفاده از مدل تنزیل سود تقسیمی
۵۳۱	فصل شانزدهم: مدل تنزیل جریان های نقدی آزاد سهام
۵۳۴	۱۶-۱) اندازه گیری بازده پرداختی شرکتها به سهامداران
۵۳۴	۱۶-۱-۱) جریان های نقدی آزاد سهام
۵۳۹	۱۶-۱-۲) مقایسه سودهای تقسیمی با جریانهای نقدی آزاد سهام
۵۴۲	۱۶-۱-۳) علت پرداخت کم به سهامداران
۵۴۲	الف) تمایل به ثبات

۵۴۳	ب) نیازهای سرمایه‌گذاری آتی
۵۴۳	ج) عوامل مالیاتی
۵۴۴	د) نمایی از چشم‌انداز
۵۴۴	هـ) منافع شخصی مدیریتی
۵۴۵	۲-۱۶) مدل‌های ارزش‌گذاری جریان‌های نقدی آزاد سهام
۵۴۷	۱-۲-۱۶) مدل جریان‌های نقدی آزاد سهام با نرخ رشد ثابت
۵۵۴	۲-۲-۱۶) مدل دو مرحله‌ای جریان‌های نقدی آزاد سهام
۵۶۳	۳-۲-۱۶) مدل E یا سه مرحله‌ای جریان‌های نقدی آزاد سهام
۵۷۲	۳-۱۶) مدل جریان‌های نقدی آزاد سهام در برابر مدل تنزیل سود تقسیمی
۵۷۳	۱-۳-۱۶) برآورد همسان از ارزش
۵۷۳	۲-۳-۱۶) برآورد متفاوت از ارزش
۵۷۶	۳-۳-۱۶) معنای تفاوت ارزش برآوردی دو مدل
۵۸۵	فصل هفدهم: مدل‌های ارزش‌گذاری نسبی
۵۸۸	۱-۱۷) دیدگاه کلی
۵۸۸	۲-۱۷) کاربرد ارزش‌گذاری نسبی
۵۸۹	۱-۲-۱۷) دلایل کاربرد بالای ارزش‌گذاری نسبی
۵۸۹	۲-۲-۱۷) اشتباهات احتمالی
۵۹۰	۳-۱۷) ارزش‌های استانداردسازی شده و نسبت‌ها
۵۹۰	۱-۳-۱۷) نسبت‌های درآمدی
۵۹۱	۲-۳-۱۷) نسبت‌های ارزش دفتری یا ارزش جایگزین
۵۹۲	۳-۳-۱۷) نسبت‌های عایدی
۵۹۲	۴-۳-۱۷) نسبت‌های بک‌بخش خاص
۵۹۳	۴-۱۷) چهار گام اساسی برای استفاده از نسبت‌ها
۵۹۳	۱-۴-۱۷) آزمون‌های تعریفی
۵۹۵	الف) سازگاری
۵۹۶	ب) یکپارچگی
۵۹۶	۲-۴-۱۷) آزمون‌های توصیفی
۵۹۶	الف) خصوصیات توزیعی
۵۹۷	ب) مقادیر خاص و میانگین‌ها
۵۹۸	ج) جهت‌گیری‌ها در برآورد نسبت‌ها
۵۹۹	۳-۴-۱۷) آزمون‌های تحلیلی
۵۹۹	الف) عوامل سازنده نسبت‌ها
۶۰۱	ب) نوع رابطه بین عوامل تشکیل دهنده نسبت

۶۰۱	ج) متغیر فراگیر
۶۰۲	۴-۴-۱۷) آزمون‌های کاربردی
۶۰۲	الف) شرکت قابل قیاس
۶۰۳	ب) کنترل تفاوت‌های میان شرکت‌ها
۶۰۳	۱. توجیه ذهنی
۶۰۴	۲. نسبت‌های تعدیل شده
۶۰۶	۳. رگرسیون‌های بخشی
۶۰۸	۴. رگرسیون بازاری
۶۰۹	۵-۱۷) تلفیق مدل‌های ارزش‌گذاری‌های تنزیل جریان‌های نقدی و نسبی
۶۱۱	فصل هجدهم: مدل‌های ارزش‌گذاری سود انباشته
۶۱۵	۱-۱۸) دیدگاه کلی
۶۱۶	۲-۱۸) سود اقتصادی و ارزش افزوده بازار
۶۱۷	۳-۱۸) ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار
۶۱۹	۴-۱۸) ارزش افزوده نقدی و ارزش افزوده بازار
۶۱۹	۵-۱۸) مورد کاوی: ارزش‌گذاری - سرمایه‌گذاری بدون خلق ارزش
۶۲۴	۶-۱۸) مزایای EVA، EP و CVA
۶۲۶	۷-۱۸) مورد کاوی: ارزش‌گذاری - سرمایه‌گذاری با خلق ارزش
۶۲۹	۸-۱۸) جمع بندی
	پیوست ۱: MVA (ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام منهای ارزش دفتری
۶۳۱	حقوق صاحبان سهام)، تنزیل شده EP (سود اقتصادی) با نرخ $Ke$ است.
	پیوست ۲: به دست آوردن فرمول‌هایی برای EVA و MVA به کمک FCF
۶۳۴	و WACC
	پیوست ۳: MVA، ارزش افزوده نقدی (CVA) است که با WACC تنزیل
۶۳۶	شده است.
۶۳۸	پیوست ۴: اصلاحات پیشنهادی توسط شرکت استرن برای محاسبه EVA
۶۳۹	فصل نوزدهم: مدل ارزش‌گذاری اختیار معامله
۶۴۲	۱-۱۹) کلیات
۶۴۲	۱-۱-۱۹) قرارداد اختیار خرید
۶۴۵	۲-۱-۱۹) قرارداد اختیار فروش
۶۴۷	۲-۱۹) عوامل تأثیرگذار بر قیمت اختیار معامله
۶۴۸	۱-۲-۱۹) قیمت سهام و قیمت توافقی



۶۴۸	۱۹-۲-۲) زمان باقی مانده تا سررسید
۶۵۱	۱۹-۲-۳) نوسان پذیری قیمت سهام
۶۵۲	۱۹-۲-۴) نرخ بهره بدون ریسک
۶۵۳	۱۹-۲-۵) سود نقدی
۶۵۴	۱۹-۳-۳) مدل های ارزش گذاری اختیاری معامله
۶۵۴	۱۹-۳-۱) مدل دوجمله ای
۶۵۴	الف) مدل دوجمله ای برای سهامی که سود نمی پردازند
۶۶۲	ب) مدل درخت دوجمله ای برای سهامی که سود می پردازد
۶۶۷	۱۹-۳-۲) شبیه سازی مونت کارلو
۶۶۸	۱۹-۳-۳) مدل بلک - شولز
۶۶۹	الف) فرآیند قیمت های سهام
۶۷۲	ب) مفروضات مدل بلک - شولز
۶۷۳	ج) تجزیه و تحلیل بلک - شولز/ مرتون
۶۷۶	د) اختیار معامله بر سهام دارای سود
۶۸۰	۱۹-۴-۴) مدل ارزش گذاری ادعای محتمل الوقوع
۶۸۰	۱۹-۴-۱) مبانی روش
۶۸۳	۱۹-۴-۲) کاربردهای مدل های قیمت گذاری اختیاری معامله و محدودیت ها
<b>۶۸۵</b>	<b>قسمت سوم: اصول و مبانی کاربردی ارزش گذاری</b>
<b>۶۸۵</b>	<b>بخش هفتم: ارزش گذاری سهام شرکت ها</b>
۶۸۷	فصل بیستم: ارزش گذاری سهام مؤسسات خدمات مالی
۶۹۱	۲۰-۱-۱) طبقه بندی مؤسسات خدمات مالی
۶۹۲	۲۰-۲-۲) وجوه متمایز کننده مؤسسات خدمات مالی در ارزش گذاری
۶۹۲	۲۰-۲-۱) بدهی: ماده خام یا منبع سرمایه
۶۹۳	۲۰-۲-۲) محدودیت های قانونی
۶۹۴	۲۰-۲-۳) سرمایه گذاری مجدد در مؤسسات خدمات مالی
۶۹۵	۲۰-۳-۳) چارچوب کلی برای ارزش گذاری
۶۹۶	۲۰-۳-۱) ارزش حقوق صاحبان سهام در مقابل ارزش شرکت
۶۹۶	۲۰-۳-۲) برآورد جریان های نقدی
۶۹۷	۲۰-۳-۳) مدل های موجود برای ارزش گذاری مؤسسات خدمات مالی
۶۹۷	۲۰-۴-۴) مدل ارزش گذاری تنزیل جریان های نقدی
۶۹۸	۲۰-۴-۱) مدل تنزیل سودهای تقسیمی
۶۹۸	الف) مدل اصلی

