بررسی روش‌های ارزیابی شرکت‌ها بمنظور ارائه الگوی مناسب برای صنایع نساجی ایران

شهنام فرزانه[1]، عبدالحسین صادقی[2] و هوشنگ نصرتی[3]

دانشکده مهندسی نساجی دانشگاه صنعتی امیرکبیر

(قطب علمی مهندسی نساجی)

چکیده

در اختیار داشتن دیدگاهی منطقی و مستدل در مورد ارزش یک شرکت اقتصادی، در بسیاری از موارد ابزاری ارزشمند برای مدیران و صاحبان شرکت‌ها می‌باشد. در هنگام خرید یا فروش، برنامه‌ریزی برای آینده و ارزیابی استراتژی‌های یک شرکت، تصور صحیحی از ارزش آن مورد نیاز است.

در این نوشتار، ضمن بیان مفاهیم اولیه ارزش، ارزش‌گذاری و ارزیابی شرکت‌ها، مراحل ارزیابی یک شرکت و روش‌های مختلف ارزیابی ارائه گردیده است. از بین روش‌های مختلف ارزیابی شرکت‌ها، روش‌های ارزش دفتری، ارزش‌گذاری بر اساس دارایی‌ها و سرمایه، ارزش تسویه‌ای، ارزش جانشینی، ارزش جایگزینی، روش محاسبه سرانگشتی، روش مقایسه‌ای، روش تبدیل درآمد به سرمایه، روش مازاد درآمد، روش تنزیل جریانات نقدی آتی، روش Value Driver، روش تنزیل جریانات نقدی آتی آزاد و روش ارزش افزوده اقتصادی توضیح داده شده‌اند. برای هر کدام از روش‌های فوق مزایا و معایب مربوطه بیان گردیده است. سپس مشخصات صنعت نساجی کشور ایران به اختصار توضیح داده شده و روشی جهت ارزش‌گذاری بهتر شرکت‌های نساجی ایران پیشنهاد گردیده است.

۱- مقدمه

در یک واحد تجاری منفرد و یا یک واحد تجاری خصوصی، قیمت کل شرکت، از اهمیت بالایی برخوردار است. در حالی که در یک واحد تجاری بزرگ، قیمت سهام بیشتر مورد علاقه می‌باشد. به طور کلی می‌توان گفت که ارزش یک شرکت برابر با مجموع ارزش سهام آن شرکت است. ارزش یک سهم را می‌توان ارزش آن بر حسب پول یا سایر اوراق بهادار در یک مقطع از زمان تعریف کرد. [۱]، [۲]

اندازه‌گیری عملکرد و در نهایت تعیین ارزش شرکت را در اصطلاح، ارزیابی یا ارزش‌گذاری شرکت گویند. ارزیابی از ضروریات برنامه‌ریزی می‌باشد. ارزیابی نه تنها در انتخاب استراتژی و ساختار مالی به مدیریت کمک می‌کند، بلکه نشان دهنده میزان تاثیر انتخاب استراتژی‌های مختلف در ارزش بازار سهام می‌باشد. ارزیابی، در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری نیز اثربخش است. ارزیابی به مدیریت کمک می‌کند تا درکی از پیشرفت خود در ایجاد ارزش بیابد، و از این طریق موفقیت یا شکست استراتژی‌ها و ساختار مالی جاری را بسنجد. [۱]، [۳]

۲- شیوه‌های مختلف ارزیابی

بررسی روش‌های مختلف ارزیابی سهام از مقوله‌های پیچیده تحلیلی بوده و انجام آن بطور عمده توسط کارکنان مالی با بهره‌گیری از نظرات کارشناسی سایر رشته‌های مرتبط با موضوع شرکت مورد ارزیابی صورت می‌گیرد. در این گزارش به منظور آشنایی کلی اهم روش‌های ارزیابی سهام بطور مختصر تشریح می‌شود.

بطور کلی روش‌های ارزیابی شرکتها به شرح زیر قابل طبقه‌بندی می‌باشد:

- روش‌های مبتنی بر ترازنامه

---

[1] کارشناس ارشد مدیریت نساجی

[2] عضو هیات علمی

[3] عضو هیات علمی

- روش‌های مبتنی بر سود
- روش‌های مقایسه‌ای و تخمینی
- روش‌های مبتنی بر دارایی‌های نامشهود
- روش‌های مبتنی بر آینده جریانات نقدی

۲-۱- روش‌های ارزیابی مبتنی بر ترازنامه

ارزش‌گذاری شرکت با استفاده از اقلام ترازنامه روشی ایستا بوده و ارزش آینده شرکت و همچنین ارزش فعلی پول مورد توجه نبوده و همچنین عوامل تاثیرگذار بر ارزش شرکت همچون موقعیت حال حاضر صنعت، مشکلات منابع انسانی و یا سازمانی، امکانات فروش محصول، امکانات اخذ تسهیلات مالی و سایر عوامل مشابه در نظر گرفته نمی‌شود، به عبارت دیگر این روش ارتباطی میان قدرت ایجاد درآمد توسط شرکت و دارایی‌های بکار گرفته شده برقرار نمی‌سازد. اهم این روش‌ها عبارتند از:

- ارزش دفتری
- خالص ارزش روز دارایی‌ها
- ارزش تسویه ای شرکت
- روش جایگزینی

۲-۱-۱- روش ارزش دفتری[1]

