



ارزش گذاری دارایی های فکری، چالش جهانی در  
تئوری و عمل



فرا بورس ایران مشارکت شمال در ثروت آفرین

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

آدرس: بزرگراه حقانی، نرسیده به چهارراه جهان کودک  
نیش دیدار شمالی، پلاک ۱، ساختمان فرا بورس ایران

عنوان پژوهش: ارزش‌گذاری دارایی‌های فکری، چالش جهانی

در تئوری و عمل

تهیه‌کنندگان: سید جلال سیدی - محمدصادق غزنوی

تأیید کننده: دکتر رضا غلامعلی پور

زمان تولید گزارش: اسفند ماه ۱۳۹۳

زمان انتشار گزارش: خرداد ماه ۱۳۹۴

نوع انتشار:  داخلی  خارجی

## چکیده:

دارایی فکری اصطلاح قانونی است که طیف وسیعی از دارایی‌ها از قبیل حق اختراع، حق نشر، علائم تجاری، طرح‌های صنعتی، برند، فرمول‌های خاص، حق انحصار، آثار ادبی و هنری و سایر کارهای هنری را شامل می‌شود. اهمیت روزافزون دانش و اقتصاد مبتنی بر دانش باعث شده این دارایی‌ها امروزه بیش از پیش مورد توجه سازمان‌ها، محققین، سرمایه‌گذاران و حتی دولت‌ها قرار گیرند؛ بطوریکه شاهد تلاش و توجه جدی دولت‌ها و نهادهای مختلف برای حمایت از طرفین و همچنین ایجاد بستر لازم جهت گسترش این دارایی‌ها می‌باشیم. ایجاد بازار دارایی‌های فکری در سال ۱۳۹۲ در شرکت فرابورس ایران یکی از گام‌های قابل توجه و مهم می‌باشد و می‌توان این حرکت را نقطه عطفی در خصوص دارایی‌های فکری دانست. با این حال ارزیابی این دارایی‌ها یکی از مهم‌ترین چالش‌های پیش رو می‌باشد که ضروری است بطور عمیق و دقیق مورد مطالعه و بررسی قرار گیرد. هدف اصلی این نوشتار مروری بر مفاهیم و بررسی تحلیلی برخی از مهم‌ترین روش‌های ارزش‌گذاری دارایی‌های فکری می‌باشد. امید می‌رود این نوشتار آغازگر پژوهش‌های علمی و کاربردی در خصوص حوزه‌های مختلف، مخصوصاً ارزشیابی دارایی‌های فکری باشد.

## مقدمه:

دارایی فکری<sup>۱</sup> اصطلاح قانونی است که برای طیف وسیعی از دارایی‌ها از قبیل حق اختراع، حق نشر، علائم تجاری، طرح‌های صنعتی، برند، فرمول‌های خاص، حق انحصار، آثار ادبی و هنری و سایر کارهای هنری بکار می‌رود. علی‌رغم اینکه در تمام دنیا دارایی‌های فکری بطور مکرر مورد معامله قرار می‌گیرند و حتی در برخی کشورها، دارای بازارهای منسجم و مشخصی می‌باشند لیکن ارزش‌گذاری این دارایی‌ها موضوعی چالش‌برانگیز بوده و مناقشات بسیاری در خصوص آن مطرح می‌باشد. این موضوع از منظر رشته‌های مختلفی مورد بحث و بررسی قرار گرفته است؛ اقتصاد، فینانس، حسابداری، مدیریت و حتی رشته‌های جامعه‌شناسی و نیز دولت‌ها هر یک به گونه‌ای و از منظر خود دیدگاه‌ها و تفسیرهای خود را دارند. یکی از مهم‌ترین موارد مهم مطرح در این حوزه را می‌توان بحث ارزش‌گذاری این دارایی‌ها نام برد که پیامدهای گسترده اقتصادی و اجتماعی خواهد داشت و ضروری است بطور جدی مورد توجه قرار گیرد. باید به این مطلب توجه کرد که دارایی‌های فکری منافع بالقوه آتی ایجاد می‌نمایند. این منافع عموماً یا از طریق افزایش درآمدها و یا صرفه‌جویی در هزینه‌ها بوجود می‌آید. هرچند که روش‌هایی برای ارزش‌گذاری دارایی‌های فکری بیان گردیده است؛ لیکن هر یک از این روش‌ها مبانی و مفروضات و شرایط خاص خود را دارند؛ این موضوع و ماهیت و شرایط متفاوت دارایی‌های فکری باعث مانع اجماع در خصوص روش ارزش‌گذاری دارایی‌های فکری شده است.

<sup>1</sup> Intellectual Property

ابهامات و چالش‌های موجود در خصوص ارزش گذاری این دارایی‌ها باعث قوت گرفتن این باور شده است که در حال حاضر نمی‌توان بطور قابل‌اتکا ارزش منصفانه این دارایی‌ها را تعیین نمود و یا روش خاصی را تجویز نمود؛ با این وجود به نظر می‌رسد اصول روش‌های ارزش گذاری دارایی‌های فکری مبتنی بر یکسری چارچوب کلی قرار دارد که توجه به آن‌ها می‌تواند اطلاعات مفیدی را در خصوص انتخاب و به‌کارگیری روش ارزش گذاری دارایی فکری ارائه نماید.

برخی از کشورها قوانین و مقررات و همچنین مکانیزم‌های دقیق و مشخصی برای دارایی‌های فکری دارند. قوانین مربوط به دارایی‌های فکری و حقوق فکری در ایران پیشینه ۹۰ ساله دارد. اولین قانونی که می‌توان در این خصوص از آن نام برد؛ مربوط می‌شود به قانون علائم صنعتی و تجاری مصوب سال ۱۳۰۴ هجری شمسی. در سال ۱۳۱۰ نیز قانون ثبت علائم و اختراعات و در سال ۱۳۳۷ آئین‌نامه اصلاحی اجرای قانون ثبت علائم تجاری و اختراعات تصویب گردید. قانون حمایت حقوق مؤلفان و مصنفان و هنرمندان در سال ۱۳۴۸ تصویب گردید؛ باین‌حال یکسری قوانین و مصوبه‌های دیگر نیز در سال‌های اخیر مطرح و اجرایی گردیده است که بطور مستقیم به موضوع دارایی‌های فکری پرداخته است. تشکیل و راه‌اندازی بازار دارایی‌های فکری به عنوان یکی از بازارهای نوین مالی به منظور تنوع‌بخشی به ابزارهای مالی جدید و ضرورت نوآوری در این ابزارها و خدمات به‌عنوان اهداف استراتژیک در بازار سرمایه از سال ۱۳۹۱ شکل گرفت و در اواخر سال ۱۳۹۲ با تدوین مقررات بازار دارایی‌های فکری رسماً فعالیت خود را در بازار سوم فرابورس ایران آغاز کرد و تا پایان سال ۱۳۹۳ نیز دو معامله به ارزش ۲/۵ میلیارد ریال انجام و حدود ۳۰ طرح دیگر نیز آماده واگذاری می‌باشد. ایجاد بازار دارایی‌های فکری در فرابورس را می‌توان نقطه عطفی دانست؛ موضوعی که با چارچوب و کلیت برنامه‌های کلان کشور هم‌راستا می‌باشد و گامی در خصوص توسعه اقتصاد مبتنی بر دانش و تقویت و رشد شرکت‌های دانش‌بنیان می‌باشد و ضروری است دیدگاه بهبود مستمر بطور عملی مورد توجه قرار گیرد. این نوشتار سعی دارد ضمن معرفی دارایی فکری و برخی از مهم‌ترین روش‌های ارزش گذاری آن‌ها، چارچوبی تئوریک و عملی برای ارزیابان و استفاده‌کنندگان فراهم آورد.