۶۹۹	ب) ورودی‌های مدل
۷۱۵	۲۰-۴-۲) مدل جریان‌های نقدی حقوق صاحبان سهام
۷۱۵	الف) تعریف جریان‌های نقدی حقوق صاحبان سهام
۷۱۵	ب) تبدیل به سرمایه نمودن هزینه‌های آموزش و هزینه‌های توسعه منابع انسانی
۷۱۷	ج) سرمایه‌گذاری‌ها در میزان سرمایه قانونی
۷۱۸	۲۰-۴-۳) مدل بازده‌های مازاد
۷۱۸	الف) مدل اصلی
۷۱۹	ب) ورودی‌های مدل
۷۲۳	۲۰-۵) مدل ارزش‌گذاری بر مبنای دارائی‌ها
۷۲۵	۲۰-۶) مدل ارزش‌گذاری نسبی
۷۲۵	۲۰-۶-۱) انتخاب نسبت‌ها
۷۲۶	۲۰-۶-۲) نسبت قیمت به سودآوری
۷۲۹	۲۰-۶-۳) نسبت قیمت به ارزش دفتری
۷۳۳	۲۰-۷) مباحثی در مورد ارزش‌گذاری مؤسسات خدمات مالی
۷۳۳	۲۰-۷-۱) مقرراتی برای زیان‌ها
۷۳۴	۲۰-۷-۲) ریسک مقرراتی و ارزش
۷۳۵	۲۰-۷-۳) ساختار تأمین مالی و ارزش
۷۳۶	۲۰-۷-۴) یارانه‌ها و محدودیت‌ها
۷۴۱	فصل بیست و یکم: ارزش‌گذاری سهام شرکت‌های سهامی خاص (خصوصی)
۷۴۴	۲۱-۱) وجوه تمایز شرکت‌های سهامی خاص
۷۴۵	۲۱-۲) برآورد ورودی‌های ارزش‌گذاری در شرکت‌های سهامی خاص
۷۴۶	۲۱-۲-۱) نرخ تنزیل
۷۴۶	الف) هزینه حقوق صاحبان سهام
۷۴۶	ب) رویکردهای تخمین بتاهای بازار
۷۵۶	ج) از هزینه حقوق صاحبان سهام تا هزینه سرمایه
۷۶۱	۲۱-۲-۲) جریان‌های نقدی
۷۶۷	۲۱-۲-۳) رشد
۷۷۱	۲۱-۲-۴) نرخ تنزیل عدم نقدشوندگی
۷۷۱	الف) عوامل تعیین‌کننده نرخ تنزیل عدم نقدشوندگی
۷۷۳	ب) شواهد تجربی و رویه معمول
۷۷۵	ج) برآورد نرخ تنزیل عدم نقدشوندگی
۷۸۰	۲۱-۳) انگیزه‌های ارزش‌گذاری و پیش‌بینی‌های ارزش
۷۸۶	۲۱-۳-۱) مباحث کنترل

- ۷۸۹ ۴-۲۱) ارزش‌گذاری حقوق صاحبان سهام شرکت‌های سهامی خاص
- ۷۹۳ فصل بیست و دوم: ارزش‌گذاری سهام شرکت‌های تازه تأسیس
- ۷۹۶ ۱-۲۲) محدودیت‌های اطلاعاتی
- ۷۹۷ ۲-۲۲) الگوئی جدید یا اصول سابق: رویکرد چرخه‌ی عمر شرکت
- ۸۰۲ ۳-۲۲) ارزش‌گذاری سرمایه‌ی مخاطره‌پذیر
- ۸۰۴ ۴-۲۲) چارچوب کلی برای تحلیل
- ۸۰۴ ۱-۴-۲۲) گام اول: ارزیابی وضعیت فعلی شرکت
- ۸۰۶ ۲-۴-۲۲) گام دوم: برآورد نرخ رشد درآمدها
- ۸۰۸ ۳-۴-۲۲) گام سوم: برآورد میزان حاشیه سود عملیاتی بادوام در شرایط رشد ثابت
- ۸۱۲ ۴-۴-۲۲) گام چهارم: برآورد سرمایه‌گذاری مجدد برای رشد
- ۸۱۶ ۵-۴-۲۲) گام پنجم: برآورد فاکتورهای ریسک و نرخ‌های تنزیل
- ۸۲۰ ۶-۴-۲۲) گام شش: برآورد ارزش شرکت
- ۸۲۳ ۷-۴-۲۲) گام هفت: برآورد ارزش حقوق صاحبان سهام و ارزش هر سهم
- ۷۲۹ فصل بیست و سوم: ارزش‌گذاری شرکت‌های املاک و مستغلات
- ۸۳۲ ۱-۲۳) دیدگاه کلی
- ۸۳۳ ۲-۲۳) مدل ارزش‌گذاری تنزیل جریان‌های نقدی
- ۸۳۳ ۱-۲-۲۳) ارزیابی نرخ تنزیل
- ۸۳۳ الف) هزینه حقوق صاحبان سهام
- ۸۳۴ ب) تنوع‌سازی در املاک و مستغلات
- ۸۳۵ ج) برآورد ریسک از طریق مدل CAPM
- ۸۴۳ د) دیگر عوامل ریسک
- ۸۴۶ هـ) رویکرد جایگزین جهت ارزیابی نرخ‌های تنزیل: رویکرد پیمایشی
- ۸۴۹ و) از هزینه حقوق صاحبان سهام تا هزینه سرمایه
- ۸۵۱ ۲-۲-۲۳) ارزیابی جریان‌های نقدی
- ۸۵۱ الف) جریان‌های نقدی ورودی
- ۸۵۱ ب) جریان‌های نقدی خروجی
- ۸۵۲ ج) رشد مورد انتظار
- ۸۵۲ د) ارزش نهایی
- ۸۵۴ ۳-۲-۲۳) ارزیابی ارزش
- ۸۵۴ ۴-۲-۲۳) محدودیت‌های مدل تنزیل جریان نقدی
- ۸۵۵ ۳-۲۳) مدل ارزش‌گذاری نسبی / مقایسه‌ای
- ۸۵۶ ۱-۳-۲۳) به کارگیری نسبت‌های ارزش‌گذاری استاندارد شده
- ۸۵۶ ۲-۳-۲۳) روش رگرسیون

۸۵۷	۲۳-۴) ارزش‌گذاری مشاغل مربوط به مستغلات
۸۵۷	۲۳-۴-۱) منابع درآمد
۸۵۹	۲۳-۴-۲) ساختار سازمانی
۸۶۰	۲۳-۵) مورد کاوی - ارزش‌گذاری یک ساختمان اداری
۸۷۱	فصل بیست و چهارم: ارزش‌گذاری ادغام و تملیک شرکت‌ها
۸۷۴	۲۴-۱) دیدگاه کلی
۸۷۵	۲۴-۲) تقسیم‌بندی تملک سهام
۸۷۷	۲۴-۳) فرآیند تملیک سهام
۸۷۹	۲۴-۴) شواهد تجربی در مورد تأثیرات تملیک بر ارزش سهام
۸۸۰	۲۴-۵) گام‌های تملیک سهام یک شرکت
۸۸۱	۲۴-۶) علل اتخاذ استراتژی تملیک سهام
۸۸۱	۲۴-۶-۱) تملک سهام شرکت‌های زیر قیمت
۸۸۲	۲۴-۶-۲) تنوع‌بخشی برای کاهش ریسک
۸۸۴	۲۴-۶-۳) ایجاد هم‌افزایی مالی یا عملیاتی
۸۸۴	الف) منابع هم‌افزایی عملیاتی
۸۸۵	ب) منابع هم‌افزایی مالی
۸۸۶	ج) شواهد تجربی از هم‌افزایی
۸۸۷	۲۴-۶-۴) تملیک سهام شرکت‌های با مدیریت ضعیف و تغییر مدیریت آن‌ها
۸۸۸	الف) پیش‌نیازهای موفقیت
۸۸۸	ب) شواهد تجربی از ارزش کنترل
۸۹۰	۲۴-۶-۵) منافع شخصی مدیران در فرآیند تملیک سهام
۸۹۲	۲۴-۷) انتخاب یک شرکت هدف و ارزش کنترل / هم‌افزایی
۸۹۲	۲۴-۷-۱) انتخاب یک شرکت هدف
۸۹۴	۲۴-۷-۲) ارزش‌گذاری شرکت هدف
۸۹۴	الف) ارزش‌گذاری وضعیت جاری
۸۹۷	ب) ارزش کنترل شرکت
۸۹۹	ج) ارزش‌گذاری هم‌افزایی عملیاتی
۹۰۷	د) ارزش‌گذاری هم‌افزایی مالی
۹۰۷	۱. تنوع‌بخشی
۹۱۰	۲. کمبود وجه نقد
۹۱۱	۳. منافع مالیاتی
۹۱۳	۴. ظرفیت بدهی
۹۱۵	۵. افزایش رشد و نسبت قیمت به سود (PE)

۹۱۸	۲۴-۷-۳) ارزش گذاری تملیک سهام - انحرافات و خطاهای معمول
۹۱۸	الف) استفاده از شرکت‌های قابل مقایسه و مضارب
۹۱۹	ب) عدم همخوانی جریان‌های نقدی و نرخ تعدیل
۹۲۰	ج) یارانه دادن به شرکت هدف
۹۲۱	۲۴-۸) ساختار بندی تملیک سهام
۹۲۱	۲۴-۸-۱) تصمیم گیری در مورد قیمت تملیک سهام
۹۲۳	۲۴-۸-۲) پرداخت مبلغ شرکت هدف
۹۲۳	الف) بدهی در مقابل حقوق صاحبان سهام
۹۲۴	ب) وجه نقد در برابر سهام
۹۲۷	۲۴-۸-۳) ملاحظات مربوط به حسابداری
۹۲۹	۲۴-۸-۴) نمونه های موفق فرآیند تملیک شرکت ها
۹۲۹	۲۴-۹) تجزیه و تحلیل مدیریت و بازخریدهای اهرمی
۹۳۰	۲۴-۹-۱) ارزش گذاری باز خرید سهام
۹۳۱	۲۴-۹-۲) ارزش گذاری باز خرید سهام اهرمی
۹۳۷	<b>بخش هشتم: ارزش‌گذاری دارائی‌ها</b>
۹۳۹	فصل بیست و پنجم: ارزش‌گذاری دارائی‌های معنوی
۹۴۲	۲۵-۱) دارائی‌های معنوی
۹۴۵	۲۵-۲) چپستی و انواع دارائی‌های معنوی
۹۴۷	۲۵-۳) هدف از ارزش‌گذاری دارائی‌های معنوی
۹۴۹	۲۵-۴) عوامل موثر بر ارزش نام تجاری
۹۵۱	۲۵-۵) اصول حسابداری نام تجاری
۹۵۲	۲۵-۶) مبانی ارزش‌گذاری نام‌های تجاری
۹۵۴	۲۵-۷) روش‌های ارزش‌گذاری دارائی‌های معنوی
۹۵۵	۲۵-۷-۱) داموداران
۹۵۶	الف) دارائی‌های معنوی که جریانهای نقدی ایجاد می‌کنند
۹۵۶	ب) حق انحصاری، مجوز و علائم تجاری
۹۵۸	ب) دارائی‌های معنوی که جریانهای نقدی برای کل شرکت ایجاد می‌کنند
۹۵۹	نام تجاری
۹۷۶	ج) دارائی‌های معنوی که از جریانهای نقدی آتی بالقوه برخوردار می‌باشند
۹۷۶	حق اختراع توسعه نیافته
۹۸۰	۲۵-۷-۲) اینتربرند
۹۸۵	۲۵-۷-۳) فایننشال ورد
۹۸۶	۲۵-۷-۴) هولیهان