ارزش دفتری یکی از مفاهیم حسابداری است و با استفاده از این معیار ارزش هر یک از اقلام دارایی بر اساس داده‌های تاریخی تعیین می‌شود ارزش دفتری دارایی‌ها همان ارقام و مقادیری است که در ترازنامه شرکت منعکس می‌شود. ارزش شرکت با استفاده از این روش به صورت زیر محاسبه می‌گردد. [۱]، [۴]

(۱) مجموع بدهی‌های شرکت- مجموع ارزش دفتری دارایی‌ها = حقوق صاحبان سهام

۲-۱-۲- روش خالص ارزش روز دارایی‌ها[2]

در این روش ارزش شرکت بر اساس ارزش روز دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود. ارزش شرکت در این روش با استفاده از فرمول زیر به دست می‌آید.

(۲) مجموع بدهی‌های شرکت- مجموع ارزش روز دارایی‌ها = حقوق صاحبان سهام

نکته مهم در این روش تعیین ارزش روز دارایی‌های شرکت می‌باشد. عمده ترین دارایی‌های شرکت، دارایی‌های ثابت آن (شامل زمین، ساختمان، ماشین‌آلات و تجهیزات) می‌باشد و ارزش‌گذاری آنها با توجه به فرض تداوم فعالیت یا عدم تداوم فعالیت متفاوت خواهد بود در صورت فرض عدم تداوم فعالیت می‌توان با اتکا به نظر کارشناسان مربوطه ارزش روز دارایی‌های ثابت شرکت را برآورد نمود. و در صورت فرض تداوم فعالیت، ارزش‌گذاری دارایی‌های ثابت با توجه به یکی از رویکردهای زیر و یا ترکیبی از آنها امکان‌پذیر می‌باشد. [۱]، [۲]

۲-۱-۲-۱- رویکرد هزینه‌ای[3]

در این رویکرد ارزش دارایی‌های ثابت برابر هزینه جایگزینی آنها پس از کسر استهلاک انباشته دارایی‌های موجود برآورد می‌گردد.

---

[1] Book Value
[2] Net Asset Value
[3] Cost Approach

۲-۱-۲-۲- رویکرد مقایسه با بازار[1]

در این رویکرد دارایی‌های ثابت شرکت با دارایی‌های مشابهی که در بازار خرید و فروش می‌شوند مقایسه شده و با در نظر گرفتن ویژگی‌های خالص دارایی‌های ثابت از جمله حجم تولید، سال ساخت، و تاریخ فروش ارزش دارایی‌های ثابت برآورد می‌گردد.

۲-۱-۲-۳- رویکرد درآمدی[2]

در این رویکرد درآمد خالص که امکان ایجاد آن توسط ماشین‌آلات و سایر دارایی‌های ثابت وجود دارد مد نظر قرار گرفته و به استناد آن ارزش شرکت برآورد می‌شود. از این رویکرد عموما در موارد خاصی که امکان مقایسه و تعیین ارزش ماشین‌آلات در بازار فراهم نمی‌باشد بهره گرفته شده و معمولا برای ماشین‌آلات و یا قطعات مهم و با اهمیت استفاده می‌شود.

۲-۱-۳- ارزش تسویه‌ای شرکت[3]

این روش هنگامی مورد استفاده قرار می‌گیرد که امکان ادامه فعالیت شرکت متصور نباشد این روش نیز چون روش خالص ارزش روز دارایی‌ها به ارزش روز دارایی‌ها متکی بوده لیکن هزینه‌های ناشی از انجام عملیات تسویه شرکت نیز مد نظر قرار می‌گیرد. چگونگی محاسبه ارزش شرکت به شرح زیر است: [۱]

(۳) (هزینه‌های تسویه + مجموع بدهی‌ها)_ ارزش روز دارایی‌های شرکت در هنگام تسویه = ارزش تسویه‌ای شرکت

۲-۱-٤- ارزش جایگزینی[4]

در این روش مجموع هزینه‌هایی که می‌بایست صرف شود تا شرکت مورد ارزیابی به قیمت‌های جاری دوباره ایجاد شود به عنوان ارزش شرکت تلقی می‌گردد. [۱]

۲-۲- روش‌های مبتنی بر سود

در این روش‌ها، ارزش شرکت تابعی از معیارهای مختلف نظیر سود، نرخ رشد سود، بازده حقوق صاحبان سهام، ارزش دفتری، سود تقسیم شده، سود هر سهم و عرضه و تقاضای سهام در نظر گرفته می‌شود. عموما در این روش‌ها ارزش یک شرکت از حاصل ضرب دو عدد اقتصادی به دست می‌آید عامل اول سود شرکت و عامل دوم ضریب تبدیل سود می‌باشد.

تنها مزیت این روش‌ها سادگی آنها می‌باشد. ایرادهای وارده بر هر کدام از معیارهای فوق به طور خلاصه در ذیل بیان می‌شود.[۱۳]، [۱۴]

اولاً ضرایب ثابت فرض شده است که صحیح نیست. ثانیاً سود ممکن است توسط مدیران شرکت‌ها دستکاری شود. این دستکاری از طریق به کار گیری روش‌های مختلف حسابداری توسط مدیریت امکان‌پذیر است. اعمال روش‌هایی نظیر تغییر روش ارزیابی موجودی کالا (FIFO در مقابل LIFO)، استهلاک سرقفلی، هزینه جاری یا سرمایه‌ای تلقی کردن هزینه‌های تحقیق و توسعه و هزینه تبلیغات، اعمال روش هزینه‌یابی کامل در مقابل روش کوشش‌های موفقیت آمیز و غیره مثالهایی هستند که مدیران می‌توانند از طریق اعمال روش‌های مختلف حسابداری، EPS را دستخوش تغییر نمایند.