### اندازه‌گیری دارایی‌های فکری؛ پاشنه آشیل حسابداری

در حسابداری فرضی بنیادی با نام واحد اندازه‌گیری وجود دارد. طبق این فرض، حسابداران تنها اقلامی را که بتوان به‌صورت ارقام ریالی اندازه‌گیری نمایند؛ در صورتی که حائز شرایط شناخت باشند و ضوابط استانداردهای حسابداری را برآورد نماید؛ شناسایی و گزارش می‌نمایند. باید به این نکته توجه داشت که حسابداری وظیفه اندازه‌گیری را بر عهده ندارد؛ هرچند که سعی دارد در این راستا گام بردارد. به‌بیان‌دیگر سیستم حسابداری در حد امکان می‌بایست اندازه‌گیری نماید و همچنین وظیفه دارد اطلاعات مفید و قابل اتکایی را مخابره نمایند تا استفاده‌کنندگان با توجه به مقاصد خود، شخصاً اندازه‌گیری نمایند.

هیئت تدوین استانداردهای حسابداری مالی امریکا<sup>۱</sup> در استاندارد شماره ۱۴۲ بیان می‌کند دارایی‌های نامشهودی که تحصیل می‌شوند باید به ارزش منصفانه شناسایی شوند. ولیکن دارایی‌های نامشهودی که در خلال واحد تجاری بوجود

1. Financial Accounting Standards Board

می‌آیند به عنوان دارایی شناسایی نمی‌شوند؛ این مخارج در زمان تحمل به عنوان هزینه در صورت سود زیان شناسایی می‌شوند.

این هیئت در بیانیه مفهومی<sup>۱</sup> شماره ۵ (SFAC 5) چهار ضابطه ذیل را برای شناسایی دارایی بیان می‌کند:

۱. قلم موردنظر باید با تعریف دارایی منطبق باشد.
۲. بتوان آن را به صورت قابل اتکا اندازه‌گیری نمود.
۳. قلم مربوطه باید مربوط باشد؛ به عبارتی باید توان ایجاد تفاوت را در تصمیم‌گیری داشته باشد؛ و
۴. اطلاعات مربوطه باید قابل اتکا باشد. به عبارتی باید صادقانه ارائه شده باشد، قابل رسیدگی باشد و همچنین به صورت بی‌طرفانه ارائه شود.

طبق این بیانیه تنها در صورت احراز تمام شرایط می‌توانیم یک قلم را تحت عنوان دارایی شناسایی کنیم. در بسیاری از موارد دارایی‌های فکری حائز شرایط دوم و چهارم نمی‌باشد و در نتیجه در صورت‌های مالی شرکت‌ها عموماً انعکاس نمی‌یابد.

در ایران نیز طبق استاندارد حسابداری شماره ۱۷ حسابداری؛ یک قلم هنگامی به عنوان دارایی نامشهود شناسایی می‌شود که: با تعریف دارایی‌های نامشهود مطابقت داشته باشد و بهای تمام شده آن به گونه اتکاپذیر قابل اندازه‌گیری باشد، همچنین جریان منافع آتی دارایی به درون واحد تجاری محتمل باشد.

قابلیت تشخیص یکی از معیارهایی است که برای شناسایی دارایی نامشهود باید محرز شود. به عبارتی دارایی موردنظر باید قائم به ذات خویش باشد. طبق همین استاندارد یک دارایی هنگامی معیار قابلیت تشخیص را احراز می‌کند که یکی از شرایط زیر را داشته باشد: جدا شدنی باشد یا از حقوق قراردادی یا سایر حقوق قانونی ناشی شود، صرف نظر از اینکه آیا چنین حقوقی قابل انتقال یا جدا شدنی از واحد تجاری یا سایر حقوق و تعهدات باشد یا خیر.

از منظر حسابداری و گزارشگری، شناسایی و ثبت دارائی‌های خریداری شده مشخص است و ابهامات خاصی در آن وجود ندارد در این موارد دارائی خریداری شده به بهای تمام شده در حساب‌ها و ترازنامه منعکس می‌گردد و عموماً تحت سرفصل دارائی‌های نامشهود منعکس می‌گردد. دارایی‌های فکری خریداری شده عموماً حائز شرایط شناخت دارایی می‌باشند و مشکلی در این خصوص مطرح نمی‌باشد؛ بحث اصلی روی دارایی‌های فکری ایجاد شده در داخل واحد تجاری است و همچنین نحوه قیمت‌گذاری و ارزیابی دارایی‌های فکری که قصد خرید و یا فروش آن را داریم.

دارایی فکری یکی از دارایی‌های ارزشمند سازمان‌ها می‌باشد که قابلیت باقوه و بالفعل سودآوری دارد. ناتوانی حرفه در شناسایی و تعیین شرایط مربوط و همچنین ابهامات موجود در خصوص منافع آتی این دارایی و ارزش گذاری آن‌ها باعث گردیده است که این دارایی‌ها در شرایط فعلی شرایط شناخت را کسب نمایند، با این حال این نکته مهم است که هرچند این دارایی‌ها حائز شرایط شناخت نباشند و بطور مستقیم در ترازنامه منعکس نگردند؛ ولیکن باید توجه داشت که