---

۹۸۷	سایر روش ها (۵-۷-۲۵)
۹۸۹	پیوست ۱: ارزشگذاری نام تجاری با استفاده از اختلاف نسبت ارزش به فروش پیوست ۲: مثالی از روش داموداران (رویکرد ارزشگذاری نسبی) - ارزشگذاری
۹۹۲	نام تجاری کلوز و کوکاکولا
۱۰۰۱	<b>تعاریف واژگان</b>
۱۰۱۹	<b>علائم اختصاری</b>
۱۰۲۱	<b>منابع و مآخذ</b>

قسمت اول  
اصول و مفاهیم ارزش گذاری

بخش اول  
نگرش کلی





## فصل اول

# مفاهیم ارزش گذاری



## مقدمه

فصل اول کتاب که با عنوان مفاهیم ارزش گذاری ارائه گردیده دربرگیرنده مباحث مفهومی شامل ارزش و مفاهیم گوناگون می باشد. در این فصل همچنین به روابط انواع مختلف ارزش و سپس رابطه ارزش با مفاهیم دیگری چون سرمایه، سود، قیمت و بهای تمام شده اشاره شده است. ارائه تعریفی از ارزش گذاری و اصول حاکم بر آن، مطالبی است که در ادامه به آن پرداخته ایم.

در این فصل همچنین نقش ارزش گذاری در سه حوزه مدیریت پرتفوی، تحلیل تملک شرکت و مباحث مالی شرکتی مورد توجه قرار گرفته و در نهایت اهداف ارزش گذاری بیان گردیده است.

## ۱-۱) ارزش

مفهوم ارزش به این سادگی نیست که گروهی از افراد تصور می‌کنند. ارزش هر دارائی به عوامل مختلفی مانند فردی که ارزش‌گذاری برای او صورت می‌گیرد، نوع ارزشی که باید اندازه‌گیری شود، زمانی که برآورد ارزش صورت می‌گیرد و هدف ارزش‌گذاری بستگی دارد. ارزش، یک مفهوم ایستا یا مشابه با مفاهیم دیگر نیست. ارزش هر دارائی به عوامل گوناگونی بستگی دارد که در زمان‌های مختلف ممکن است تغییر کنند. برخی از این عوامل عبارتند از:

- محیط اقتصادی
- استفاده بالقوه دارایی
- زمان برآورد ارزش
- میزان کمیابی نسبی و جایگزینی
- موقعیت دارایی
- گستردگی دامنه مالکیت دارایی
- میزان نقدشوندگی و وضعیت بازار دارایی
- شرایط فیزیکی دارایی

واژه ارزش در مورد کالاها و خدمات به دو معنای متفاوت به کار رفته است که یکی از آنها را می‌توان ارزش استفاده یا ارزش کیفی و دیگری را ارزش مبادله یا ارزش کمی نامید.

ارزش یا ارزش‌های کیفی هر چیز که به صورت کالا و خدمت عرضه می‌شود، همان خاصیت یا خاصیت‌هایی است که موجبات ارضای نیاز یا خواهش مصرف‌کننده را فراهم می‌آورد. نان، پارچه، الماس، و ... هر یک بدان سبب کالا است و به ازای چیزهای دیگر دادوستد می‌شود که نیازی از نیازهای بشر را برآورده می‌کند. بررسی و کشف ارزش‌های کیفی اشیاء گوناگون طبیعی و پدید آوردن ارزش‌های کیفی جدید، موضوع فنون، صنایع، هنرها و علوم گوناگون در سیر تمدن بشر است. شرط لازم برای

کالا یا خدمت بودن، داشتن ارزش کیفی یا ارزش استفاده است. اشیائی که در ارضای هیچ یک از نیازها یا خواش‌های مردم به کار نیایند، قابل مبادله در بازار به ازای سایر اشیاء مفید یا به ازای پول که نماینده همگانی فرآورده‌هاست، نخواهد بود. ولی عکس این قضیه درست نیست. هرچیز ارزشمند به لحاظ کیفی لزوماً کالا و قابل مبادله نیست. شرط لازم برای این که کالا یا خدمتی ارزش مبادله داشته باشد، داشتن ارزش استفاده است. ارزش مبادله کالاها لزوماً متناسب با ارزش استفاده آنها نیست و کالاهای باارزشی چون هوا، آب و سایر چیزهای طبیعی به طور رایگان در اختیار همگان قرار دارد. ارزش استفاده از آهن و مس بسیار کمتر از ارزش استفاده از طلا و الماس است و مقدار کمی از طلا یا الماس به مقدار زیادی از آهن یا مس می‌ارزد. پس ارزش مبادله هر کالا نسبت به کالاهای دیگر، عبارت است از مقدارهایی از این کالاها که به ازای مقدار معینی از آن کالاها داده می‌شود. در بازار فرآورده‌ها کمتر اتفاق می‌افتد که کالاها و خدمات مستقیماً با یکدیگر مبادله شوند و عموم مبادلات به میانجی پول انجام می‌گیرد.

### ۱-۲) مفاهیم ارزش

افراد اغلب ارزش را «آن چیزی که می‌ارزد» تعریف می‌کنند و در زمانی که می‌شنوند ارزش چیزی فراتر از این است شگفت زده می‌شوند. ارزش، به شخصی که ارزیابی آن را انجام می‌دهد، هدف، زمان‌بندی و مجموعه‌ای از عوامل دیگر بستگی دارد. در نتیجه مفاهیم مختلفی برای ارزش وجود دارد و بیان مفاهیم مختلف آن از اهمیت زیادی برخوردار است.

### ۱-۲-۱) ارزش اقتصادی

ارزش اقتصادی<sup>۱</sup> عبارت است از یک مبلغ بیان شده برحسب پول که در ازای کسب دارائی یا حقوق ناشی از دریافت منافع آینده از طریق استفاده از دارائی، قابل پرداخت است. بنابراین ارزش اقتصادی هر دارائی همان ارزش پولی آن است.

1) Economic Value

### ۱-۲-۲) ارزش منصفانه بازار

رایج‌ترین نوع تعریف ارزش، ارزش منصفانه بازار<sup>۱</sup> است که به آن ارزش بازار یا ارزش نقدی نیز می‌گویند. تعریف پذیرفته‌شده‌ای درباره ارزش منصفانه بازار به شرح زیر وجود دارد:

«مبلغ بیان‌شده به نقد یا معادل نقد که برای یک دارائی بین خریدار مایل و یک فروشنده مایل مبادله می‌شود و این در حالی است که هر یک از طرفین آگاهی و علم معقولی درباره تمام امور مربوط دارند و هیچ اجباری برای خرید یا فروش و یا حقوق مربوط به آنان وجود ندارد.»

این تعریف ارزش در موضوعات مالیاتی و در بسیاری از موضوعات مربوط به ارزش‌گذاری به کار می‌رود. در تعریف ارائه‌شده، منظور از خریدار مایل و فروشنده مایل، خریدار یا فروشنده‌ای خاص نیست. در یک معامله حقیقی در شرایط عادی، طرف‌هایی فرضی وجود دارد. در نتیجه، اگر قیمت پرداخت‌شده برای یک دارائی به‌طور نمونه، عواملی را نشان‌دهد که مربوط به خریدار مایل و فروشنده مایل فرضی نباشد، آن قیمت، مبلغی غیر از ارزش منصفانه بازار را منعکس می‌سازد.

درک مفهوم خریدار مایل و فروشنده مایل فرضی، برخی اوقات با مشکلاتی همراه است، زیرا افراد آن را به‌عنوان فرض در نظر نمی‌گیرند. یک نگرش به این مفهوم این است که *محمّل‌ترین خریدار یا فروشنده*<sup>۲</sup> را به‌عنوان خریدار مایل و فروشنده مایل فرضی در نظر بگیریم. بنابراین، ارزش منصفانه بازار می‌تواند به‌عنوان محتمل‌ترین قیمت معامله در نظر گرفته شود. این ارزش ممکن است اجماع مفروضات را درباره خریداران دارای احتمالی منعکس کند.

ارزش منصفانه بازار در تاریخی خاص تعیین می‌شود که در آن تاریخ، قیمت بر اساس تمام شناخت و دانش مربوط به موضوع معامله توسط خریدار مایل به فروشنده مایل پرداخت خواهد شد. ارزش منصفانه بازار، عاملی است که همواره در الگوی

1) Fair Market Value

2) Most Likely Buyer or Seller

ارزش گذاری دارایی‌ها نقش دارد. به عبارت دیگر، ارزش منصفانه بازار، کم و بیش، ارزشی است که در آن تغییراتی که یک خریدار خاص می‌تواند در شرایط معامله ایجاد کند در نظر گرفته نشده است. این خریدار است که در فرآیند تعیین قیمت برای یک دارایی خاص، اغلب تأثیر بالقوه تغییرات احتمالی روی دارایی را در نظر می‌گیرد. نتایج «خلق ارزش»<sup>۱</sup> در ارزش منصفانه بازار منعکس نمی‌شود و نباید هم نشان داده شود.