اهم روش‌های مبتنی بر سود به شرح زیر قابل تبیین می‌باشد:

- ارزش جانشینی
- روش تبدیل درآمد به سرمایه
- روش تنزیل سودهای آتی

---

[1] Market Comparison Approach
[2] Income Approach
[3] Liquidation Value
[4] Reproduction Value

۲-۲-۱- ارزش جانشینی[1]

در این روش ارزش سهام شرکت در مقایسه با شرکت‌های مشابه‌ای که سهام آنها در بورس اوراق بهادار معامله می‌شود تعیین می‌گردد. چگونگی محاسبه ارزش شرکت به شرح زیر می‌باشد: [۱]، [۵]

کل ارزش شرکت = P/E^2 × مجموع سود شرکت (۴)

اما چون P/E شرکت مشخص نیست آن را از حاصل جمع P/E شرکت‌های پذیرفته شده در بورس که هر کدام بخشی از محصولات شرکت مورد نظر را تولید می‌نمایند برآورد می‌گردد.

در این روش هرگونه توانایی‌های تولیدی شرکت‌ها و صرفه‌جوئی‌های ناشی از مقیاس در تولیدشان نادیده گرفته می‌شود. همچنین عوامل تاثیرگذاری مانند توانایی‌های مدیریت شرکت، نامهای تجاری، حقوق تجاری و حوزه‌های جغرافیایی عملکرد شرکت‌ها در تعیین ارزش لحاظ نمی‌گردد.

۲-۲-۲- روش تبدیل درآمد به سرمایه[3]

این روش عموما به منظور ارزش‌گذاری دارایی‌های ثابت غیر منقول استفاده می‌شود لیکن با استفاده از آن می‌توان ارزش کل شرکت را نیز برآورد نمود. در این روش ارزش شرکت به شرح زیر محاسبه می‌شود. [۵]

$$\text{ارزش شرکت} = \frac{\text{جمع درآمدهای بدست آمده در شرکت}}{\text{نرخ تبدیل درآمد به سرمایه}} \qquad (۵)$$

نرخ تبدیل درآمد به سرمایه از مجموع نرخ بازده بدون ریسک و میزان بازده اضافی که سرمایه‌گذار به علت ریسک‌پذیری خود توقع آن را دارد بدست می‌آید.

۲-۲-۳- روش تنزیل سودهای آتی[4]

در این روش فرض اساسی بر این است که شرکت با توجه به میزان سودهای[5] آتی که از طریق فعالیت تجاری بدست می‌آورد ارزش پیدا می‌کند. در این روش تعیین درآمدهای ۵ تا ۱۰ سال آینده شرکت مورد نیاز بوده که این درآمدها با نرخ تبدیل معین با استفاده از فرمول زیر تنزیل می‌شوند. [۱]، [۸]

$$V = \frac{D_1}{1+K} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \frac{D_3}{(1+K)^3} + \ldots + \frac{D_n}{(1+K)^n} \qquad (۶)$$

Dn = درآمد سال n ام

K = نرخ بازده مورد توقع

---

[1] Substitution Value

[2] Price per Earning (نسبت قیمت فروش هر سهم به سود هر سهم)

[3] Capitalization of Earning

[4] Discounted Future Earning

[5] Earning Per Share (EPS)

۲-۳- روش‌های مقایسه‌ای و تخمینی

در این روش‌ها ارزش شرکت بر اساس مقایسه بین دو شرکت و یا استفاده از الگویی خاص برآورد می‌گردد علیرغم سادگی این روش‌ها و ضعف آنها به لحاظ در نظرنگرفتن توانایی‌های تولیدی، مدیریتی، نام‌های تجاری، نوآوریها و مقیاس تولید شرکت در بعضی مواقع برآوردهای درستی انجام می‌دهند اهم این روش‌ها عبارتند از:

- روش مقایسه ارزش دفتری با قیمت بازار
- روش مقایسه نسبت قیمت به درآمد
- روش حساب سرانگشتی (برآورد نظری)

۲-۳-۱- روش مقایسه ارزش دفتری با قیمت بازار

در این روش با فرض مشابه بودن نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکتهای مشابه، برای ارزیابی شرکتی خاص از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت مشابه پذیرفته شده در بورس بهره گرفته و با توجه به فرمول زیر ارزش بازار شرکت خاص را به شرح زیر ارزیابی می‌کنند. [۱]

$$\text{ارزش شرکت } A = \frac{\text{ارزش بازار شرکت } B}{\text{ارزش دفتری شرکت } B} \times \text{ارزش دفتری شرکت } A \qquad (۷)$$