1. Statement of Financial Accounting Concept

این دارایی ها وجود دارند و از کانال صورت سود و زیان وارد ترازنامه می شوند (کرمی و همکاران؛ ۲۰۱۴). باید توجه کرد که سرمایه گذاران و استفاده کنندگان آگاه، اطلاعات مورد نیاز خود را جمع آوری نموده و در تصمیمات خود لحاظ می نمایند. فرضیه بازار کارا اذعان می نماید استفاده کنندگان اطلاعات مربوط را؛ صرف نظر از محل و نحوه انعکاس؛ جمع آوری و تجزیه و تحلیل می نمایند. تئوری تصمیم گیری نیز نشان می دهد افراد، اطلاعات مربوط را در تصمیمات خود دخیل می نمایند (اسکات، ۲۰۱۲). سرمایه گذاران در یک شرایط عادی و بطور منصفانه ارزش دارایی را تعیین می نمایند. به بیان دیگر آن ها شخصاً اطلاعات مربوط به دارایی فکری را اخذ و با توجه به شرایط محیطی و برنامه های بالقوه و بالفعل؛ اقدام به ارزش گذاری دارایی می نمایند. استفاده کنندگان از روش های مختلفی برای ارزیابی دارایی های فکری استفاده می نمایند. روش هایی که بطور اختصار در این نوشتار بیان می گردد، از جمله روش های رایجی است که می تواند مورد استفاده ارزیابان و استفاده کنندگان قرار گیرد. دارایی های فکری عموماً به دو طریق مورد معامله قرار می گیرد؛ در حالت نخست ممکن است مالک دارایی فکری حقوق و مالکیت دارایی فکری را بطور مستقیم منتقل نماید. در حالت دیگر ممکن است مالکیت دارایی فکری به یک شرکت (که عموماً از آن به عنوان سرمایه گذاری مخاطره پذیر<sup>۱</sup> یاد می شود) انتقال دهد و سپس سهام این شرکت را واگذار نماید. در این حالت که قلم عمده دارایی های این شرکت در واقع همان دارایی فکری می باشد، بحث اصلی ارزیابی صحیح و دقیق ارزش شرکت است. هر چند که از لحاظ کلی هر دو ماهیت یکسانی دارند؛ چرا که در حالت دوم برای ارزیابی شرکت اموال و دارایی های منقول و غیر منقول جداگانه محاسبه و سپس برای ارزیابی دارایی فکری از روش های استفاده می شود که ممکن است در حالت اول مورد استفاده قرار گیرد؛ لیکن به دلیل تفاوت روش های ارزیابی و بنا بر شرایط مقتضی، هر یک از این ها بطور مجزا ارائه می گردد.

### روش های ارزش گذاری دارایی فکری:

ممکن است مالک دارایی فکری سرمایه کافی، تخصص، زمان و یا انگیزه کافی نداشته باشد که طرح و ایده خود را در شرکتی عملیاتی نماید و شرکت فوق را به فروش برساند. در این حالت بحث ارزش گذاری دارایی فکری مطرح می شود. طرفین می بایست ارزش دارایی فکری را بر اساس اصول و روشی تعیین نمایند. یکسری مدل و روش برای ارزش گذاری دارایی فکری وجود دارد که می بایست با توجه به شرایط محیطی، بهترین روش انتخاب گردد. هر چند که از این روش ها نیز می توان برای حالت اول که همان بنگاه های سرمایه گذاری مخاطره پذیر می باشد نیز استفاده نمود. در ادامه چارچوب کلی روش های ارزش گذاری دارایی فکری که با توجه به شرایط محیطی قابلیت اجرا دارد ارائه می شود.

<sup>1</sup> Venture capital

## ۱. روش مازاد درآمدهای عملیاتی:

روش مازاد درآمدهای عملیاتی، ارزش دارائی فکری را به وسیله مازاد درآمدی که شرکت دارای دارایی فکری بطور بالقوه و بالفعل نسبت به شرکت های مشابه تحصیل می کند، محاسبه می نماید؛ به بیان دیگر شرکتی که دارایی فکری دارد می تواند درآمدی بیش از شرکت های دیگری که فاقد چنین دارایی هستند کسب نماید، مازاد درآمدهای شرکت نسبت به شرکت های رقیب، معرف مبلغی است که به واسطه دارایی فکری تحصیل شده و حکم ارزش دارائی فکری را دارد. در این حوزه روش های مختلفی برای محاسبه درآمد شرکت و محاسبه درآمد شرکت نسبت به شرکت های رقیب وجود دارد؛ انتظار می رود درآمدهای مازاد در طی عمر مفید دارایی کسب شوند و تحقق یابند، لذا ابتدا درآمدهای مازاد را محاسبه و سپس آن ها را تنزیل می نماییم تا ارزش دارایی فکری بدست آید. نکته مهم در خصوص استفاده از این روش آن است که می بایست اطمینان حاصل گردد که درآمدهای مازاد تحصیل شده بطور خاص متأثر از دارایی فکری بودند، یعنی این درآمدها تنها به واسطه دارائی فکری تحصیل شده اند و تحت تأثیر سایر عوامل قرار نگرفته است؛ موضوعی که با ابهام قابل ملاحظه ای همراه است و می تواند چالش برانگیز باشد. یکی از بزرگترین نقاط ضعف این روش نیز همین می باشد. علاوه بر این شرکتی که قصد مقایسه با آن را داریم می بایست فاقد دارایی فکری باشد و یا اینکه کارایی و اثربخشی و یا عاملی نداشته باشد که باعث شده درآمد مازاد کسب نماید. بطور کلی شاخص تعیین بازده و یا درآمد مازاد می تواند چالش برانگیز باشد و عدم انتخاب گزینه مناسب می تواند نتیجه کار را تحت تأثیر قرار دهد. علاوه بر این ماهیت و شرایط شرکت ها نیز می بایست یکسان و مشابه باشند؛ اما در این روش می توان برای مواردی که یک فرد دارایی فکری را به یک شرکت واگذار می نماید و سپس قصد دارد سهام و یا شرکت (همان شرکت مالک دارایی فکری) را بفروش برساند کاربرد پیدا می کند یعنی تنها عاملی که باعث می شود چنین شرکتی که بخش اعظم درآمد آن دارایی فکری است؛ منافع دارایی فکری است و ظرفیت بالقوه و بالفعل آن است (کانتراکتور، ۲۰۰۱).

## ۲. روش صرف قیمت<sup>۱</sup>

این روش عمدتاً برای ارزش گذاری برند و علائم تجاری بکار گرفته می شود. در این حالت مشتریان حاضرند اجناس و یا خدمات تقریباً مشابه شرکت را نسبت به شرکت های که فاقد برند هستند، به قیمت بالاتری تحصیل و خریداری نمایند. ارزش فعلی جمع درآمدهای تحصیل شده در طول عمر مفید برند (خالص از سایر هزینه های بازاریابی و مخارج انجام شده برای حمایت از برند و تقویت آن) معرف ارزش برند می باشد. از جمله نقاط ضعف این روش می توان به مشکلات مربوط به پیدا کردن کالاهایی که برند نمی باشند اشاره نمود. به عنوان مثال ممکن است یک سایت و یا شرکت، محصولات خود را چند درصد گران تر از شرکت هایی عرضه نماید که فاقد برند می باشند. تعیین شرکت هایی که محصولات فاقد برند دارند، کار دشوار و بعضاً غیرممکن می باشد. به عنوان مثال در بخش غذایی، فروشگاه ها عموماً محصولات برند و غیر برند و بعضاً خانگی را عرضه می نمایند، در اینجا برند فروشگاه نیز به صورت مستقل دارای ارزش

<sup>1</sup> premium pricing method

است؛ به بیان دیگر ممکن است خریداران محصولات را به واسطه برند فروشگاه عرضه‌کننده خریداری نمایند و از برند محصول چشم‌پوشی نمایند (وودوارد، ۲۰۰۲).