### ۱-۲-۳) ارزش منصفانه

مفهوم ارزش منصفانه<sup>۲</sup> اخیراً در مراجع تدوین استانداردها مانند هیأت استانداردهای حسابداری مالی<sup>۳</sup> بسیار مورد توجه قرار گرفته است و فرآیند قضاوت و داوری در قوانین موضوعه<sup>۴</sup> نیز بر اساس آن است. ارزش منصفانه، استاندارد مقرر برای ارزشی است که بر اساس قوانین موضوعه ارزیابی می‌شود و برای معاملات خاص معین نیز به کار می‌رود. مفهوم ارزش منصفانه در قوانین موضوعه بیان شده است و به علاوه، تعاریف، کاربرد و تفاسیر گوناگونی درباره ارزش منصفانه وجود دارد. به هر حال، در بیشتر موضوعات حقوقی، مفهوم ارزش منصفانه معادل ارزش منصفانه بازار در نظر گرفته شده و در معاملات مربوط به سهامداران و سرمایه‌گذاران به کار می‌رود. در زمان به کارگیری مفهوم ارزش منصفانه، ارزیاب باید با مراجعه به قوانین موضوعه محلی و پس از مشورت با وکلا، تعریف ارزش منصفانه را به دست آورد.

در استانداردهای حسابداری ایالات متحده، هیأت استانداردهای حسابداری مالی تعریف زیر را برای ارزش منصفانه در سال ۲۰۰۰ ارائه داده است.

«ارزش، برآورد قیمت یک واحد اقتصادی است که هرگاه در تاریخ گزارش‌گری و در یک معامله حقیقی و در شرایط عادی تجاری به‌عنوان دارایی فروخته

- 
- 1) Value Creation
  - 2) Fair Value
  - 3) Financial Accounting Standards Board (FASB)
  - 4) Case Laws

شود یا به عنوان بدهی شناسایی شده پرداخت گردد، تعیین می‌شود. ارزش منصفانه، برآوردی از یک قیمت خروجی است که بر اساس هم‌کنشی‌های بازار تعیین می‌شود.»

در این تعریف، ارزش منصفانه معادل با قیمت خروجی<sup>۱</sup> در نظر گرفته شده است یعنی قیمتی که بر اساس آن یک دارایی یا بدهی ممکن است فروخته شده یا تسویه شود. قیمت خروجی بر اساس برآورد بازار از ارزش فعلی جریان‌های نقدی آینده مورد انتظار واحد تجاری تعیین می‌شود که به دارایی یا بدهی تعلق دارد. بنابراین بر مبنای تعریف بالا، ارزش منصفانه مبلغی است که:

۱. دارایی می‌تواند بین طرفین مایل، در یک شرایط عادی فعالیت‌های تجاری، خرید و فروش شود یا،

۲. بدهی می‌تواند در یک شرایط عادی فعالیت‌های تجاری، بین طرفین مایل پرداخت شده یا تسویه گردد.

#### ۱-۲-۴) ارزش دفتری

یکی از گمراه‌کننده‌ترین موارد کاربرد واژه ارزش، ارزش دفتری<sup>۲</sup> است. ارزش دفتری صرفاً یک مفهوم حسابداری و مالیاتی است نه یک مفهوم اقتصادی یا ارزشی. برای یک دارایی خاص (مانند یک وسیله نقلیه) ارزش دفتری به‌طور ساده از طریق کسر استهلاک انباشته از بهای تمام‌شده تاریخی به دست می‌آید.

#### ۱-۲-۵) ارزش ذاتی

ارزش ذاتی<sup>۳</sup> یا ارزش بنیادی<sup>۴</sup> مفهومی است که تجزیه و تحلیل‌کنندگان مالی برای برآورد ارزش سهام، با توجه به تمام عوامل و خصوصیات و شرایط فعالیت‌های تجاری یا سرمایه‌گذاری، آن را همواره مورد استفاده قرار می‌دهند. ارزش ذاتی یک سرمایه‌گذاری مانند اوراق بهادار بر اساس دو عامل قدرت سودآوری و کیفیت کسب

1) Exit Price

2) Book Value

3) Intrinsic Value

4) Fundamental Value



سود سرمایه گذاری تعیین می شود. قدرت سودآوری براساس قابلیت های واحد اقتصادی برای افزایش با ثبات قابلیت سودآوری، و نرخ بازده براساس مفروضات موجهی مانند شاخص ها و اطلاعات اقتصادی حاصل از منابع داخلی و خارجی قابل اندازه گیری است. کیفیت کسب سود براساس عواملی مانند مشتری مداری، قابلیت سودآوری، کسب رضایت مشتری، کسب رضایت کارکنان، ریسک نسبی، رقابت و ثبات پیش بینی های سودآوری ارزیابی می شود.

ارزش ذاتی، ارزش فعلی جریان عایدات آینده است که براساس بازده جاری بازار تنزیل می شود. ارزش ذاتی یک سرمایه گذاری تابعی از جریان عایدات دوره ای تنزیل شده برآوردی، سود یا زیان های بازار و افق زمانی جریان کسب سود است. اگر ارزش بازار سهام، بالاتر از ارزش ذاتی محاسبه شده برای آن باشد آن سهام در یک موقعیت «فروش» خوب است و سرمایه گذاران می توانند سودی مازاد بر بازده به دست آورند. برعکس اگر ارزش بازار سهام پایین تر از ارزش ذاتی دوره ای آن باشد، آن سهام در یک موقعیت «خرید» خوب است. واژه ارزش ذاتی اغلب به صورت نادرست و جابه جا با مفهوم ارزش سرمایه گذاری مورد استفاده قرار می گیرد. ارزش سرمایه گذاری عموماً به ارزش های دریافت شده توسط یک خریدار خاص در چارچوب مجموعه مشخصی از ویژگی ها در زمان خاص اطلاق می گردد. به عبارت دیگر، ارزش ذاتی نوعاً به عنوان ارزش تداوم فعالیت برای یک مالک خاص، بدون توجه به قابلیت خرید و فروش آن در بازار یا منافع تجاری آن در نظر گرفته می شود.

### ۱-۲-۶) ارزش سرمایه گذاری

مشهورترین نوع ارزش که متخصصان آن را برای ادغام و تحصیل واحدهای تجاری مورد استفاده قرار می دهند ارزش سرمایه گذاری<sup>۱</sup> است. در این نوع ارزش، معمولاً ارزش منافع آینده مالکیت یک دارایی برای یک خریدار خاص در نظر گرفته می شود. اغلب ارزش سرمایه گذاری مفهومی است که درک آن آسان تر است زیرا

1) Investment Value

ارزش یک دارایی خاص برای یک خریدار خاص است. ارزش سرمایه‌گذاری ممکن است به دلایل موجه مختلفی در مورد خریداران بالقوه مختلف، متفاوت باشد. عواملی مانند عوامل زیر بر روی برآورد یک خریدار بالقوه در ارزش سرمایه‌گذاری در یک فعالیت تجاری تأثیر می‌گذارند.

- هم‌افزایی کسب‌شده و فرصت‌های خلق ارزش
- مطلوبیت‌های حاصل برای خریدار به‌منظور ورود به یک بازار جدید
- استنباط درباره میزان ریسک و نوسان‌پذیری توان کسب درآمد از دارایی
- وضعیت مالی خریدار
- خوش‌بینی خریدار

ارزش منصفانه بازار و ارزش سرمایه‌گذاری با هم مرتبط‌اند، اما به‌ندرت با هم مساویند. اگر همه خریداران بالقوه دارای مفروضات و موقعیت‌های مشابه باشند، در این حالت، هر دو نوع ارزش با هم مساوی خواهند بود. اما معمولاً موقعیت یک عامل با اهمیت است و باعث می‌شود که بسیاری از خریداران مایل باشند تا نسبت به دیگران مبلغ بیشتری را برای یک دارایی پردازند. رویکردها و تکنیک‌های مورد استفاده برای برآورد ارزش منصفانه بازار و سرمایه‌گذاری اساساً مشابهند ولی مفروضات آنها متفاوتند.

### ۱-۲-۷) ارزش استفاده / ارزش مبادله

*ارزش استفاده*<sup>۱</sup>، یک نوع ارزش نیست بلکه شرایطی است که براساس مفروضات خاص در ارزش‌گذاری دارایی‌ها در نظر گرفته می‌شود. این موضوع به دارایی بستگی دارد که آیا دارایی‌ها با بهره‌وری مورد استفاده قرار می‌گیرند و آیا می‌توان آن را به‌عنوان ارزش یک دارایی، برای استفاده خاص یا استفاده‌کننده خاص، به‌عنوان بخشی از واحد عملیاتی توصیف کرد. در مورد دارایی در حال استفاده، تاکنون به‌وسیله مجامع

---

1) Value-In-Use

حرفه‌ای ارزش گذاری، یا میزان مالیات تعریف رسمی ارائه نشده است. به هر حال، آنچه مهم است زمان تخصیص دارایی است.

ارزش مبادله<sup>۱</sup>، اساساً نقطه مقابل ارزش استفاده است. مفهوم ارزش مبادله به ارزش دارایی مربوط می‌شود که با اجزای آن برای یک واحد عملیاتی مبادله می‌گردد. نوعاً در یک واحد اقتصادی دایره ارزش مبادله دارایی، کمتر از ارزش استفاده آن است.

### ۱-۲-۸) ارزش جایگزینی

ارزش جایگزینی<sup>۲</sup> یک دارایی به‌طور ساده، بهای تمام‌شده تحصیل یک دارایی جدید با قابلیت‌های مشابه است. برآورد بهای تمام‌شده جایگزینی، شرایطی را نشان می‌دهد که چگونه یک دارایی با مواد جدید و فناوری جاری می‌تواند جایگزین دارایی فعلی شود. ارزش جایگزینی همان ارزش تولید مجدد<sup>۳</sup> نیست، زیرا منظور از ارزش تولید مجدد، بهای تمام‌شده دارایی با همان مشخصات براساس قیمت‌های جاری است. ارزش‌های جایگزینی و بهای تمام‌شده تولید مجدد، عموماً برای ارزش گذاری دارایی‌های مشهودی مانند مبلمان، لوازم و تجهیزات و منصوبات به کار می‌روند که مستقیماً منجر به کسب درآمد نمی‌شوند.