۲-۳-۲- روش مقایسه نسبت قیمت به درآمد

در این روش با استفاده از نسبت قیمت به درآمد هر سهم (P/E) شرکتهای مشابه پذیرفته شده در بورس برای تعیین ارزش شرکتهایی که در بورس معامله نمی‌شوند استفاده می‌گردد. برای مثال ارزش شرکت A که EPS آن (سود هر سهم برای دوره آتی) مشخص می‌باشد با استفاده از P/E شرکت B که سهام آن در بورس مورد معامله است به شرح زیر محاسبه می‌شود: [۱]، [۶]

$$\text{ارزش شرکت } A = (P/E)_B \times (EPS)_A \qquad (۸)$$

۲-۳-۳- روش حساب سرانگشتی (برآورد نظری)[1]

این روش دستورالعمل ساده ای برای تخمین ارزش شرکت‌ها به ویژه شرکت‌های کوچک است. مبانی محاسباتی این روش بر اساس استفاده از میانگین داده‌های آماری سود و زیان شرکتهای مشابه می‌باشد. نتایج حاصل از کاربرد این روش دستیابی به اطلاعاتی تقریبی در خصوص ارزش شرکت است که فاقد دلیل مشخصی می‌باشد برخی از مدل‌های محاسبه سرانگشتی که بر اساس اطلاعات آماری شرکتهای کشور ایالات متحده آمریکا تهیه شده است به شرح زیر می‌باشد: [۲]

ارزش شرکت‌های تولیدی به طور کلی = ۴۰٪ فروش ناخالص سالانه
ارزش شرکت‌های سهامی عام = ۷۰٪ سود ناخالص سالانه
ارزش شرکت‌های نمایندگی بیمه = ۱۰۰٪ ناخالص کمیسیون سالانه
ارزش شرکت‌های تبلیغاتی = ۷۰٪ فروش سالانه

[1] Rules of Thumb

۲-٤- روش‌های مبتنی بر دارایی نامشهود

در این روش‌ها نگاه ارزیاب از یکسو به ارزیابی ایستای دارایی‌های شرکت بوده و از دیگر سو میزان توانایی شرکت در تولید ارزش‌های آتی را مد نظر قرار می‌دهد. اساس این روش‌ها بر پایه داوری و ترجیح فردی استوار است بهترین روش از این نوع روش‌ها مازاد درآمد می‌باشد که در ادامه تشریح می‌شود. ایراد عمده‌ای که به این روش گرفته می‌شود این است که در صورت استفاده نادرست از آن دامنه تغییرات نتایج ارزیابی بدست آمده بسیار شدید می‌باشد.

۲-٤-۱- روش مازاد درآمد[1]

در این روش فرض اساسی بر این است که سود اضافه شرکت که مازاد بر نرخ نرمال بازده دارایی‌های مشهود می‌باشد حاصل از کاربرد دارایی‌های نامشهود است. مراحل تعیین ارزش یک شرکت با استفاده از این روش به شرح زیر می‌باشد: [۲]

۲-٤-۱-۱- تعیین ارزش خالص دارایی‌های عملیاتی مشهود

بدین منظور با توجه به ترازنامه شرکت از تفاوت ارزش تعدیل یافته دارایی با ارزش بدهی‌های تعدیل یافته، ارزش خالص دارایی‌های عملیاتی مشهود محاسبه می‌شود.

۲-٤-۱-۲- تعیین معرف سود عملیاتی

با استفاده از صورتحساب سود و زیان چند دوره زمانی گذشته معرف سود عملیاتی محاسبه می‌شود این عدد برابر با میانگین موزون جریانات نقدی عملیاتی تعدیل یافته می‌باشد.

۲-٤-۱-۳- تعیین بازده دارایی‌های عملیاتی مشهود

برای محاسبه این مقدار ابتدا تفاوت بازده سرمایه‌گذاری در سرمایه جاری و بازده سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت را محاسبه و از معرف سود عملیاتی کم می‌نماییم.

۲-٤-۱-٤- تعیین بازده دارایی‌های نامشهود

این مقدار از تقسیم درآمد بر نرخ تبدیل درآمد به سرمایه بدست می‌آید.

۲-٤-۱-۵- ارزش کل شرکت

ارزش کل شرکت از حاصل جمع ارزش دارایی‌های نامشهود یا سرقفلی (بند ۲-۴-۱-۴-) با ارزش خالص دارایی‌های مشهود (بند ۲-۴-۱-۱-) به دست می‌آید.

۲-۵- روش‌های مبتنی بر آینده و جریانات نقدی آتی

این روش‌ها عمدتا به توانایی‌های شرکت در آینده اتکاء داشته و عوامل متعددی را در ارزش شرکت موثر می‌داند اهم این عوامل به شرح زیر است:

- با فرض تداوم فعالیت، آینده شرکت دارای اهمیتی بیشتر از حال است.
- میزان توانایی‌های موجود در شرکت مورد ارزیابی قرار می‌گیرند نه تنها دارایی‌های ثابت آن.
- توانایی‌های مدیریت شرکت به عنوان عاملی تعیین کننده در موفقیت آن مد نظر قرار می‌گیرد.

---

[1] The Excess Earning Method

- نیروی انسانی، ماشین آلات، و دیگر ملزومات و امکانات شرکت به میزان کارایی و عملکردشان ارزیابی می‌شوند نه صرف ارزش ذاتی آنها.
- ریسک کشور، صنعت و شرکت مورد نظر در این روش‌ها مورد توجه قرار گرفته و در محاسبات منظور می‌شود.
- میزان صرفه‌جویی‌های مالیاتی که از طریق گرفتن وام نصیب شرکت می‌شود، مورد توجه قرار می‌گیرد.
- ارزش زمانی پول مورد توجه می‌باشد.