### ۳. روش صرفه‌جویی به‌ها (هزینه)<sup>۱</sup>

روش صرفه‌جویی به‌ها در واقع یک روش کاملاً مشخص است که طبق آن، ارزش یک دارایی فکری بر اساس ارزش فعلی مجموع مبالغی که این دارایی توانسته است در هزینه‌های شرکت صرفه‌جویی نماید، خواهد بود. معمولاً از این روش برای تکنولوژی جدید و فرآیندهای کارا استفاده می‌شود. به بیان دیگر شرکت مالک دارایی فکری، بواسطه وجود این دارایی توانسته است که در یکسری هزینه‌های خود صرفه‌جویی نماید. ارزش فعلی این صرفه‌جویی‌ها معرف ارزش دارایی فکری می‌باشد. یکی از مشکلات این روش محاسبه و برآورد صرفه‌جویی‌های مورد انتظار در طی عمر مفید دارایی از زمانی که این دارایی معرفی می‌گردد تا زمانی است که از رده خارج می‌شود. عاملی که می‌تواند چالش‌برانگیز باشد این است که علاوه بر این لازم است به این مسئله توجه شود که چنانچه شخص ثالثی دارایی مشابه مطرح نماید و معرفی نماید، آیا بازهم صرفه‌جویی در هزینه‌های شرکت مصداق خواهد داشت یا خیر؟ از این روش بیشتر برای دارایی‌های فکری منحصر به فردی که هزینه‌های را کاهش می‌دهند استفاده می‌شود (گوشری، ۲۰۱۰).

### ۴. روش صرفه‌جویی‌های حق امتیاز<sup>۲</sup>

بر اساس این روش، ارزش دارایی فکری معادل ارزش فعلی مبالغی است که در صورت فقدان چنین دارایی، می‌بایست صرف اخذ لیسانس قرار می‌گرفت. به بیان دیگر چنانچه شرکت چنین دارایی نداشته باشد، می‌بایست مبالغی هزینه نماید تا تحت لیسانس قرار گیرد؛ ارزش فعلی مبالغ پرداختی، معادل ارزش دارایی فکری می‌باشد. به عبارت دیگر ارزش دارایی فکری معادل مبالغی است که در صورت دادن لیسانس از دست خواهیم داد. یکی از نقاط ضعف این روش تعدد لیسانس‌های گوناگون در صنایع مختلف است. جزئیات نرخ‌های حق امتیازها معمولاً کمتر بصورت عمومی منتشر می‌شود. تعیین نرخ حق امتیاز مناسب یکی از عناصر کلیدی ارزش گذاری در این روش می‌باشد. این نرخ مناسب را می‌توان بوسیله مازاد درآمدهای تحصیل شده‌ای بوسیله این دارایی کسب این شده را برآورد نمود (کانترکتور، ۲۰۰۱).

<sup>1</sup> cost saving method

<sup>2</sup> royalty saving method



### ۵. رویکرد هزینه<sup>۱</sup>

در ای روش ارزش دارایی های فکری معادل مخارجی است که می بایست صرف شود تا دارایی فکری مشابه و ایجاد گردد. ارزش دارایی فکری معادل حداکثر مبلغی است که اگر بخواهیم عین دارایی را ایجاد و یا تحصیل نماییم، می بایست فدا گردد (ارزش خروجی). این رویکرد بیشتر مناسب دارایی هایی که بطور غیرمستقیم منجر به کسب درآمد می شوند و یا دارایی های منحصر به فرد می باشند. به هر حال در بکار گیری این رویکرد می بایست دقت لازم به عمل آید. همواره نتیجه این رویکرد صحیح و قابل اتکاء نمی باشد. چرا که در برخی موارد نمونه مشابه موجود نبوده و یا امکان اجرای مجدد طرح میسر نمی باشد. همچنین این رویکرد همواره صحیح نیست؛ تصور کنید که مبالغی را که می بایست برای پروژه و زمانی صرف نمایید که هیچ نتیجه ای و ماحصلی ندارد. چگونه می توان برای این پروژه ها ارزشی تعریف نمود (وودوارد، ۲۰۰۲).

### ۶. رویکرد بازار:

طبق این رویکرد، ارزش دارایی فکری به وسیله مقایسه خرید و فروش دارایی های مشابه در بازار تعیین می گردد. این رویکرد بیشتر مورد توجه استانداردارگذاران در حرفه حسابداری است و در مواردی کاربرد دارد که موارد مشابه دارایی فکری در بازار موجود بوده باشند و بازار به درستی آن ها را ارزش گذاری کرده باشد. این رویکرد بر پایه کارکرد بازار است و متأثر از آن می باشد و فرض می شود که بازار و طرفین بهترین روش برای ارزش گذاری سهام انتخاب نمودند و معامله در شرایط عادی و بصورت منصفانه انجام پذیرفته است. با این حال شرایط ایده آل در هیچ کجای جهان وجود ندارد و این موضوع ارزش گذاری دارایی را با چالش مواجه می نماید. ضمن آنکه ممکن است اطلاعات چندانی در این خصوص منتشر نشده باشد و یا شرایط خاص غیرعلنی بر معامله اثر گذاشته باشد. در صورت وجود اطلاعات قیمت و شرایط بازار؛ از این روش برای چک کردن و مقایسه ارزیابی انجام شده و یا تعیین ارزش بر اساس قواعد سر انگشتی استفاده می شود. در نگاره ذیل؛ برخی از دارایی های فکری و روش رایج ارزش گذاری آن ها ارائه گردیده است (گوشری، ۲۰۱۰).

روش های رایج به منظور ارزش گذاری دارایی های نامشهود					
روش ارزش گذاری				دارایی	
رویکرد بهای	رویکرد بازار	صرفه جویی حق الامتیاز	صرفه جویی هزینه ها	روش مازاد درآمد عملیاتی	
	X	X		X	برند
X	X				مشتریان
X		X	X	X	حق اختراع
X	X	X	X	X	دانش
X	X				فرانشیز

<sup>1</sup> cost approach

### بهترین روش ارزش گذاری دارایی های فکری

ارزش هر دارایی متأثر از میزان و طریقه کسب منافع احتمالی آتی آن تعیین می گردد و ممکن است تحت تأثیر عوامل و شرایط مختلفی قرار گیرد؛ با این حال همواره تلاش می شود که روشی اتخاذ شود که بیشترین مبنای تئوریک و عملی را داشته باشد. با این وجود، برخی از روش های مذکور برای استفاده در قبال برخی دارایی های خاص مناسب تر خواهد بود. شاید مهم ترین رهنمود برای انتخاب روش ارزش گذاری مناسب چگونگی خلق ارزش دارایی مدنظر برای مالک خواهد بود. اگر دارایی فکری برای شخص و یا شرکت درآمد ایجاد می نماید؛ احتمالاً در این صورت استفاده از روش های مبتنی بر درآمد مناسب تر خواهد بود. در مقابل اگر دارایی فاقد درآمدزایی و صرفه جویی هزینه باشد ولی برای شرکت مزیت رقابتی به بار آورد در این حالت روش های مبتنی بر بهای جایگزینی مناسب خواهد بود.

ریسک یکی از عواملی است که می تواند بر ارزش دارایی فکری اثر بگذارد و یکی از دلایلی می باشد که اثر سوء بر ارزش دارایی های فکری می گذارد. در نتیجه به منظور افزایش قابلیت اتکا ارزش گذاری دارایی فکری، بهتر است ریسک را نیز دخیل و اثرات آن را در نظر گرفت. یک راه برای شناسایی سطحی عادی از عدم اطمینان در خصوص عدم دستیابی به جریان نقد آتی مورد انتظار، بکارگیری نرخ تنزیلی متناسب با این انتظارات است.