### ۱-۲-۹) ارزش اسقاط

ارزش اسقاط<sup>۴</sup> مبلغ تحقق‌پذیر در اثر فروش یا سایر روش‌های واگذاری یک دارایی است که پس از آن دارایی دیگر هیچ فایده‌ای برای مالک فعلی خود ندارد و باید از خدمت خارج شود. ارزش اسقاط با ارزش باقیمانده<sup>۵</sup> تفاوت دارد. به نظر می‌رسد تفاوت بین این دو مفهوم این باشد که در ارزش باقیمانده، هیچ فایده‌ای برای هدف‌های مختلف وجود ندارد.

- 
- 1) Value-In-Exchange
  - 2) Replacement Value
  - 3) Reproduction Value
  - 4) Scrap Value
  - 5) Residual Value

### ۱-۲-۱) ارزش تداوم فعالیت

ارزش تداوم فعالیت<sup>۱</sup> اسمی بی‌مسمی و نامی غلط است زیرا استاندارد ارزشی مانند ارزش منصفانه بازار یا ارزش سرمایه‌گذاری ارائه نمی‌کند. به عبارت دیگر، کار نادرستی است که گفته شود «ارزش تداوم فعالیت یک واحد اقتصادی ۱۰۰ میلیون دلار است» بلکه عبارت درست این است که «ارزش واحد اقتصادی بالغ بر ۱۰۰ میلیون دلار است»

مفهوم ارزش تداوم فعالیت نوعاً زمانی به کار گرفته می‌شود که یک واحد اقتصادی به‌عنوان واحدی عملیاتی مورد ارزش‌گذاری قرار می‌گیرد و این در حالی است که هیچ تهدید مشخصی برای توقف فعالیت آن وجود ندارد. به هر حال، در موقعیت‌های مالیاتی ارزش تداوم فعالیت متفاوت از موضوعاتی است که به‌طور ضمنی مورد اشاره قرار می‌گیرد. ارزش تداوم فعالیت، ارزشی است که نشان می‌دهد واحد خریداری شده دارای مدیران و کارکنان شامل سازمان فروش و بازاریابی و مانند آن است. ممیزان مالیاتی از این مفهوم زمانی استفاده می‌کنند که ارائه سرقفلی موجود با مشکلاتی مواجه باشد یا سرقفلی وجود نداشته باشد. علاوه بر این، ممیزان مالیاتی استدلال می‌کنند که حتی بدون سرقفلی، بسیاری از دارایی‌های تحصیل شده واحد تجاری، دارای ارزش نامشهود هستند زیرا آن‌ها وجود دارند و بخشی از تداوم فعالیت واحد اقتصادی ناشی از آن‌هاست. به هر حال، در مباحث مالیاتی، مسئله این نیست که ارزش تداوم فعالیت وجود دارد یا ندارد بلکه موضوع مهم این است که اهداف مالیاتی، استهلاک‌پذیرند یا خیر؟ عموماً ممیزان مالیاتی به این موفقیت دست یافته‌اند که وقتی که اندازه‌گیری سرقفلی مشکل یا غیرممکن است، حداقل بخشی از قیمت خرید یک واحد تجاری به ارزش تداوم فعالیت استهلاک‌ناپذیر تخصیص یابد.

---

1) Going Concern Value

### ۱-۲-۱) ارزش تسویه

ارزش تسویه<sup>۱</sup> یا نقدشوندگی به خودی خود، یک نوع خاص ارزش نیست، بلکه شرایطی است که براساس آن ارزش برآورد می‌شود. ارزش تسویه مبلغ خالصی است که هرگاه واحد اقتصادی منحل، دارایی‌های آن فروخته و بدهی‌های آن پرداخت گردد، تحقق می‌یابد.

تسویه ممکن است اجباری یا دستوری باشد که در رابطه با زمان تخصیص یافته برای یافتن یک خریدار با هم تفاوت دارند.

تسویه اجباری<sup>۲</sup> مبلغ خالصی است که از فروش فوری دارایی در یک بازار آزاد به دست می‌آید و این در حالی است که هر دو طرف معامله یعنی خریدار و فروشنده دارای دانش و شناخت لازم درباره نحوه استفاده و هدف‌هایی که دارایی برآورده می‌سازد و موارد کاربرد آن، باشند و فروشنده مجبور است دارایی را بفروشد ولی خریدار مایل است که بخرد گرچه اجباری برای او وجود ندارد.

تسویه دستوری<sup>۳</sup> مبلغ خالصی است که از فروش یک دارایی در یک بازار آزاد با احتساب یک زمان معقول مجاز برای یافتن خریدار، به دست می‌آید و این در حالی است که هر دو طرف معامله یعنی خریدار و فروشنده دارای دانش و شناخت لازم درباره نحوه استفاده و هدف‌هایی که دارایی برآورد می‌سازد و موارد کاربرد آن، باشند و فروشنده مجبور است دارایی را بفروشد ولی خریدار مایل است که بخرد گرچه اجباری برای او وجود ندارد.

منظور از مبلغ خالص که در تعریف‌های فوق مورد استفاده قرار می‌گیرد قیمت پس از کسر هرگونه کمیسیون و حق‌العمل و هزینه‌های اداری است که برای تسویه ضرورت دارد. از نقطه نظر ارزش‌های مختلف یک واحد اقتصادی، ارزش تسویه کمترین ارزش ممکن است. به عبارت دیگر، بدترین سناریوی مربوط به ارزش‌های واحد

- 
- 1) Liquidation Value
  - 2) Forced Liquidation
  - 3) Orderly Liquidation

اقتصادی این است که فعالیت‌های آن خاتمه داده شود، دارایی‌های آن فروخته شود و بدهی‌های آن تسویه گردد و مانده حاصل بین سهام‌داران تقسیم شود.

### ۱-۲-۱) ارزش بیمه‌شدنی

ارزش بیمه‌شدنی<sup>۱</sup> موضوعی سراسر است و به‌طور ساده ارزش پولی بخش‌های خراب‌شدنی یک دارایی را شامل می‌شود که بیمه خواهد شد تا در مواقعی که زیانی رخ می‌دهد به مالک آن غرامت پرداخت شود.

### ۱-۲-۱) ارزش سرقفلی

سرقفلی نوع خاصی از دارایی نامشهود است که وقتی فعالیت تجاری به‌عنوان یک مجموعه، ارزشی بیش از ارزش مشهود خود پیدا می‌کند به‌نحو مشخص به‌عنوان دارایی نامشهود تعیین می‌گردد. در زمان ادغام و یا تحصیل واحدهای اقتصادی، ارزش سرقفلی<sup>۲</sup> از طریق محاسبه مابه‌التفاوت قیمت پرداخت‌شده برای تحصیل واحد اقتصادی و ارزش منصفانه بازار دارایی تحصیل‌شده (شامل دارایی مشهود و دارایی نامشهود جداگانه شناسایی شده) پس از کسر بدهی‌هاست. مفهوم ارزش سرقفلی قابلیت کاربرد زیادی در زمینه‌های مالیات، گزارشگری مالی و قوانین موضوعه در واحدهای اقتصادی دارد.

### ۱-۳) روابط بین انواع مختلف ارزش

پس از شناخت تمام ارزش‌های یک واحد اقتصادی، می‌توان روابط بین انواع مختلف ارزش را توصیف کرد. پایین‌ترین سطح ارزش دریافتنی یک واحد اقتصادی، ارزش باقیمانده دارایی‌های مشهود است که سطحی است که در آن هیچ درآمدی برای واحد اقتصادی وجود ندارد. برای نمونه، ارزش باقیمانده لوازم یدکی در هر لحظه از زمان و بدون توجه به عایداتی که واحد اقتصادی از مالکیت آن به‌دست می‌آورد، ثابت است.

1) Insurable Value

2) Goodwill Value

ارزش تسویه اجباری دومین سطح از انتها برای ارزش بالقوه است. اما از دیدگاه عملی، این احتمال وجود دارد که این ارزش، پایین ترین سطح ارزش یک واحد اقتصادی در مجموع باشد زیرا مانند ارزش باقیمانده، ارزش تسویه اجباری هیچ درآمدی برای واحد اقتصادی ندارد.

ارزش تسویه دستوری را می توان از دیدگاه نظری مشابه ارزش تسویه اجباری تعیین کرد اما معمولاً در ارزش تسویه دستوری، ارزش بیشتری دریافت می شود زیرا زمان مجاز بیشتری برای یافتن خریدار وجود دارد.

ارزش استفاده دارایی مشهود با درآمد واحد اقتصادی (به سطح بالاتر از نقطه ای که ارزش استفاده، معادل ارزش جایگزینی دارایی است) افزایش می یابد. در درآمد صفر، ارزش استفاده و ارزش تسویه دستوری از نظر تئوری معادل هم اند اما اگر واحد اقتصادی به موفقیت بیشتری دست یابد، تأثیر دارایی های مشهود بیشتر می شود بنابراین ارزش استفاده، بیشتر از ارزش تسویه دستوری می شود.

ارزش قابل تعیین دارایی های نامشهود نیز با افزایش درآمد واحد اقتصادی افزایش می یابد. همان طور که درباره دارایی های مشهود گفته شد، ارزش قابل تعیین دارایی های نامشهود با رشد درآمد واحد اقتصادی افزایش می یابد.

ارزش سرقفلی همیشه با عایدات واحدهای اقتصادی افزایش می یابد، زیرا سرقفلی از طریق مابه التفاوت بین ارزش کل واحد تجاری و ارزش دارایی های مشهود و نامشهود تعیین شده به دست می آید. در نتیجه، وقتی عایدات واحد اقتصادی رشد می کند، کل سرقفلی واحد اقتصادی و ارزش واحد اقتصادی افزایش می یابد.

نتایج انباشته، ارزش کل واحد اقتصادی است. این ارزش، ارزش دارایی های مشهود و نامشهود واحد اقتصادی است که به میزان پیش بینی های درآمد آینده واحد اقتصادی افزایش یافته است. بیشتر ارزش گذاری های مربوط به واحد اقتصادی، ارزش کل واحد اقتصادی را اندازه گیری می کند.