علیرغم تمامی‌مزایای فوق با توجه به عنصر پیش‌بینی عوامل گوناگون، اتکا به این روش ممکن است نتایج دقیقی در بر نداشته باشد. لیکن با افزایش دقت در پیش‌بینی‌ها و همچنین در نظر گرفتن یک تلرانس قابل قبولی برای کلیه اقلام پیش‌بینی شده، می‌توان تا حد زیادی این عیب را پوشش داد. اهم این روش‌ها به قرار زیر می‌باشد:

- روش Value Driver
- روش ارزش افزوده اقتصادی
- روش تنزیل جریانات نقدی آزاد آتی

۲-۵-۱- روش Value Driver

در این روش، ارزش شرکت‌ها تابع شش عامل مهم است. چهار عامل زیر مربوط به خط مشی و عملکرد مدیریت می‌باشد:

۱. سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات(NOPAT)
۲. صرفه جویی‌های مالیاتی ناشی از تامین مالی از طریق وام یا بدهی(D/b)[1]
۳. سرمایه‌گذاری جدید (I)
۴. نرخ بازده مورد توقع سرمایه‌گذاری جدید پس از کسر مالیات(R)

اما دو عامل دیگر از طریق بازار تعیین می‌گردد که عبارتند از:

۱. هزینه متوسط کل سرمایه بابت ریسک تجاری (c)
۲. دورهٔ زمانی آتی‌ای که سرمایه‌گذاری جدید سودآور است (T). [۹]

ارزش در این روش بصورت زیر محاسبه می‌شود:

ارزش طرح‌های آتی+ صرفه‌جویی مالیاتی ناشی از دریافت وام + سود عملیاتی تنزیل شده= ارزش شرکت

$$V = \frac{NOPAT}{c} + \frac{D}{b} + \frac{I(r-c)T}{c(1+c)} \qquad (۹)$$

۲-۵-۲- روش ارزش افزوده اقتصادی[2]

ارزش افزوده اقتصادی شاخص بنیادین برای اندازه‌گیری عملکرد و تعیین ارزش شرکت می‌باشد. ارزش افزوده اقتصادی (EVA) میزان ارزش افزوده شده به سرمایه مورد استفاده در هر سال را نشان می‌دهد این ارزش، با استفاده از فرمول زیر محاسبه می‌شود: [۱۰]

$$EVA = (r-c) \times \text{سرمایه مورد استفاده} \qquad (۱۰)$$

---

[1] D: صرفه‌جویی مالیاتی
b: نرخ تنزیل= نرخ بهره وام

[2] Economic Value Added (EVA)

که در آن EVA ارزش افزوده و r نرخ بازده و c نرخ هزینه سرمایه می‌باشد برای محاسبه ارزش شرکت، ارزش فعلی EVAهای بدست آمده در سال‌های آینده شرکت را با سرمایه اولیه شرکت جمع می‌نمایند.

یعنی:

V = [1]P.V. (EVAهای آینده) + سرمایه مورد استفاده (۱۱)

این روش در عمل بیشتر به منظور ارزیابی عملکرد سالانه شرکت و مدیریت آن استفاده می‌شود تا روشی جهت ارزیابی شرکت.

۲-۵-۳- روش تنزیل جریانات نقدی آتی[۲]

آنچه که در این روش از نظر صاحبان شرکت دارای اهمیت است، مجموع وجوه نقدی است که شرکت در طی حیات خود کسب می‌نماید. بنابراین، ارزش شرکت از طریق تنزیل جریان‌های نقدی مورد انتظار تعیین می‌شود یعنی: [۲]، [۹]، [۱۱]

ارزش شرکت = ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی (۱۲)

جریان‌های نقدی بدست آمده از عملیات شرکت (FCF) مبالغی است که مازاد بر وجوه نقد سرمایه‌گذاری شده برای رشد شرکت حاصل می‌شود.

یعنی: FCF = NOPAT – I (۱۳)

که در آن I= مخارج سرمایه‌ای ثابت + افزایش در سرمایه در گردش (۱۴)

و NOPAT عبارتست از سود خالص بعلاوه هزینه استهلاک که به شرح زیر محاسبه می‌شود:

سود قبل از مالیات = فروش _ (هزینه محصولات + هزینه عمومی + هزینه استهلاک) (۱۵)

سود خالص = سود قبل از مالیات − مالیات (۱۶)

NOPAT = سود خالص + هزینه استهلاک (۱۷)

با توجه به اینکه ارزش شرکت برابر است با ارزش فعلی FCFهای بدست آمده برای آینده شرکت، بنابراین

ارزش شرکت = P.V (FCFهای آینده) (۱۸)

در صورتیکه FCFهای آینده با نرخ c تنزیل شوند خواهیم داشت:

$$PV = \frac{FCF_1}{(1+c)^1} + \frac{FCF_2}{(1+c)^2} + \ldots + \frac{FCF_n}{(1+c)^n} + \frac{\frac{NOPAT}{c}}{(1+c)^n} \qquad (۱۹)^{۳}$$

جمله آخر فرمول فوق مربوط به ادامه حیات شرکت پس از سال n ام می‌باشد.