هر شرکت با مجموعه ای از دارایی ها فعالیت می نماید که ممکن است ریسک خاصی داشته باشند؛ با این حال، بهای کلی این دارایی ها برای شرکت نمی بایست از میانگین موزون هزینه سرمایه شرکت بیشتر باشد. در یک سر طیف وجوه نقد و حساب های بانکی شرکت قرار دارند که کمترین سطح ریسک را دارند و انتظار می رود برای شرکت تنها به اندازه نرخ بهره بدون ریسک هزینه داشته باشند، به عبارت دیگر با توجه به پایین بودن ریسک منافع نقد و بانک، از نرخ بهره بدون ریسک برای تنزیل منافع آتی این دارایی استفاده می نماییم. در سر دیگر طیف سرقفلی وجود دارد که به دلیل عدم شفافیت در خصوص منافع احتمالی آتی به درون شرکت، ریسک بالایی دارد و انتظار می رود مازاد هزینه سرمایه برای شرکت هزینه بر باشد؛ به بیان دیگر با توجه به شرایط غیردقیق آن تعیین منافع احتمالی دارایی با ابهام بیشتر مواجه است و نرخ تنزیل بیشتری برای آن بکار گرفته می شود. در این بین دارایی های نامشهود گوناگونی قرار دارد که هر یک سطح ریسک متفاوتی را دربر دارند. برای مثال یک برند معتبر در صنعت غذایی نسبتاً ایمن بوده و ریسک تقریباً پایینی خواهد داشت اما روابط مشتریان در صنعت مخابرات از امنیت کمتری برخوردار بوده و در نتیجه ریسک بیشتری را در خود خواهد داشت.

راه دیگر مقابله با عدم اطمینان در خصوص تحقق جریان نقد آتی، مخصوصاً زمانی که ریسکی بیشتر از سطوح عادی ریسک وجود دارد، استفاده از *جریان نقد مورد انتظار* به جای رویکرد جریان نقد تنزیل شده می باشد. در رویکرد جریان نقد مورد انتظار، ریسک های اصلی که در جریان نقد آتی وجود دارد شناسایی شده و از طریق رویکرد احتمالات با آن مواجهه می شود. این روش ها به طور خاص برای ارزیابی پرتفوی محصولات در حال توسعه در صنعت داروسازی بکار می رود. رویکرد مذکور در حال حاضر بهترین رویه در امریکا و مخصوصاً در صنایعی که ریسکی بیش از ریسک عادی دارند، می باشد. در اوایل سال ۲۰۰۲ حسابداران مستقل امریکا رهنمودی منتشر کردند که این روش را برای ارزش گذاری تحقیق و توسعه های در جریان را در صنایع پر ریسک توصیه می نمودند. به بیان دیگر به جای استفاده از

جریانات نقدی تنزیل شده؛ از جریانات نقدی مورد انتظار استفاده می نمودند؛ در این خصوص، سناریوهای مختلف و احتمالات را در نظر می گیرند. در این راستا بهتر است نظرات و دیدگاه های تحلیلگران مجرب و همچنین افراد ذی صلاح را لحاظ نمود و با نرخ هزینه سرمایه، تنزیل نمود. این روش بهتر و واقع بینانه تر و تا حدودی محافظه کارانه تر است؛ به بیان دیگر ارزش این دارایی به این روش عموماً کمتر از حالتی است که ارزیابان با استفاده از روش های سنتی انجام می دهند. در نهایت این سؤال پیش می آید که آیا دارایی فکری قابلیت اندازه گیری بطور قابل اتکا را خواهد داشت یا خیر. در صورت بکارگیری و انتخاب روش مناسب، پاسخ این سؤال مثبت می باشد؛ هرچند که ابهامات بسیاری ممکن است در خصوص دارایی فکری وجود داشته باشد (وودوارد، ۲۰۰۲).

### روش های ارزش گذاری شرکت مالک دارایی فکری:

ممکن است مالک و یا مالکین دارایی فکری تصمیم بگیرند که به جای اینکه خود دارایی فکری را بفروشند؛ دارایی فکری را به شرکتی واگذار نمایند و سپس شرکت مالک دارایی فکری را واگذار نمایند. البته این ترجیح در برخی از دارایی های فکری مورد انتظار می باشد؛ چه بسا عملیاتی نمودن یک طرح یا دارایی؛ منجر به کاهش ریسک طرح شود و متعاقباً ارزش دارایی فکری بیشتر ارزش گذاری شود و یا بازار بهتری برای آن فراهم شود. در این حالت ممکن است بهای تمام شده دارایی فکری که ناشی از تحصیل می باشد به روش گوناگون و با توجه به مبانی متفاوتی و یا حتی بطور ذهنی تعیین شود. در این حالت شناسایی و گزارش دارایی های فکری موضوع بحث برانگیزی نمی باشد. دارایی فکری خریداری شده مطابق با استانداردهای حسابداری معادل بهای تمام شده شناسایی و ثبت می گردد؛ یعنی دو طرف بر اساس ارزیابی ها و توافقات خود ارزشی را برای دارایی فکری تعیین می نمایند و معامله صورت می گیرد؛ سپس شرکت خریدار، دارایی فکری را به عنوان دارایی (عموماً نامشهود) شناسایی و گزارش می نماید. در این حالت، زمانی که قصد داشته باشیم سهام شرکت را واگذار نماییم، می بایست ارزش شرکت را تعیین و به اصطلاح شرکت را ارزش گذاری نماییم. برای ارزش گذاری سهام از روش ها و مدل های مختلفی استفاده می شود. با این حال همواره باید به این مطلب توجه نمود که هر یک از مدل های معرفی شده مزایا و محدودیت های خاص خود را دارند و با توجه به شرایط محیطی، می بایست مدلی انتخاب و بکار گرفته شود که کمترین سوئیچ و بیشترین نزدیکی را به واقعیت اقتصادی داشته باشد و بصورت قابل اتکا تعیین شده باشد. به بیان دیگر برآوردها، انتظارات، برنامه ها و شرایط آتی از جمله عواملی هستند که بیشترین اثر را بر ارزش گذاری دارایی می گذارند. در ادامه برخی از مهم ترین روش های ارزش گذاری شرکت ارائه می گردد.

### ۱. روش های ارزش گذاری مبتنی بر ترازنامه:

یکی از اصلی ترین روش های تعیین ارزش شرکت؛ ارزش گذاری بر اساس ترازنامه شرکت می باشد. این روش که مبتنی بر ترازنامه شرکت است زمانی بهترین کاربرد را دارد که دارایی های شرکت در ترازنامه منعکس شده باشند و شرکت

اندوخته مخفی نداشته باشد. در این روش ارزش شرکت مبتنی بر ارقام منعکس در ترازنامه است و ممکن است دارایی‌های ثبت نشده از قبیل سرقفلی، حسن شهرت و سرمایه فکری آن گونه که باید مورد توجه قرار نگیرد. برخی از این روشها به شرح ذیل می‌باشند (فرناندز، ۲۰۱۵):

**۱-۱ ارزش دفتری:** ارزش دفتری یک شرکت یا خالص ثروت آن، ارزش حقوق صاحبان سهامی است که در ترازنامه نمایش داده می‌شود. مابه‌التفاوت دارایی‌ها و بدهی‌های شرکت، در واقع مازاد کلیه دارایی‌ها و حقوق شرکت نسبت به کلیه بدهی‌ها به اشخاص ثالث می‌باشد.