#### ۴-۱) رابطه ارزش با مفاهیم دیگر

مفهوم ارزش دارای کاربرد گسترده‌ای است و با مفاهیم مهم و اساسی دیگر روابط پیچیده‌ای دارد. شناخت روابط مذکور، در جستجو برای دستیابی به کاربردهای اقتصادی، مالی و حسابداری ارزش و ارزش‌گذاری می‌تواند مفید و سازنده باشد.

#### ۱-۴-۱) ارزش، سرمایه و سود

اهداف گزارشگری مالی به سرمایه‌گذاران، به تصمیمات آنان درباره سرمایه‌گذاری در واحد تجاری بستگی دارد. بنابراین گزارش‌گری مالی همواره بر ارائه اطلاعات مفید برای تصمیم‌گیری تأکید می‌کند. سرمایه‌گذاران، اساساً در رابطه با سرمایه‌گذاری‌های خود به دو موضوع نگهداری و افزایش ارزش سرمایه و کسب سود ناشی از سرمایه توجه زیادی دارند. در گزارشگری مالی سه مفهوم اساسی سرمایه، ارزش و سود وجود دارد که تأکید هر سه این مفاهیم بر گذشته است.

حسابداران معمولاً تمایل دارند که سرمایه<sup>۱</sup> را مترادف ارزش دفتری حقوق سهام‌داران عادی و سود<sup>۲</sup> را مترادف سود خالصی فرض کنند که به سهام‌داران عادی تعلق می‌گیرد. براساس نظر اقتصاددانان، سرمایه دارای مفهوم وسیع‌تری است و عبارت از ارزش تمام دارایی‌هایی است که برای تولید کالا و یا ارائه خدمات در اختیار واحد تجاری قرار دارد. بنابراین تعریف، سرمایه تمام دیون، سهام ممتاز، سهام عادی و سایر اوراق بهادار منتشرشده توسط واحد تجاری را نیز در بر می‌گیرد. به این ترتیب، سود را نیز می‌توان مبلغی تعریف کرد که توسط سهام‌داران و اعتباردهندگان تحصیل می‌شود. سود مبتنی بر این تعریف، سودی است که هزینه‌های سود تضمین‌شده و تأمین مالی از آن کسر نشده است و برای این که از سود خالص متعلق به سهام‌داران عادی متمایز شود سود واحد تجاری<sup>۳</sup> نامیده می‌شود. به کارگیری مفاهیم مختلف برای ارزش‌گذاری

1) Capital

2) Income

3) Entity Income



دارایی‌ها و اندازه‌گیری سود منجر به ایجاد روش‌های گوناگونی برای گزارش‌های مالی شده است.

#### ۱-۴-۲) ارزش، قیمت و بهای تمام‌شده

مفهوم «ارزش» با مفهوم قیمت و بهای تمام‌شده متفاوت است. قیمت<sup>۱</sup>، مبلغ واقعی صرف‌شده برای تحصیل دارایی است. بهای تمام‌شده<sup>۲</sup> نوعاً ارزش پولی عوامل تولید از قبیل: کار، سرمایه و مدیریت است که برای خلق یک دارایی ضروری است. عبارت «او برای خانه اضافه پرداخته است» بر این دلالت دارد که بین قیمتی که فردی برای خانه پرداخت کرده و ارزشی که فرد دیگری برای آن تعیین کرده است تفاوت وجود دارد. ارزش، قیمت و بهای تمام‌شده مفاهیمی جداگانه‌اند و به‌ندرت دارای مبالغ پولی برابر هم می‌شوند.

#### ۱-۵) تعریف ارزش گذاری

ارزش گذاری<sup>۳</sup> فرایندی است که طی آن میزان بهای جاری یک دارایی تعیین می‌گردد. ارزش گذاری مفهومی کاملاً اقتصادی است که وقتی یک دارایی لازم است ارزش گذاری شود، با مفهوم قانونی دارایی همراه می‌شود. واژه دارایی معمولاً به معنی حقوق و فوایدی<sup>۴</sup> است که در رابطه با مالکیت آن وجود دارد. منظور از واژه قانونی<sup>۵</sup> برای دارایی و مالکیت بسیار پیچیده است اما نکاتی وجود دارد که در شناخت بهتر ارزش گذاری مفید هستند.

واضح‌ترین نوع دارایی، دارایی مشهود، مانند ساختمان‌ها، لوازم و تجهیزات و اثاثه اداری است. این دارایی‌ها سخت‌افزارهایی هستند که دارای شکل و ماهیت

- 
- 1) Price
  - 2) Cost
  - 3) Valuation
  - 4) Rights and Benefits
  - 5) Legal

فیزیکی‌اند و مالکیت آن‌ها معمولاً از طریق اسناد مالکیت مربوط به حقوق آن‌ها صورت می‌گیرد.

دارایی‌ها ممکن است به صورت دارایی‌های نامشهود باشد. چنین دارایی‌هایی در یک واحد اقتصادی، شامل تمام دارایی‌هایی است که ماهیت فیزیکی ندارند اما دارای فواید و منافع مهمی برای موفقیت واحد اقتصادی هستند. این فواید برای مالک دارایی‌های نامشهود، معمولاً براساس بازده مالی آن‌ها اندازه‌گیری می‌شود.

سومین نوع دارایی که می‌تواند ارزش‌گذاری شود یک بنگاه اقتصادی در مجموع است و در آن ترکیبی از کل دارایی‌های مشهود و نامشهود ارزش‌گذاری می‌گردد. برای شناخت مفهوم یک بنگاه اقتصادی به‌عنوان یک دارایی که متمایز از ارزش دارایی‌های مشهود و نامشهود است، باید مفهومی با عنوان «وحدت استفاده»<sup>۱</sup> مدنظر قرار گیرد.

منظور از وحدت استفاده در نظر گرفتن کلیه دارائی‌های مشهود و نامشهود بنگاه، به‌عنوان یک کل می‌باشد. بنابراین در ارزش‌گذاری یک بنگاه اقتصادی به‌عنوان یک واحد، باید ترکیبی از دارایی‌های مشهود و نامشهود که دارای وحدت استفاده هستند، ارزش‌گذاری شود.

### ۱-۶) اصول ارزش‌گذاری

اصول اقتصادی اساسی مانند عرضه و تقاضا روی ارزش‌گذاری اثر می‌گذارد. به هر حال، چهار اصل اقتصادی مهم وجود دارد که بر ارزش‌گذاری در زمینه‌های مختلف تأثیرگذار است؛ این اصول در ذیل آمده است.

#### ۱-۶-۱) اصل رویکردها

این اصل بیان می‌کند که در هر انتقال مالکیت، هر دو طرف معامله یعنی خریدار و فروشنده رویکردهایی برای انجام معامله دارند. این اصل به این معنی نیست که همه

---

1) Unity of Use

رویکردها دارای مطلوبیت مساوی هستند، بلکه نشان دهنده این است که یک فروشنده، اجباری برای فروش به یک خریدار خاص ندارد و خریدار نیز مجبور به خرید از یک فروشنده خاص نیست. اگر این مورد وجود نداشته باشد، سازوکار بازار مؤثر نخواهد بود و ارزش منصفانه بازار به وجود نمی آید. یک ارزش گذاری نرمال زمانی به وجود می آید که اصل رویکردها باعث رضایت طرفین شود.

### ۱-۶-۲) اصل جایگزینی

این اصل بیان می کند که خریدار عاقل در زمان خرید دارایی هیچ گونه وجهی اضافه تر بر بهای تمام شده تولید مجدد آن یا تسهیلات مشابه آن پرداخت نمی کند. ساده ترین توصیف برای این اصل، در ارزش ماشین آلات و تجهیزات بیان می شود. یک خریدار عاقل هیچ گونه مبلغی افزون بر قیمت یک تجهیزات جدید با همان نوع کارکرد پرداخت نمی کند. کاربرد این اصل برای کل واحد اقتصادی بسیار مشکل تر است زیرا برآورد بهای تمام شده آن مستلزم تعیین ارزش جایگزینی کل واحد اقتصادی است که کار بسیار پیچیده ای است. مبنای اصل جایگزینی، استفاده از رویکرد هزینه در ارزش گذاری است.

### ۱-۶-۳) اصل جانشینی

این اصل، مفهوم بسیار با اهمیتی در ارزش گذاری است. این اصل بیان می کند که تعیین ارزش دارایی براساس بهای تمام شده دارایی که جانشینی مشابه و مطلوب برای آن است صورت می گیرد. برای نمونه، دو واحد اقتصادی را در نظر بگیرید که اندازه یکسان، تعداد کارکنان هم اندازه، عایدات مشابه و... داشته باشند. عقل سلیم و علم ارزش گذاری نتیجه گیری می کند که هر دو واحد اقتصادی مشابه هم اند؛ یا تقریباً دارای ارزش های یکسان هستند زیرا آن ها را می توان به طور کامل و مطلوب جانشین هم تلقی کرد.

### ۱-۶-۴) اصل منافع آینده

اصل منافع آینده، اصلی است که ارزش دارایی را براساس مزایای اقتصادی آینده پیش بینی پذیر یا کنترل پذیر برای مالکان بیان می کند. از این دیدگاه، ارزش واحد

اقتصادی، معادل خالص ارزش فعلی همه مزایای اقتصادی آینده به دست آمده در نتیجه مالکیت آن واحد اقتصادی است. براساس مباحث نظری، آنچه واحد اقتصادی در گذشته به دست آورده است ارتباطی به ارزش آن ندارد.

به هر حال، در عمل، عملکرد گذشته معمولاً شاخص خوبی برای عملکرد آینده است مگر این که رویدادهای غیر عادی، روندهای گذشته را غیر قابل استفاده کرده باشد. به کارگیری اصل منافع آینده بسیار پیچیده است و مستلزم در نظر گرفتن مفروضات متعددی درباره آینده واحد اقتصادی است. به هر حال، خالص ارزش فعلی منافع اقتصادی آینده اغلب بهترین شاخص برای ارزش محسوب می‌شود.