با توجه به اینکه پروسه کسب درآمد یک پروسه پیوسته است و کل FCF در آخر سال بدست نمی‌آید بنابراین با انجام این تعدیل خواهیم داشت:

$$\text{ارزش شرکت} = PV \times (1+c)^{\frac{1}{2}} \qquad (۲۰)$$

---

[1] P.V.: Present Value

[2] Discounted Free Cash Flow (DFCF)

[3] PV: ارزش روز FCFهای آینده شرکت

این روش، شرکت را با توجه به عایدات آتی آن، سرمایه‌گذاری‌های آتی، مدیریت، برنامه‌ریزی‌های فروش و بازاریابی و در کل توانایی استفاده بهینه از ماشین‌آلات، دارایی‌های مشهود ودارایی‌های نامشهود (سرقفلی و نام تجاری) ارزیابی می‌کند، لذا به عنوان موفق‌ترین روش جهت ارزیابی شرکت‌ها معرفی می‌شود و هم‌اکنون اکثر بانک‌ها و موسسات سرمایه‌گذاری[1] خارجی از این روش برای ارزیابی شرکت‌ها، خرید و یا سرمایه‌گذاری در آنها استفاده می‌کنند.

۳- مشخصات صنعت نساجی ایران

ایران کشوری برخوردار از سابقه تاریخی طولانی و درخشان است که ماحصل فعالیت گروه‌های قومی، مذهبی و حکام و فرمانروایان مختلف می‌باشد. همزمان با وقوع انقلاب اسلامی در ایران تغییراتی در ساختار اقتصادی کشور بوجود آمده که منجر به افزایش کنترل بخش عمومی و دولتی بر اقتصاد و کاهش نیاز به سرمایه‌های خصوصی شد. صنعت نساجی نیز از این امر مستثنی نماند و بسیاری از کارخانجات بزرگ کشور تحت پوشش ارگان‌های دولتی مانند سازمان صنایع ملی ایران، بنیاد مستضعفان، بانک صنعت و معدن و غیره در آمدند. جنگ تحمیلی و محدودیت‌های ناشی از آن باعث کاهش سطح رقابت و پایین آمدن کیفیت محصولات گردید. از طرف دیگر وجود نیروی انسانی بی‌کار، مخصوصاً با اتمام جنگ تحمیلی و سیاست‌های حمایتی دولت موجب تحمیل پرسنل مازاد بر نیاز به کارخانجات تحت پوشش گردید.

اما در این ۱۰ سال اخیر تحول جدیدی در صنعت نساجی به وجود آمد و شرکت‌های خصوصی زیادی با تکنولوژی نو و دانش فنی جدید دنیا، پا به عرصه گذاشتند و با مدیریت صحیح و استفاده از نیروی انسانی متخصص و کارآمد و تکیه بر کیفیت محصولات خود، توانستند هم در داخل و هم در خارج از کشور به فعالیت گسترده بپردازند و باعث سودآوری شرکت و همچنین رونق صنعت نساجی و مقوله صادرات شوند. لیکن همچنان شرکت‌های قدیمی و فرسوده با استفاده از تسهیلات دولت و سوبسیدهای خاص و پارامترهای حمایتی و اغلب با مدیریت‌های ناکارآمد به بقای خود ادامه می‌دهند و به ضرردهی می‌پردازند. بنابراین صنعت نساجی در کشور به دو دسته تقسیم شده است:

الف) کارخانجات خصوصی و یا عمومی فعال و کارآمد

این کارخانجات با سرمایه‌گذاری‌های مناسب سعی در بدست آوردن سودهای مستمر در سالهای آتی می‌نمایند و در خلق ارزش اقتصادی بیشتر، تلاش می‌کنند.

ب) کارخانجات تحت پوشش دولتی یا خصوصی پیر و فرسوده

ضعف اصلی در این کارخانجات ماشین‌آلات فرسوده، دانش فنی کهنه و نیروی انسانی زیاد و ناکارا و مدیریت غیر فعال می‌باشد. این کارخانجات اکثراً ضرررده بوده و به فروش محصولات خود زیر قیمت تمام شده و درنتیجه افزایش زیان انباشته می‌پردازند.

---

[1] Venture Capitalists

۴- معیارهای لازم جهت انتخاب الگوی مناسب

باتوجه به معیارهای جهانی، مهمترین معیارهای لازم جهت انتخاب روشی مناسب برای ارزیابی فهرست‌وار عبارتند از:

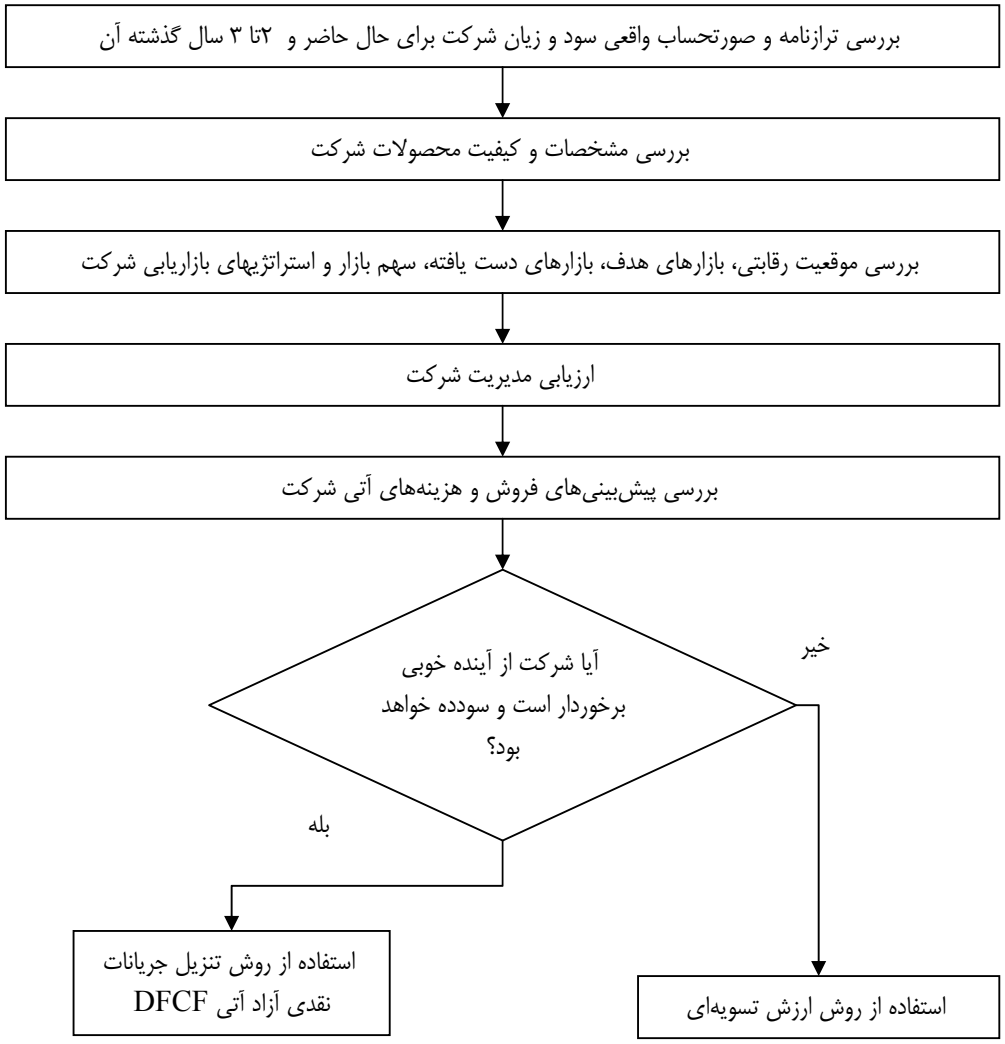
۱. ارزش‌گذاری تنها براساس داده‌های تاریخی حسابداری نباشد.
۲. ارزش‌گذاری براساس قدرت درآمد و سوددهی تجهیزات باشد، نه قیمت تمام شده آن‌ها.
۳. دارائی‌های نامشهود شرکت (سرقفلی شرکت) مانند نامهای تجاری، دانش فنی خاص، و غیره در نظر گرفته شود.
۴. استعدادها و توانایی‌های مدیریت شرکت در نظر گرفته شود.
۵. ارزش‌گذاری براساس آینده و استراتژی‌های فروش و بازاریابی شرکت باشد.
۶. فرصتها و تهدیدهای آتی شرکت در نظر گرفته شود.
۷. سرمایه‌گذاری‌های شرکت جهت رشدهای آتی، در ارزش‌گذاری محسوب گردد.
۸. رشد آتی و بازارهای آتی شرکت مد نظر گرفته شود.
۹. ارزش تنها بر اساس مقایسه و تخمین نباشد.
۱۰. حتی‌الامکان بر اطلاعات در دسترس و کنترل شده متکی باشد.
۱۱. تورم در نظر گرفته شود و باعث بالا رفتن بی‌مورد ارزش نگردد.
۱۲. سوددهی شرکت براساس میزان سرمایه مصرفی در نظر گرفته شود.
۱۳. بتوان واحدهای نساجی سودده و با آتیه، و همچنین واحدهای ضرردهِ و بدون آینده روشن را ارزشگذاری نمود.
۱۴. روش، قابل اثبات بوده ومورد قبول سرمایه‌گذاران خارجی نیز باشد.
۱۵. روش کار حتی‌الامکان ساده باشد.

۵- ارائه الگوی مناسب برای ارزیابی صنایع نساجی ایران

با توجه به معیارهای ذکر شده ارزش‌گذاری شرکت می‌بایست براساس آینده و توان سوددهی شرکت محاسبه گردد و با توجه به قسمت سوم این مقاله روش DFCF اکثر معیارهای فوق را پوشش می‌دهد و تنها ضعف آن، این است که نیاز به پیش‌بینی اطلاعات دارد. لیکن با دقت در پیش‌بینی‌ها و گرفتن سه حالت بدبینانه، معمولی و خوش‌بینانه به نتیجه قابل قبولی دست یافت.

باید توجه داشت که شرکتهای نساجی زیادی در ایران وجود دارند که زیان‌ده بوده و با مشکلات زیادی مواجه هستند. ساختار حال حاضر این شرکت‌ها ارزشی نداشته و به عبارت دیگر دارایی‌های نامشهود و آینده با ارزشی ندارند، لذا این شرکتها تنها براساس دارایی‌های ثابت، ماشین‌آلات، ملزومات و زمین‌های خود ارزش‌گذاری خواهند شد. این در صورتی است که این دارایی‌ها آزاد و در دسترس باشند. لذا روش پیشنهاد شده در این حالت روش ارزش تسویه‌ای می‌باشد.