**۱-۲ ارزش دفتری تعدیل شده:** در شرایط تورمی ارزش بازار دارایی‌ها از ارزش‌های تاریخی آن‌ها فاصله می‌گیرد؛ همچنین با پیشرفت تکنولوژی نیز ارزش چنین دارایی‌های ممکن است کاهش یابد؛ در این حالت استفاده از ارزش‌های تاریخی ممکن است سودمند نباشد؛ و بهتر باشد ارزش روز آن‌ها مورد استفاده قرار گیرد. در این روش ارزش روز دارایی‌های شرکت بر اساس تعیین و مبنای محاسبه قرار می‌گیرد. مبنای تداوم فعالیت در این روش مهم می‌باشد و ارزش شرکت با فرض تداوم فعالیت تعیین می‌گردد. از ارزش دفتری شرکت، به همان صورت که در ترازنامه منعکس گردیده، استفاده نموده و سپس این ارزش را چنان تعدیل می‌نماید که منعکس کننده تمام اختلاف‌های آشکار بین هزینه تاریخی هر دارائی و ارزش بازاری جاری آن باشد.

**۱-۳ ارزش تصفیه:** در این روش ارزش شرکت در شرایط انحلال و تصفیه تعیین می‌گردد که مستلزم فروش تمامی دارایی‌ها و ایفای تمام تعهدات می‌باشد. این ارزش همواره نشان دهنده حداقل ارزش شرکت می‌باشد؛ فرض تداوم فعالیت باعث شده این ارزش جایگاه چندانی در حسابداری و ارزش گذاری نداشته باشد؛ چرا که در صورت تداوم فعالیت کاربرد ارزش‌های تصفیه موضوعیت ندارد.

**۱-۴ ارزش جایگزینی:** این ارزش نشان دهنده مبلغ سرمایه گذاری است که می‌بایست انجام گیرد تا شرکتی مشابه شرکت حاضر شکل گیرد. در تعیین ارزش جایگزینی، دارایی‌هایی که در عملیات شرکت مورد استفاده قرار نمی‌گیرند، دخالت داده نمی‌شوند. در خصوص دارایی‌های فکری کاربرد ارزش جایگزینی کاربرد بسیاری می‌تواند داشته باشد و شامل تمام مخارجی است که می‌بایست صرف شود تا مشابه دارایی تحصیل و یا ایجاد گردد. در این خصوص مخارج پروژه‌های ناموفق و هزینه فرصت را می‌بایست مدنظر قرار داد که کار دشواری می‌باشد. (کانترکتور، ۲۰۰۱).

### **۲. روش‌های ارزش گذاری مبتنی بر صورت سود و زیان:**

راه دیگر تعیین ارزش شرکت بر مبنای سودآوری بالقوه و بالفعل شرکت است. در این خصوص یکسری روش‌ها و مدل‌هایی برای تعیین ارزش شرکت ارائه گردیده است که برخی از مهم‌ترین آن‌ها به شرح ذیل می‌باشد:

۴ ۱ **ارزش سود شرکت:** به موجب این روش، ارزش شرکت بر اساس ضریبی از سود خالص سالیانه شرکت در نسبت قیمت به درآمد (P/E) تعیین می گردد؛ یعنی ابتدا متوسط P/E صنعت و یا شرکت های مشابه را تعیین و سپس از ضرب سود به این نسبت، ارزش شرکت تعیین می گردد. این روش برای مواردی کاربرد دارد که بتوان این نسبت را بطور قابل اتکا تعیین نمود و شرایط همسانی بین شرکت ها وجود داشته باشد.

۴ ۲ **ارزش سود سهام شرکت:** به موجب این روش، ارزش سهم برابر با خالص ارزش فعلی سودهای سهامی است که انتظار می رود دریافت گردد. در شرایط پرداخت مادام العمر این ارزش به صورت زیر محاسبه می گردد:

$$\text{بازده مورد انتظار} / \text{سود سهام پرداختی} = \text{ارزش حقوق مالکانه}$$

۳-۲ **ضریب فروش:** در این روش ارزش شرکت بواسطه ضرب فروش شرکت در یک عدد خاص تعیین می گردد. ضریب می تواند بر اساس برآورد کارشناس و یا شرایط محیطی مورد استفاده قرار گیرد. (آنسون، ۲۰۱۵).

### ۳. روش های مبتنی بر سرقفلی:

اگر شرکتی را به بهایی بیش از ارزش منصفانه آن خریداری گردد؛ مزاد پرداختی تحت سرفصل سرقفلی در صورت های مالی تلفیقی شناسایی و با توجه به استانداردهای حسابداری، مستهلک می گردد و یا بطور ادواری آزمون کاهش ارزش در خصوص آن انجام می گیرد. هرچند که شناسایی و ثبت دارائی های نامشهود چالش برانگیزتر از سایر دارائی ها است و ابهامات قابل ملاحظه ای در خصوص آن وجود دارد، لیکن چنین اطلاعاتی، هرچند کم، بهتر از فقدان آن است و باید تلاش نمود که ارزش آن ها را بطور قابل اتکا تعیین و برآورد نمود. سرقفلی مبین ارزش دارایی های نامشهود شرکت که در بیشتر مواقع در ترازنامه نشان داده نمی شود ولی باین حال برای عملیات شرکت مزایایی به همراه دارد، خواهد بود (فرناندز، ۲۰۱۵).

۳-۱ **روش ارزش گذاری کلاسیک:** در این روش ارزش شرکت برابر است با ارزش خالص دارایی ها بعلاوه ارزش سرقفلی شرکت. سرقفلی شرکت n برابر سود خالص شرکت در نظر گرفته می شود.

۳-۲ **روش سود سرقفلی:** در این روش ارزش شرکت به موجب فرمول زیر تعیین می گردد:

$$V = A + an (B - iA)$$

که در آن A، خالص دارایی های تعدیل شده یا خالص ارزش تصفیه؛ B، سود خالص سال گذشته یا پیش بینی سال آتی؛ an، عامل تنزیل با سالواره ۵ تا ۸ سال؛ i، نرخ بهره که امکان کسب آن در جای دیگر امکان پذیر بود.

این فرمول را می توان به این شکل تفسیر نمود که ارزش شرکت برابر است با خالص ثروت تعدیل شده شرکت بعلاوه ارزش سرقفلی آن. به عدد داخل پرانتز فراسود اطلاق می شود.

**۳-۳ روش غیرمستقیم:** ارزش شرکت به موجب این روش از طریق فرمول زیر محاسبه می گردد:

$$V = (A+B/i)/2$$

نرخ i معمولاً نرخ بهره پرداختی بر اوراق مشارکت بلندمدت تعریف می شود.