### ۱-۶-۵) اصل تفاوت منظور ارزش‌گذاران

ارزش‌گذاری یک دانش غیر دقیق و مستلزم اعمال قضاوت، داشتن مفروضات متعدد و ارائه نظر است. در نتیجه، ارزش‌گذاری دو ارزیاب متبحر و با کیفیت و مشابه در مورد یک دارایی می‌تواند به آسانی با هم متفاوت باشد، حتی اگر در این فرآیند از مفروضات کاملاً یکسان استفاده شده باشد. به خاطر سپردن این موضوع اهمیت دارد که یک برآورد ارزش، تنها یک نظر درباره ارزش است. اگر این فرآیند به وسیله متخصصان ارزش‌گذار صلاحیت‌دار انجام شود، این نظر می‌تواند اطلاعات مفیدی را برای انجام تکنیک‌ها و فنون پذیرفته شده جهت تجزیه و تحلیل فراهم کند، اگر چه باز هم یک نظر است.

### ۱-۷) نقش ارزش‌گذاری

ارزش‌گذاری در دامنه‌ی وسیعی از کارها مفید است. با این وجود، نقشی که ایفا می‌نماید، در حوزه‌های مختلف، متفاوت است. این قسمت به ارائه ارتباط ارزش‌گذاری در مدیریت پرتفوی، تحلیل تملک شرکت و تأمین مالی شرکتی می‌پردازد.

### ۱-۷-۱) ارزش‌گذاری و مدیریت پرتفوی

نقشی را که ارزش‌گذاری در مدیریت پرتفوی ایفا می‌کند، در بخش وسیعی از طریق فلسفه سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران تعیین می‌شود. ارزش‌گذاری کمترین نقش را در

مدیریت پرتفوی برای یک سرمایه گذار غیرفعال ایفا می کند در صورتی که نقش مهم و وسیعی برای یک سرمایه گذار فعال بازی می کند. حتی میان سرمایه گذاران فعال، ماهیت و نقش ارزش گذاری برای انواع مختلف سرمایه گذاری فرق می کند. تعیین کنندگان زمان مناسب برای انجام معامله از ارزش گذاری بسیار کمتر از سرمایه گذارانی که سهام برمی گزینند، استفاده می نمایند و تمرکز بر ارزش گذاری بازار در عوض ارزش گذاری یک شرکت خاص می باشد. در میان گزینش گران اوراق بهادار، ارزش گذاری نقش اصلی و مهمی در مدیریت پرتفوی برای تحلیل گران بنیادی و نقش فرعی برای تحلیل گران تکنیکال ایفا می کند. در ادامه، فلسفه های سرمایه گذاری مختلف و نقشی که ارزش گذاری برای هر یک ایفا می نماید، بیان می شود.

#### الف) تحلیل گران بنیادی

درون مایه پایه ای در تحلیل بنیادی این است که ارزش حقیقی شرکت، می تواند به خصیصه های مالی همچون چشم اندازهای رشد، پرتفوی ریسک و جریان های نقدی مربوط شود. هر انحرافی از ارزش حقیقی علامتی است که یک سهم، ارزان یا گران می باشد. این امر یک استراتژی سرمایه گذاری بلندمدت است و مفروضات پایه ای آن عبارتند از:

۱. ارتباط بین ارزش و عوامل پایه ای مالی می توانند اندازه گیری شوند.

۲. این ارتباطها در طی زمان باثبات هستند.

۳. انحرافات از این ارتباط در طی دوره عقلایی ای، تصحیح می شوند.

در ارزش گذاری، تمرکز اصلی بر تحلیل بنیادی می باشد. برخی از تحلیل گران از مدل های جریان نقدی تنزیل شده، برای ارزش گذاری شرکتها استفاده می کنند، در حالی که دیگران از ضریبی از قبیل نسبت قیمت سهام به سود هر سهم یا قیمت به ارزش اسمی استفاده می نمایند. هنگامی که سرمایه گذاران از این رویکردها بهره ببرند، مقدار زیادی از سهام زیرقیمت در پرتفویهای خود نگه می دارند، به این امید که روی هم رفته، این پرتفوها بهتر از بازار عمل خواهند کرد.

## (ب) خریدار فرانشیز (حق مخصوص)

فلسفه‌ی خریدار فرانشیز، به بهترین وجه توسط سرمایه‌گذاری که بسیار در این امر موفق بوده است - آقای وارن بوفت - بیان شده است. آقای بوفت می‌نویسد: «ما سعی می‌کنیم تا به کسب و کارهایی که معتقدیم بر آن اشراف و آگاهی داریم، وارد شویم». «منظورم اینست که آن‌ها باید نسبتاً در ماهیت ساده و پایدار باشند. اگر یک کسب و کار، پیچیده باشد و در معرض تغییر دائمی قرار داشته باشد، آن‌گاه ما از هوشیاری کافی جهت پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی برخوردار نیستیم». خریداران فرانشیز بر کسب و کارهای اندکی که آن‌ها را به‌خوبی می‌شناسند، متمرکز می‌شوند و تلاش می‌نمایند تا سهام شرکت‌های زیرقیمت را تصاحب نمایند. اغلب خریداران فرانشیز، مانند مورد آقای بوفت، از نفوذ بر مدیریت این شرکت‌ها استفاده می‌کنند و می‌توانند سیاست سرمایه‌گذاری و مالی را تغییر دهند. به‌عنوان یک استراتژی بلندمدت، مفروضات پایه‌ای عبارتند از:

۱. سرمایه‌گذارانی که یک کسب و کار را به‌خوبی می‌شناسند در موقعیت بهتری جهت ارزیابی صحیح آن کسب و کار می‌باشند.
  ۲. این کسب و کارهای زیرقیمت می‌توانند بدون سوق دادن قیمت به بالاتر از ارزش حقیقی مورد تصاحب قرار گیرند.
- هنگامی که خریداران فرانشیز به یک کسب و کار خاص جذب می‌گردند، به این علت که معتقدند این کسب و کار، زیر قیمت می‌باشد، ارزش‌گذاری، نقش کلیدی خود را ایفا می‌نماید. آن‌ها همچنین، علاقه‌مندند بدانند که چه مقدار ارزش اضافی می‌توانند از طریق تجدید ساختار در کسب و کار و درست اداره کردن آن ایجاد نمایند.

## (ج) چارティスト‌ها

چارティスト‌ها معتقدند که قیمت‌ها، به‌طور کلی، به همان اندازه‌ای که به‌وسیله سایر متغیرهای مالی قابل اندازه‌گیری‌اند، به همان میزان به‌وسیله تحلیل روان‌شناسی رفتار سرمایه‌گذار قابل اندازه‌گیری است. اطلاعات در دسترس از معامله شامل حرکات

قیمتی، حجم معامله، فروش های استقرایی و غیره نشانه هایی از روان شناسی سرمایه گذار و حرکات قیمتی آتی می دهد. مفروضات در این جا عبارتند از این که قیمت ها در قالب های قابل پیش بینی حرکت می کنند - که سرمایه گذاران زیادی جهت کسب مزیت از این قالب ها، جهت حذف آن ها وجود ندارد - و اینکه متوسط سرمایه گذاران در بازار اکثراً توسط احساسات در عوض تحلیل عقلایی سوق داده می شوند. اگرچه ارزش گذاری نقش زیادی را در چارتینگ بازی نمی کند، اما شیوه هایی وجود دارند که یک چارتیست مبتکر می تواند آن را در تحلیل بگنجاند. برای نمونه، ارزش گذاری می تواند جهت تعیین خطوط مقاومت و پشتیبانی در چارت های قیمتی به کار گرفته شوند.

#### د) معامله گران اطلاعاتی

قیمت ها براساس اطلاعات درباره شرکت، حرکت می کنند. معامله گران اطلاعاتی<sup>۱</sup> در تلاش هستند، جلوتر از اطلاعات جدید یا اندکی بعد از این که این اطلاعات در بازار فاش گردید معامله کنند، در هنگام انتشار اخبار خوب بخرند و در زمان انتشار اخبار بد بفروشند. مفروض پایه ای این است که این معامله گران می توانند اعلامیه اطلاعات را پیش بینی نموده و واکنش بازار به آن ها را بهتر از میانگین سرمایه گذاران در بازار، برآورد می نمایند.

برای یک معامله گر اطلاعاتی، تمرکز بر رابطه بین اطلاعات و تغییرات در ارزش می باشد، به عوض این که تنها بر ارزش باشد. لذا، یک معامله گر اطلاعاتی ممکن است یک شرکت زیر قیمت را بخرد اگر معتقد باشد که اعلام بعدی اطلاعات، باعث خواهد شد تا قیمت ها بالا روند، زیرا این باور و اعتقاد بهتر از اخبار مورد انتظار می باشد. اگر ارتباطی بین این که چگونه یک شرکت گران یا زیر قیمت می باشد و این که چگونه قیمت

#### 1) Information Traders.

معامله گران اطلاعاتی کسانی هستند که براساس انتشار اطلاعات در بازار شروع به خرید و فروش می کنند.

سهامش نسبت به اطلاعات جدید واکنش نشان می‌دهد، وجود داشته باشد، آن‌گاه ارزش‌گذاری می‌تواند در سرمایه‌گذاری برای یک معامله اطلاعاتی نقش ایفا نماید.

ه) تعیین‌کنندگان زمان مناسب برای انجام معامله در بازار

تعیین‌کنندگان زمان مناسب برای انجام معامله در بازار<sup>۱</sup>، بیان می‌کنند که بازدهی که بر اثر چرخش بازار بدست می‌آید بسیار بیشتر از بازدهی حاصل از گزینش سهام می‌باشد. آن‌ها بیان می‌کنند که پیش‌بینی حرکات بازار از گزینش سهام آسان‌تر است و این‌که این پیش‌بینی‌ها می‌توانند بر پایه عواملی که قابل مشاهده هستند، استوار باشند.

اگرچه ارزش‌گذاری یک سهام خاص ممکن است مورد استفاده برای این افراد نباشد، ولی استراتژی‌های تعیین‌زمان مناسب برای انجام معامله می‌تواند از ارزش‌گذاری، حداقل به خاطر دو علت زیر استفاده کند:

الف) کل بازار، می‌تواند ارزش‌گذاری شده و با سطح فعلی‌اش مورد مقایسه واقع شود.

