



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال پنجم / شماره بیستم / زمستان ۱۳۹۵

ارزش‌گذاری تصمیمات ارزش آفرین سازمان مادر در کسب و کارهای تابعه

مینا زارعی

کارشناس ارشد مهندسی مالی، دانشگاه علم و فرهنگ تهران
Mina.Zarei@Yahoo.Com

پیام حنفی زاده

عضو هیئت علمی دانشگاه علامه طباطبایی
Hanafizadeh@Gmail.Com

تاریخ دریافت: ۹۵/۲/۱۲ تاریخ پذیرش: ۹۵/۴/۴

چکیده

ضرورت وجود سازمان مادر از طریق شناسایی نحوه تاثیرگذاری و هم چنین میزان ارزش آفرینی تصمیمات و استراتژی‌های سازمان مادر در برآورده ساختن انتظارات ذی‌نفعان کسب و کارهای تابعه مشخص می‌شود. استراتژی‌های سازمان مادر اگر منجر به افزایش جریان‌های نقدی، نرخ رشد مورد انتظار، مدت زمان رشد فزاینده و یا کاهش هزینه استفاده از سرمایه نشوند، ارزشی در کسب و کارهای تابعه خود خلق نمی‌کنند. در این تحقیق استراتژی‌ها و تصمیمات سازمان مادر را به عنوان یک دارایی نامحسوس در نظر می‌گیریم و با استفاده از رویکردهای ارزش‌گذاری فرآیندی را ارائه می‌دهیم که بتوانیم میزان ارزش آفرینی تصمیمات سازمان مادر را در کسب و کارهای تابعه آن بسنجیم.

واژه‌های کلیدی: سازمان مادر، کسب و کارهای تابعه، استراتژی‌های ارزش آفرین سازمان مادر، ذی‌نفعان، رویکردهای ارزش‌گذاری.

۱- مقدمه

علازم این‌که در بنگاه‌های مادر وجود یک واحد شاخص و اصلی به نام سازمان مادر، به عنوان مغز متفکر و ابر قدرت جهت انجام وظایف استراتژیک ضروری به نظر می‌رسد، اما همواره این چالش مطرح بوده است که چرا اصولاً سازمان مادر باید وجود داشته باشد؟ این پرسش از آنجا نشأت می‌گیرد که سازمان مادر بدون ایجاد درآمد هزینه‌زا است، مشتری بیرونی ندارد و تنها از طریق کار با کسب و کارهایش می‌تواند به ایجاد ارزش مبادرت کند. تنها پاسخ قانع‌کننده این است که کسب و کارهای گرد هم آمده تحت مالکیت سازمان مادر، نسبت به حالت موجودیت مستقل خود، بهتر عمل می‌کنند و سازمان مادر قادر است به گونه‌ای ارزش آفرین باشد که هزینه‌های خود را جبران کند.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

با تغییر سرشت تفکر در مورد تصمیم‌های مرتبط با استراتژی‌های سازمان مادر در شش دهه اخیر تحقیقات وسیعی در رابطه با این استراتژی‌ها که از طریق آن‌ها سازمان مادر می‌تواند به ایجاد ارزش مبادرت بورد، صورت گرفته است. انفس از نخستین افرادی بود که ادعا کرد استراتژی‌های سازمان مادر می‌تواند بر پتانسیل هم‌افزایی و امکان ایجاد ارزش در بنگاه مادر اثر بگذارد. در همین دهه محققانی هم‌چون پورتر و هانگن مطرح کردند که سازمان مادر از طریق تعریف کسب و کار و هماهنگ کردن کسب و کارها می‌تواند ارزش آفرینی کند. محققان بسیار دیگری از جمله جانسون، اسکولز، ویتینگتن، اویجن، دوما و... در سال‌های مختلف طبقه‌بندی‌های متنوعی از نقش‌ها، وظایف و استراتژی‌های سازمان مادر ارائه داده‌اند. از مهم‌ترین آن‌ها می‌توان به تحقیقات گولد و همکارانش در مرکز استراتژی اشریج و گروه مشاوران بوستن اشاره کرد.