در نتیجه الگوریتم زیر جهت ارزش‌گذاری شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود.



۶- نتیجه‌گیری

ارزیابی شرکت‌ها یکی از مفاهیم عمده اقتصادی است. مواردی مانند خرید و فروش شرکت، اظهارات مالیاتی و رفع اختلافات، ازجمله مهمترین دلایل آن می‌باشند. روش‌های مختلفی جهت ارزیابی شرکت‌ها وجود دارد که هر کدام معایب و مزایای خاص خود را دارند و بر اساس شرایط شرکت، وضعیت صنعت و هدف مورد نظر از ارزیابی، مورد استفاده قرار می‌گیرند.

صنایع نساجی ایران شامل کارخانجات تولیدی محصولات نساجی، شرکت‌های تولید کنندهٔ ماشین‌آلات و قطعات یدکی و شرکت‌های خدمات مهندسی و کامپیوتری مرتبط با صنعت نساجی می‌باشند که بطور کلی به دو دسته عمده تقسیم می‌گردند:

۱. کارخانجات خصوصی و یا عمومی فعال و کارآمد که روش مناسب برای ارزیابی آن‌ها روش تنزیل جریانات نقدی آتی شرکت می‌باشد.
۲. کارخانجات تحت پوشش دولتی یا خصوصی پیر و فرسوده، که بر اساس آینده شرکت نمی‌توان تصمیم‌گیری نمود و لذا ارزش‌گذاری شرکت با روش تسویه‌ای پیشنهاد می‌گردد.

۷- مراجع

۱. جهانخانی- علی، تهرانی- رضا و عبده تبریزی- حسین، "جزوه دومین دوره آموزشی سرمایه‌گذاری و مدیریت اوراق بهادار"، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، تابستان ۱۳۷۳.

2. West, T.L.; Jones, J.D.; *Hand Book of Business Valuation*, 2nd Edition, John Wiley & Sons Inc., 1999.

3. Stewart, G.B.; *The Quest for Value*, Harper Collins Publishers Inc., 1990.

۴. *مدیریت مالی*، ترجمه جهانخانی- علی و پارسائیان- علی، جلد دوم، انتشارات سمت، ۱۳۸۰.

۵. حنیفی- فرهاد، "تحلیلی بر نسبت قیمت بر درآمد هر سهم (P/E)"، *ضمیمه پژوهشی بورس شماره ۲۴*، انتشارات سازمان بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۸۰، صفحه ۲۴-۴۲.

۶. جهانخانی- علی و پارسائیان- علی، *مدیریت سرمایه‌گذاری و ارزیابی اوراق بهادار*، انتشارات سمت، دی ماه ۱۳۷۶.

7. Fernandez, P.; "Company Valuation Methods, The most common errors in valuation", *SSRN Working Paper*, June 26, 2001.

۸. طالبی- قدرت ا...، "تحقیق پیرامون مشکلات روش‌های قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های مشمول خصوصی سازی و پیشنهاد روش قیمت‌گذاری مناسب برای آن"، پایان‌نامه دکتری حسابداری، دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت، تیر ۱۳۷۴.

۹. مجتهدزاده- ویدا و جهانخانی- علی، "ارزش‌گذاری شرکت‌ها"، *فصلنامه علمی و پژوهشی تحقیقات مالی*، انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، سال سوم، شماره ۹و۱۰، زمستان ۱۳۷۴ و بهار ۱۳۷۵، صفحه ۴۱-۶۸.

۱۰. جهانخانی- علی و سجادی- اصغر، "کاربرد مفهوم ارزش افزوده اقتصادی در تصمیمات مالی"، *فصلنامه علمی و پژوهشی تحقیقات مالی*، انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، سال دوم، شماره ۵ و ۶، زمستان ۱۳۷۳ و بهار ۱۳۷۴، صفحه ۶۸-۸۶.

11. "How to value your own business", Http://www.conweb.com/value/Free course.

۱۲. طالبی- قدرت ا...، "مشکلات روش‌های قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های مشمول واگذاری در بورس اوراق بهادار تهران"، *فصلنامه علمی و پژوهشی تحقیقات مالی*، انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، سال دوم، شماره ۷ و ۸، تابستان و پائیز ۱۳۷۴، صفحه ۶-۴۰.

۱۳. جهانخانی- علی، ظریف فرد- احمد، "آیا مدیران و سهامداران از معیار مناسبی برای اندازه‌گیری ارزش شرکت استفاده می‌کنند؟"، *فصلنامه علمی و پژوهشی تحقیقات مالی*، انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، سال دوم، شماره ۷ و ۸، تابستان و پائیز ۱۳۷۴، صفحه ۴۱-۶۶.

۱۴. نظریه- زهرا، "ارزش افزوده اقتصادی و رابطهٔ آن با سود هر سهم در شرکت‌های محصولات کانی غیر فلزی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار"، *مجله بورس شماره ۲۳*، انتشارات سازمان بورس اوراق بهادار تهران، مهر و آبان ۱۳۷۹، صفحه۱۸-۲۴.

15. Fernandez, P.; "Three Residual Income Valuation Method & discounted Cash Flow", *SSRN Working Paper*, January 15, 2002.