ب) مدل ارزش‌گذاری می‌تواند برای ارزش‌گذاری کل سهام به کار گرفته شود و نتایج به‌دست آمده از بین بخش‌ها می‌تواند جهت تعیین این‌که کدامیک از بخش‌های بازار گران یا زیر قیمت است، به کار رود. برای نمونه، هنگامی که به‌وسیله مدل تنزیل سود سهام، تعداد سهامی که قیمتشان بیش از ارزششان است از تعداد سهامی که قیمتشان کمتر از ارزش واقعی‌شان است زیادتر برآورد شود، این مطلب گواه از گران و بیش از ارزش واقعی بودن بازار می‌باشد.

و) بازاریاب‌های کارا

بازاریاب‌های کارا معتقدند که قیمت بازار در هر نقطه‌ای از زمان، بهترین برآورد از ارزش حقیقی شرکت را بیان می‌کند، و این‌که هر تلاشی جهت سوء استفاده از کارایی‌های ادراکی بازار، هزینه‌ای بیشتر از کسب سود اضافی خواهد داشت. آن‌ها

---

1) Market Timer



فرض می کنند که بازارها، اطلاعات را به طور سریع و با دقت جمع آوری می نمایند. چرا که سرمایه گذاران نهایی فوراً از هر عدم کارایی سوء استفاده می کنند و البته این عدم کارایی ها در بازار به وسیله اختلافات ناشی از مواردی از قبیل هزینه معامله ایجاد می شوند که نمی توانند مورد آربیتراژ قرار گیرند.

برای بازارهای کارا، ارزش گذاری اقدام مفیدی برای تعیین اینست که چرا یک سهم به قیمتی که دارد، فروخته می شود. زمانی که مفروض پایه ای اینست که قیمت بازار بهترین برآورد از ارزش حقیقی شرکت است، هدف تعیین این مطلب می شود که چه مفروضاتی درباره رشد و ریسک در این قیمت بازار، در عوض یافتن شرکت های زیاد ارزیابی شده یا کم ارزیابی شده، دلالت دارند.

### ۱-۲-۲) ارزش گذاری در تحلیل تملک شرکت

ارزش گذاری باید بخش اصلی تحلیل تملک شرکت را بازی نماید. شرکتی که به صورت مزایده ای یا انفرادی اقدام به تملک شرکت دیگر می کند باید بر یک ارزش عادلانه برای شرکت مورد هدف قبل از این که آن را به تملک درآورد تصمیم بگیرد و شرکت مورد هدف نیز باید ارزش عقلایی را برای خودش تعیین نماید قبل از این که تصمیم بر پذیرش یا رد پیشنهاد بگیرد.

همچنین عوامل خاصی وجود دارند تا در مورد ارزش گذاری تصاحب شرکت مورد نظر قرار گیرند. اول این که، اثرات هم افزایی بر ارزش ترکیبی دو شرکت (شرکت مورد هدف به علاوه شرکت فعال در مزایده) باید مورد نظر قرار گیرند قبل از این که تصمیمی در مزایده اتخاذ گردد. آنهایی که بیان کرده اند هم افزایی جهت ارزش گذاری غیرممکن است و نباید در شرایط مقداری و کمی در نظر گرفته شود، در اشتباه هستند. دوم اینکه اثرات عوامل دیگر بر ارزش از جمله تغییر در مدیریت و تجدید ساختار در شرکت مورد هدف، باید در تصمیم گیری بر قیمت منصفانه در نظر گرفته شوند.

و بالاخره اینکه، مشکل مهمی در تعصب نسبت به ارزش گذاری تصاحب شرکت وجود دارد. شرکت های مورد هدف ممکن است در برآورد ارزش بسیار خوش بین

باشند، به‌خصوص وقتی که تصاحب، حالتی متخاصمانه بوده، و آن‌ها در تلاش برای متقاعد کردن سهام‌دارانشان باشند که قیمت پیشنهادی بسیار پایین است. به‌طور مشابه، اگر شرکت فعال در مزایده، به دلایل استراتژیکی، تصمیم گرفته باشد تا تملک شرکت انجام گیرد، آن‌گاه ممکن است فشار شدیدی بر تحلیل‌گر وارد شود تا برآورد ارزشی که از تملک شرکت پشتیبانی می‌کند، ارائه نماید.

### ۱-۷-۳) ارزش‌گذاری در مباحث مالی شرکتی

اگر هدف در تأمین مالی شرکت، افزایش ارزش شرکت است، رابطه میان تصمیمات مالی، استراتژی شرکت و ارزش شرکت باید توضیح داده شده باشد. در سال‌های اخیر، شرکت‌های مشاوره‌ای مدیریت، توصیه‌هایی را جهت این‌که چطور ارزش را افزایش دهند، به شرکت‌ها بیان کرده‌اند. پیشنهادهای آن‌ها اغلب دربرگیرنده تجدید ساختار این شرکت‌ها می‌باشد.

ارزش یک شرکت می‌تواند به‌طور مستقیم مرتبط با تصمیماتی باشد که شرکت اتخاذ می‌نماید؛ اینکه در چه پروژه‌هایی شرکت کند، چگونه آن‌ها را تأمین مالی نماید و چه سیاست تقسیم سودی را اتخاذ کند.

دانستن این رابطه، کلیدی برای اتخاذ تصمیمات افزایش‌دهنده ارزش شرکت و تجدید ساختار مالی خردمندان می‌باشد.

### ۱-۸) اهداف ارزش‌گذاری

ارزش‌گذاری در طیف وسیع و متفاوت، از معاملات بازارهای باز گرفته تا خرید اجباری به کار گرفته می‌شود. گرچه روش‌های ارزش‌گذاری نباید به هدف ارزش‌گذاری وابسته باشند، اما این‌که هدف پیش از انجام هرگونه محاسبه‌ای تعریف شده باشد، حائز اهمیت می‌باشد.

*الف) گزارش فروش*

معمول‌ترین هدف انجام ارزش گذاری، در مورد فروش می‌باشد. هرچند، غالباً این مطلب را به نوبه خود ارزش گذاری می‌نامند، اما عملاً فروش، به اطلاعات بازاریابی و این که با توجه به ارزیابی‌ها و به دست آمدن قیمت‌های آتی، آیا باز هم دارائی کاملاً فروخته خواهد شد، بسیار وابسته می‌باشد. بالعکس، ارزش گذاری برای خرید - با توجه به ماهیت آن - یک ارزیابی برای یافتن بهتری درخواست خرید شخصی بوده و بنابراین به گونه‌ای محاسبه ثروت است.

*ب) عرضه اولیه سهام*

گسترش روزافزون تأمین مالی از طریق عرضه اولیه سهام که غالباً توسط بانک‌های سرمایه‌گذاری صورت می‌پذیرد، اهمیت ارزش گذاری شرکت و بالطبع سهام آن را پررنگ‌تر نموده است. در خصوصی‌سازی نیز ارزش گذاری شرکت‌های دولتی که برای اولین بار وارد بورس می‌شوند، ضروری می‌باشد.

*ج) ادغام و تملیک*

با مطرح شدن مبحث بهره‌وری از طریق خارج سازمان، ادغام و تملیک به عنوان دو روش عمده و مهم در دهه‌های اخیر مورد توجه قرار گرفته است. آنچه برای مدیران حائز اهمیت است میزان ارزش شرکت قبل و بعد از عملیات ادغام و یا تملیک می‌باشد.

*د) اهداف حسابداری*

یکی از صحیح‌ترین موارد استفاده از واژگان ارزش گذاری، ارزش گذاری دارائی‌های گزارش شده در حساب‌های شرکت می‌باشد. اکثر مالکین دارائی‌ها مجبورند که ارزش گذاری دارائی‌هایشان را جهت اهداف حسابداریشان محاسبه نمایند، که آنرا اظهارنامه ثروت شرکت در یک تاریخ مشخص گویند. بنابراین ارزش عنصر دارائی در کسب و کار به معنای ارزیابی ارزش بازاری در تاریخ حسابداری است.

ه) وثیقه وام

بانک‌ها و سایر وام‌دهندگان، متصدی عملیات ارزش‌گذاری دارائی، جهت وثیقه وام می‌باشند. آن‌ها به دنبال به دست آوردن ارزش بازاری دارائی جهت برآورد میزان مبلغ وام با توجه به نسبت وام به ارزش<sup>۱</sup>، می‌باشند. این نهادها، با حصول اطمینان از این که دارائی‌ها دارای ارزش کافی جهت عمل به عنوان وثیقه می‌باشند، به مدیریت ریسک وام مبادرت می‌ورزند.

و) حداقل قیمت یا مزایده

اغلب زمانی که یک شرکت یا بخش دولتی در حال فروش دارائی‌های خود به وسیله مناقصه یا مزایده می‌باشد، مجبور است که صرفاً پیشنهادات در مورد ارزش دارائی را بپذیرد. بنابراین ارزش بازار می‌بایست که به عنوان یک هادی و راهبر، قطعی و صحیح باشد. به طور مشابه در مواردی که یک مالک دارای دارائی غیر معمول است، ارزیاب ممکن است به جایگزینی ارزش نگهداری برای دارائی جهت مزایده دست بزند.

ز) بیمه

کلیه دارائی‌ها می‌بایست که جهت جایگزینی، بیمه شوند - اما این واقعاً با قیمت فروش مرتبط نخواهد بود - که البته شامل زمین نیز می‌شود. برای اهداف بیمه، مبنای معمول پذیرش ارزش‌گذاری، هزینه جایگزینی ساختمان در صورت رخداد ویرانی یا خرابی جزئی می‌باشد.

ح) خرید اجباری

اغلب طرح‌های عمومی، شامل خرید زمین بوده و این تملک یک موضوع اجباری می‌باشد. بنای عمده جبران زمین و ساختمان‌ها، بر ارزش بازار باز نهاد شده است.

---

1) Loan to Value Ratio