گولد و همکارانش در مرکز استراتژی اشریج در طی سالیان بسیاری تحقیقات وسیعی در حوزه سازمان مادر و نقش استراتژی‌های آن در ارزش آفرینی انجام داده‌اند. به نظر مایکل گولد تمرکز سازمان مادر بر فرصت‌های ارزش آفرین و دارا بودن منابع ممتاز منجر به خلق ارزش می‌شود و مبنا و پایه‌ی صحیحی برای استراتژی‌های سازمان مادر است. کمپل، گولد و الکساندر در کتاب خود که در سال ۱۹۹۵ منتشر کردند به تفصیل به چهار روش که سازمان‌های مادر از طریق آن‌ها می‌توانند خلق ارزش کنند، تحت عنوان "استراتژی‌های ارزش آفرین" پرداخته‌اند. این استراتژی‌ها عبارتند از: ۱- نفوذ خودمدارانه^۱ - ۲- نفوذ ارتباطی^۲ - ۳- نفوذ وظیفه‌ای و خدماتی^۳ - ۴- فعالیت‌های توسعه‌ای بنگاه‌مادر^۴:

در سال‌های اخیر گروه مشاوران بوستن با تنظیم پرسش‌نامه‌هایی و جمع‌آوری اطلاعات از ۲۸ بنگاه مادر با فعالیت‌های متفاوت، استراتژی‌های سازمان مادر را به شش گروه طبقه‌بندی کرده‌اند (کروهلر، پیدن و روبر، ۲۰۱۲):

- مالکیت بدون مداخله^۵: در این حالت بنگاه‌های مادر تنها از طریق خرید کسب و کارهای تابعه جدید و حمایت‌های مالی محض در اداره بنگاه نقش دارند.

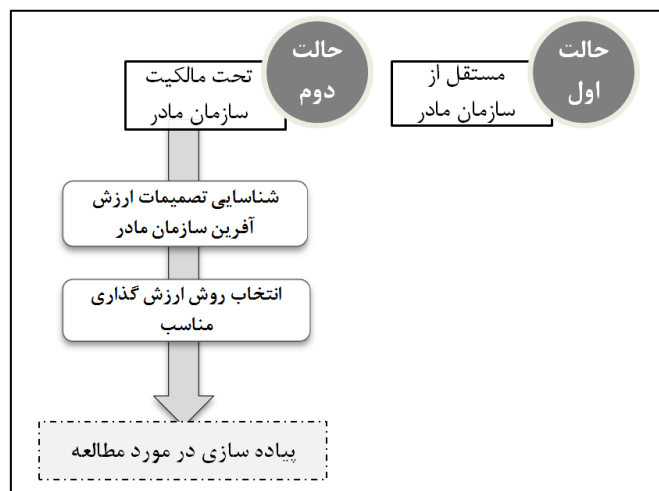
- حمایت مالی^۶: منظور از حمایت مالی مزیت‌های مالی‌ای از جمله: کاهش فشار مالیاتی و دسترسی ارزانتر به منابع مالی است که کسب و کار تحت حمایت سازمان مادر از آن منتفع می‌شود.
- ایجاد هم‌افزایی^۷: این استراتژی به تحصیل منافع عمده در نتیجه‌ی هم‌افزایی در فروش، بازاریابی و عملکرد در سطح کسب و کارها تمرکز دارد.
- راهنمایی استراتژیک^۸: سازمان‌های مادر با داشتن بینش استراتژیکی برتر، تجربه و تعریف روشن مسیر استراتژیکی کسب و کارهای تابعه، می‌توانند ایجاد ارزش کنند.
- رهبری وظیفه‌ای^۹: سازمان مادر با تسهیم منابع و خدمات مرکزی به ایجاد ارزش مبادرت می‌کند.
- مدیریت عملی^{۱۰}: در این حالت سازمان مادر در مدیریت واحدهای کسب و کارهای تابعه از طریق تاثیر بر تصمیمات عملیاتی بسیار مداخله می‌کند.

آن‌ها جهت اتخاذ استراتژی‌های صحیح و ارزش‌آفرین سازمان مادر پنج گام ارائه داده‌اند. این پنج گام شامل پنج سوال در رابطه با خلق (نابودی) ارزش سازمان مادر، رویکردهای استراتژی اتخاذ شده، شناسایی نیازها و فرصت‌ها در کسب و کارهای تابعه، اهداف سازمان و چگونگی دستیابی به آن‌ها است. این روش کاملاً توصیفی بوده و معیاری کمی برای تشخیص ارزش‌آفرینی سازمان مادر ارائه نداده است.

همان‌گونه که از مرور ادبیات پیشین مشاهده می‌شود، پژوهش‌های انجام‌گرفته تا به امروز تنها به طبقه‌بندی و بررسی استراتژی‌های سازمان مادر و نحوه ارزش‌آفرینی آن‌ها در سطح کسب و کارها پرداخته‌اند و تنها معیارهای کیفی برای تشخیص استراتژی‌های ارزش‌آفرین سازمان مادر ارائه شده است. ما در این تحقیق سعی بر آن داریم با بررسی تاثیر استراتژی‌های سازمان مادر بر نحوه برآورده ساختن انتظارات ذی‌نفعان کسب و کارهای تابعه، معیاری کمی برای تشخیص این استراتژی‌های ارزش‌آفرین معرفی کنیم.