**۳-۴ روش مستقیم یا انگولاساکسون:** فرمول محاسبه ارزش شرکت در این روش به قرار زیر است:

$$V = A + (B - iA) / tm$$

در این روش ارزش سرقفلی از طریق تجدید ارائه مازاد سود خالص و ماحصلی که در صورت سرمایه گذاری مبلغی معادل سرمایه شرکت با نرخ بهره i عاید (که از آن تحت عنوان فراسود نام برده می شود)، خواهد شد برای یک دوره نامحدود محاسبه می گردد. تفاوت بین نرخ tm، نرخ بهره ای است که از اوراق با درآمد ثابت تحصیل شده که به منظور تعدیل شدن بابت ریسک در نرخ مابین ۱,۲۵ تا ۱,۵ ضرب خواهد شد.

**۳-۵ روش خرید سود سالانه:** از این فرمول برای تعیین ارزش استفاده خواهد شد:

$$V = A + m (B - iA)$$

در این روش سرقفلی برابر است تعداد مشخصی فراسود سالانه. خریدار حاضر است به فروشنده ارزش خالص دارایی های شرکت بعلاوه چند سال فراسود شرکت را پرداخت نماید تعداد سال ها معمولاً بین ۳ و ۵ تعیین شده و نرخ بهره، نرخ بهره وام های بلندمدت می باشد. (آنسون، ۲۰۱۵).

#### **۴. روش های مبتنی بر تنزیل جریان نقد:**

در این روش هدف پیش بینی جریان نقد آتی شرکت و سپس تنزیل این جریانات بوسیله ریسک متناسب به آن ها می باشد. روش هایی که پیش از این توضیح داده شد روز به روز کمتر مورد استفاده قرار می گیرند و در عوض روش مبتنی بر تنزیل جریان نقد به دلیل مبانی صحیح مفهومی آن بیشتر بکار برده می شود. در این روش برای هر جریان نقد مجزا، نرخ تنزیل متناسب با آن در نظر گرفته می شود.

۱-۴ روش معمول تنزیل جریان نقد: روش‌های مختلف مبتنی بر تنزیل جریان نقد با این فرمول کار خود را آغاز می‌نمایند:

$$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+k)^n}$$

با این حال که در نگاه اول فرمول مذکور مدت محدودی از جریان‌ات را مدنظر قرار می‌دهد، اما بدلیل وجود ارزش باقیمانده شرکت در سال  $n$  ( $Vn$ ) این نظر صحیح نخواهد بود. یک رویه ساده برای لحاظ نمودن دوره نامحدود در به فرمول افزودن نرخ رشد ثابت  $g$  به فرمول خواهد بود. با اینکه لحاظ نمودن عامل مذکور بحث دوره نامحدود را مطرح می‌نماید ولی پس از دوره‌ای مشخص می‌توان وارد نمودن جریان‌ات نقد را به مدل نادیده گرفت چرا که با طولانی شدن دوره زمانی ارزش فعلی این جریان‌ات به صفر میل خواهد نمود. سه شکل مختلف از جریان‌ات نقد که در مدل‌های یاد شده کاربرد دارند عبارت‌اند از: جریان نقد آزاد، جریان نقد مالکانه، جریان نقد بدهی.

۱. **تصمیم‌گیری در خصوص انتخاب جریان نقد مناسب:** برای فهم این موضوع که انواع جریان نقدی که می‌توانند در ارزش گذاری مورد استفاده قرار گیرند؛ لازم است ابتدا شکل جریان‌ات نقد تعیین و روشی که بیشترین انطباق با واقعیت دارد را انتخاب گردد. قابل فهم ترین نوع، جریان نقد بدهی است که برابر است با مجموع بهره‌ها و اصل بدهی‌های شرکت. به منظور تعیین ارزش فعلی بازار بدهی‌های موجود شرکت، این مبالغ می‌بایست توسط حداقل نرخ بازده مورد انتظار بدهی تنزیل گردد. جریان نقد آزاد امکان تعیین ارزش کل شرکت (بدهی و حقوق مالکانه) را فراهم می‌آورد. جریان نقد مالکانه امکان تعیین ارزش حقوق مالکانه را فراهم خواهد آورد. نرخ‌های تنزیل مناسب برای جریان نقد آزاد و مالکانه در ادامه توضیح داده خواهد شد.

جریان‌ات نقد	نرخ تنزیل مناسب
جریان نقد آزاد	میانگین موزون هزینه سرمایه
جریان نقد مالکانه	حداقل نرخ بازده مالکانه
جریان نقد بدهی	حداقل نرخ بازده بدهی

شکل زیر به شکلی ساده تفاوت بین کل ترازنامه شرکت و ترازنامه اقتصادی آن را نمایش می دهد.

ترازنامه اقتصادی		ترازنامه کامل	
بدهی ها	دارایی ها	بدهی ها	دارایی ها
بدهی	سرمایه در گردش مورد نیاز	حساب های پرداختی بدهی های مالی کوتاه مدت	وجوه نقد حساب های دریافتی
حقوق مالکانه	خالص دارایی های ثابت	بدهی های مالی بلندمدت حقوق سهامداران	موجودی کالا خالص دارایی های ثابت

۲. **جریان نقد آزاد:** این جریان نقد در واقع، جریان نقد عملیاتی شرکت می باشد که در آن استقراض لحاظ نشده و مالیات کسر شده است. جریان نقدی است که اگر شرکت بدهی نداشت به سهامداران تعلق می گرفت: وجوهی که پس از پوشش سرمایه گذاری در دارایی های ثابت و الزامات سرمایه در گردش با فرض عدم وجود بدهی و در نتیجه هزینه مالی، قابل توزیع بود.

۳. **جریان نقد مالکانه:** جریان نقد مالکانه بواسطه کاستن پرداخت های مربوط به بهره و اصل مبالغ (پس از مالیات) از جریان نقد آزاد محاسبه می گردد. به عبارت ساده، وجهی است که از جیب شرکت وارد جیب سهامداران می شود.

بدهی جدید + بازپرداخت اصل - (یک منهای نرخ مالیات) \* پرداخت بهره - جریان نقد آزاد = جریان نقد مالکانه

۲-۴ **ارزش فعلی سودهای نقدی:** از مهم ترین و رایج ترین روش های ارزش گذاری سهام و ارزش شرکت، مدل رشد سود سهام تنزیل شده<sup>۱</sup> است. این مدل مبتنی بر جریان اصلی اقتصاد است که طبق آن؛ ارزش شرکت معادل ارزش فعلی خالص جریان های نقدی آتی<sup>۲</sup> می باشد. سهام عادی عمر معینی ندارد، در نتیجه سهامدار می تواند این تصور را داشته باشد که تا مدت های مدید سود سهام دریافت خواهد نمود بنابراین برای ارزیابی سهام عادی خود باید ارزش فعلی یا ارزش روز این سود سهام را بدست آورد:

<sup>1</sup> dividend discount Model

<sup>2</sup> present value of cash dividends



$$p_0 = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n}$$

که خلاصه آن می شود این معادله:

$$p_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

در این معادله  $p_0$  مبین ارزش مورد انتظار یا قیمت مورد انتظار سهام عادی،  $D_t$  مبین سود سهام مورد انتظار برای هر سهم در تاریخ یا دوره  $t$  و  $k$  نرخ سودآوری مطلوب سهام عادی یا هزینه سرمایه تعدیل شده در مقابل ریسک و یا هزینه سرمایه بدون ریسک<sup>۱</sup> می باشد.