۳- روش شناسی تحقیق

تحقیق حاضر بر حسب هدف، توصیفی است و بر مبنای داده کمی است. در این تحقیق کسب و کار تابعه را در دو حالت مستقل از سازمان و تحت تملک سازمان مادر در نظر می‌گیریم. حالت دوم شامل سه مرحله اصلی می‌باشد که مرحله اول شامل طبقه‌بندی و شناسایی تصمیمات و استراتژی‌های ارزش‌آفرین سازمان مادر و مرحله دوم شناسایی یک روش مناسب برای ارزش‌گذاری مالی تصمیمات و استراتژی‌های ارزش‌آفرین سازمان مادر است. مرحله سوم نیز جهت پیاده‌سازی یک روش مناسب برای ارزش‌گذاری تصمیمات و استراتژی‌های ارزش‌آفرین سازمان مادر در یک مطالعه موردی می‌باشد.



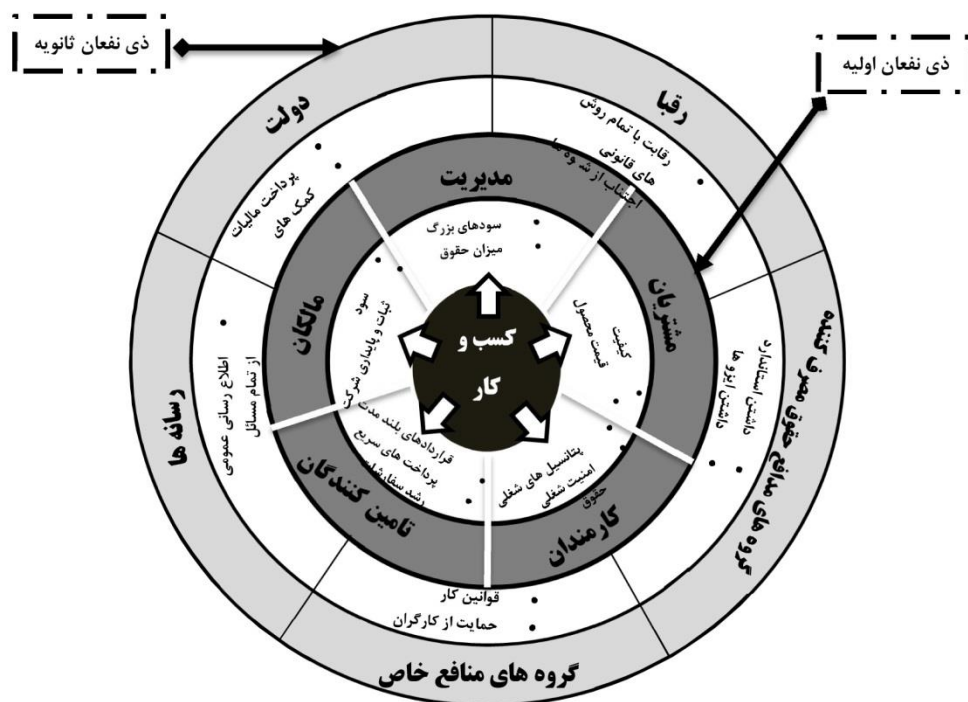
نمودار ۱ - مراحل انجام تحقیق

۱-۳-۱- حالت اول - کسب و کار مستقل از سازمان مادر

در حالت کلی هر یک از کسب و کارها می‌توانند بر علایق طیف وسیعی از ذینفعان اثر بگذارند. اولین بار مفهوم ذی‌نفعان شرکت‌ها در سال ۱۹۶۳ توسط مؤسسه تحقیقاتی استنفورد^{۱۱} مطرح شد و در سال ۱۹۸۴ ادوارد فریمن^{۱۲} این تئوری را حمایت کرد و آن را توسعه داد. او ذی‌نفعان را افراد یا گروهی که در دستیابی سازمان به اهدافش می‌توانند اثرگذار باشند و یا سازمان در دستیابی به اهدافش روی آنها تأثیر می‌گذارد، تعریف می‌کند (فریمن و رید، ۱۹۸۳). هر یک از این ذینفعان دارای انتظارات و نیازهایی می‌باشند. اگر انتظارات هر یک از گروه‌های ذی‌نفع به طور مستمر نادیده گرفته شود، آن کسب و کار دوامی نخواهد داشت و ذینفعان حمایت خود را از آن کسب و کار سلب خواهند کرد. در نمودار ۲ مدل ذی‌نفعان کسب و کار در حالت مستقل از سازمان مادر به همراه تعدادی از انتظارات آنها نشان داده شده است. در این مدل با اقتباس از مدل ذینفعانی که ادوارد فریمن در سال ۱۹۸۴ معرفی کرده است، ذی‌نفعان را به دو دسته ذی‌نفعان اولیه^{۱۳} و ثانویه^{۱۴} طبقه‌بندی کرده‌ایم. ذی‌نفعان اولیه ذی‌نفعانی هستند که برای بقا و حیات سازمان ضروری هستند، مانند: مدیریت، مالکان، کارمندان، تأمین‌کنندگان مشتریان و ذینفعان ثانویه ذینفعانی هستند که برای بقا و حیات سازمان ضروری نیستند اما بر سازمان تأثیر می‌گذارند یا از سازمان تأثیر می‌پذیرند، مانند رسانه‌ها، دولت، گروه‌های منافع خاص، رقبا و