در بعضی شرایط برای ارزیابی سهام فرض می شود که سود سهام پرداختی ثابت نخواهد بود و دارای یک نرخ رشدی می باشد. اغلب فرض می شود نرخ رشد سود تقسیمی ( $g$ ) کمتر از نرخ تنزیل که همان هزینه سرمایه ( $k$ ) می باشد. مدل گوردون<sup>۲</sup> یکی از رایج ترین مدل هایی است که در این خصوص مورد استفاده قرار می گیرد.

$$p_0 = \frac{D_1}{(k-g)}$$

این روش معمولاً زمانی مورد استفاده قرار می گیرد که بتوان نرخ رشد شرکت را به نحو مناسب برآورد نمود. زمانی که شرکت در چرخه عمر متفاوتی می باشد؛ بهتر است هریک از این چرخه ها برآورد و سود سهام و نرخ رشد و غیره را بر اساس چرخه عمر شرکت تعیین نمود. (آنسون، ۲۰۱۵).

### جمع بندی:

دارایی فکری سطح متنوعی از دارایی ها را در بر می گیرد. هرچند که تا کنون روش پذیرفته شده جهانی در خصوص ارزش گذاری دارایی های فکری ارائه نگردیده است؛ لیکن برخی از محققین با توجه به مبانی نظری و شرایط اقتصادی، روش هایی جهت ارزیابی دارایی فکری ارائه نمودند که هر کدام مزایا و محدودیت هایی دارند. نکته قابل توجه آن است که دارایی فکری اقلام مختلفی را شامل می شود و طریقه کسب منافع این دارایی ها تا حدودی می تواند متفاوت و منحصر به فرد باشد، در نتیجه روش های مختلفی برای ارزیابی دارایی فکری معرفی گردیده است که ریشه آن ها به طریقه کسب منافع این دارایی بر می گردد. اگر دارایی مولد درآمد است در این صورت استفاده از روش های مبتنی بر درآمد مناسب خواهد بود. در مقابل اگر دارایی فاقد درآمدزایی و صرفه جویی هزینه باشد ولی برای شرکت مزیت رقابتی به بار آورد در این حالت روش های مبتنی بر بهای جایگزینی مناسب خواهد بود. تصمیم گیری در خصوص این مهم که کدامیک از این چهار رویکرد مورد استفاده قرار گیرد عمدتاً به چهار عامل متکی است: (۱) میزان منحصر به فرد بودن

<sup>1</sup> risk-adjusted cost of capital

<sup>2</sup> Gordon Growth Model

دارایی (۲) میزان داده های در دسترس و عینیت این داده ها (۳) هدف و زمینه انجام تحلیل و (۴) قضاوت تحلیلگر که متکی بر تجربیات پیشین وی خواهد بود. بطور خلاصه؛ بهترین روش ارزیابی هر دارایی، استفاده از روشی است که عینیت و قابلیت اتکا مناسبی داشته باشد و در عین سودمندی، ابهامات کمتری داشته باشد؛ در این خصوص ممکن است از روش های تأیید کننده که مؤید نتیجه است نیز استفاده گردد. با این وجود باید توجه کرد که برخی از روش های مذکور برای استفاده در قبال بعضی دارایی های خاص مناسب تر خواهد بود. در این نوشتار برخی از مهم ترین و رایج ترین روش های ارزیابی دارایی فکری بیان گردید. بطور کلی نمی توان یک روش منحصر به فرد را برای ارزش گذاری دارایی های فکری ارائه نمود؛ چرا که طریقه کسب منافع این دارایی ها متفاوت می باشد. در نگاه اول شاید این گونه به نظر برسد که ارائه یک روش واحد برای ارزیابی این دارایی ها شاید بتواند قابلیت مقایسه را افزایش دهد، لیکن واقعیت آن است که دارایی های فکری سطح متنوعی از دارایی ها را در بر می گیرد و با توجه به شرایط می بایست مورد ارزیابی قرار گیرد، نادیده گرفتن شرایط اختصاصی هر دارایی می تواند ارزش گذاری دارایی فکری را از درجه اعتبار ساقط نماید و سودمند بودن، قابلیت اتکا و بیان صادقانه آن را با چالش مواجه نماید. در نتیجه توصیه می گردد که با توجه به شرایط و ویژگی های دارایی فکری، هدف خرید، انگیزه تحصیل، شرایط و برنامه های طرفین، برآوردهای مربوط به منافع احتمالی آتی، نرخ تنزیل و غیره، از بین روش های مطرح در خصوص ارزش گذاری، بهترین روش انتخاب و مورد استفاده قرار گیرد. در این خصوص استفاده از درخت تصمیم گیری و سناریوهای مختلف و ریسک های احتمالی ضروری به نظر می رسد. در نهایت آنکه با توجه به ماهیت خاص آن ها، مستند نمودن و افشا مفروضات، برآوردها، برنامه ها، روش ارزش گذاری و سایر جزئیات ضروری زمینه ارزیابی، قضاوت و تصمیم گیری را فراهم نمود. با توجه به نوپا بودن مفاهیم و روش های ارزش گذاری دارایی های فکری و همچنین نیاز سرمایه گذاران، دولت، نهادهای نظارتی نظیر سازمان بورس و شرکت فرابورس و اعتباردهندگان، ضروری است که محققین و دست اندرکاران توجه جدی به این حوزه داشته باشند.

### منابع و مأخذ:

- Anson, w. (2015) "Alternative Approaches to the Valuation of Intellectual Property". Available at: <http://www.ipwatchdog.com>
- Contractor, F. J. (2001). Valuation of intangible assets in global operations. Westport, Conn: Quorum Books.
- Fernandez, Pablo (2015). "Company valuation methods". Available at: <http://www.ssm.com>.
- Fernandez, Pablo (2015). "Valuation of brands and intellectual capital". Available at: <http://www.ssm.com>.
- Financial Accounting Standards Board. Available at: [www.fasb.org](http://www.fasb.org)
- Gosh Ray, K. (2010). Mergers and Acquisitions: Strategy, Valuation and Integration. PHI Learning Pvt. Ltd.
- Karami, GH. Seyyedi, J. and Ghaznavi, S. (2014), "Towards Identifying and Disclosing Intellectual Capital". International Journal of Business and Social Research (IJBSR), Volume -4, No.3.
- Scott, W, R. (2012). "Financial Accounting Theory", Sixth Edition, Person Canada
- Wolk, H, I. Dodd J, Rozycki, J. (2013). "Theory Accounting, Conceptual Issues in a Political and Economic Environment". Edition 8 United States of America. Segra publications.
- Woodward, C. (2002) "Valuation of intellectual property". Available at: <http://www.buildingipvalue.com>