مالکان یا سهامداران، دارای سهام و اوراق قرضه بنگاه مادر هستند. آنها مستقیماً پول به سازمان می‌دهند. از طرفی شرکت بر امرار معاش آنها تأثیرگذار است و یا بخش قابل توجهی از درآمد بازنشستگی‌شان در سهام و اوراق قرضه سازمان است. کارمندان در قبال کارهایی که در سازمان انجام می‌دهند، نیاز به امنیت شغلی، حقوق

خوب و ... دارند تأمین‌کنندگان برای موفقیت سازمانی، حیاتی هستند. زیرا آنها مواد خامی را تهیه می‌کنند که تعیین‌کننده کیفیت نهایی و قیمت محصول است. مشتریان منابع پولی در قبال محصول و خدمت ارائه شده کسب‌وکار پرداخت می‌نمایند و در قبال آن از محصولات و خدمات بهره‌مند می‌شوند. دولت با وضع قوانین، محدودیت‌ها و ملاحظات بر سازمان تأثیر می‌گذارد و از طریق مالیات و... منتفع می‌شوند. رقبا همیشه در پی تمایز محصولات و خدمات‌شان یا دیگر سازمان‌ها هستند تا با حفظ نوآوری، سهم بیشتری از بازار و در نتیجه سود بیشتری کسب کنند و مزیت رقابتی داشته باشند. رسانه‌ها در پی اطلاع‌رسانی عمومی از تمام مسائل شرکت‌ها و سازمان‌ها می‌باشند. آنها از این طریق نظارت عمومی بر شرکت‌ها ایجاد می‌نمایند. آنها انتظار دارند که سازمان‌ها از آزادی بیان حمایت کنند. سازمان‌ها و شرکت‌ها گاهی اوقات از رسانه‌های عمومی برای تبلیغات محصولات و خدمات‌شان نیز استفاده می‌کنند. مدافع حقوق مصرف‌کننده از طریق نظارت بر استانداردها



نمودار ۲ - مدل ذی نفعان کسب و کار در حالت مستقل از سازمان مادر
(منبع Managing For Stakeholders)

و کیفیت محصولات سازمان و قیمت نهایی آنها از حقوق مصرف‌کنندگان حمایت می‌کنند. گروه‌های منافع خاص شامل N60S15 و SI6S16 ها می‌شوند. این گروه‌ها منافع و انتظاراتی از قبیل امنیت، محیط‌زیست، حمایت از کارگران، آلودگی، پذیرش مسئولیت‌های اجتماعی، قوانین کار و ... از سازمان‌ها و کسب‌وکارها دارند. باید توجه داشت که تمامی ذی‌نفعان کسب‌وکارها و منافع آنها در یک اولویت نیستند. بر اساس ساختار و نوع فعالیت هر کسب‌وکار و بنگاه مادرش ممکن است گروهی از ذی‌نفعان نسبت به گروهی دیگر ارجحیت داشته باشند و یا حتی تعدادی از ذی‌نفعان در یک کسب‌وکار خاص، موضوعیت نداشته باشند. در این حالت بررسی می‌کنیم که کسب و کار تابعه مستقل از سازمان مادر چگونه و در چه حدی می‌تواند انتظارات ذی‌نفعان خود را برآورده سازد. برای مثال یکی از انتظارات مشتریان پایین بودن قیمت نهایی محصولات و خدمات است. در این مورد این پرسش‌ها مطرح می‌شود که:

- آیا کسب و کار به طور مستقل از سازمان مادر قادر به پاسخگویی به این نیاز و انتظار ذی‌نفعان می‌باشد؟
 - اگر چنین است کسب و کار چگونه و تا چه میزان می‌تواند با استفاده از مکانیسم‌های خاص خود شرایطی را فراهم سازد تا قیمت محصولات و خدمات را به حداقل ممکن برساند؟
 - آیا این انتظار مشتریان با انتظارات ذی‌نفعان دیگر در مغایرت است؟
- توضیح اینکه گاهی اوقات برخی از انتظارات ذی‌نفعان ممکن است در مغایرت با انتظارات ذی‌نفعان دیگر باشد. گرچه قیمت پایین خدمات و محصولات برای مشتریان یک عنصر مطلوب در جهت تامین انتظارات آنان محسوب می‌شود اما ممکن است با انتظارات مالکان که در پی سود و منفعت بیشتری هستند مغایرت داشته باشد.

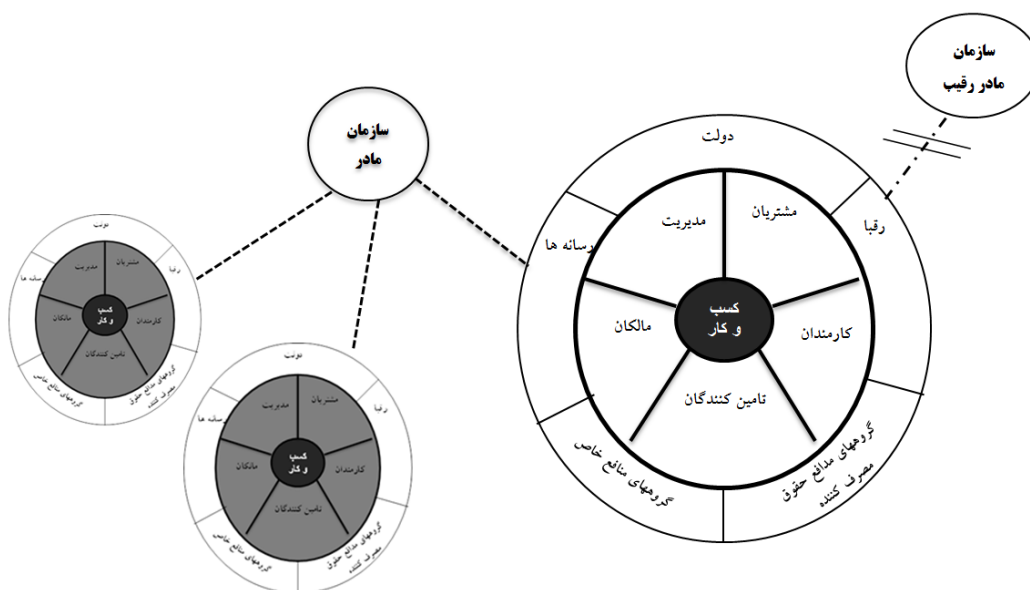
۳-۲ - حالت دوم - کسب و کار تحت مالکیت سازمان مادر

در این حالت همانطور که در نمودار ۳ مشاهده می‌کنید، کسب و کار را تحت حمایت سازمان مادر در نظر می‌گیریم. در این حالت بررسی می‌کنیم که کسب و کار تابعه تحت تملک سازمان مادر چگونه و در چه حدی می‌تواند انتظارات ذی‌نفعان خود را برآورده سازد. در این زمینه باید به این سوالات پاسخ دهیم:

- آیا سازمان مادر از طریق تصمیمات و استراتژی‌های اتخاذ شده در رابطه با کسب و کارهای تابعه خود خلق ارزش می‌کند؟
- کدام یک از این تصمیمات و استراتژی‌ها ارزش آفرین بوده‌اند؟
- میزان ارزشی که سازمان مادر در برآورده ساختن انتظارات ذی‌نفعان در کسب و کارها ایجاد (یا نابود) می‌کند، چه میزان است؟

تنها دلیلی که می‌تواند ضرورت وجود سازمان مادر را توجیه کند این است که کسب و کارهای گرد هم آمده تحت مالکیت سازمان مادر، نسبت به حالت موجودیت مستقل خود، بهتر عمل کنند و سازمان مادر قادر باشد به گونه‌ای ارزش آفرینی کند که هزینه‌های خود را جبران نماید، در غیر این صورت ارزش بیشتر می‌تواند با تغییر در مالکیت کسب و کارهای موجود همراه باشد.

در ساده‌ترین سطح، ایجاد ارزش در بنگاه‌های مادر یعنی ایجاد ارزش مازادی بر حداقل ارزش اهداف تعیین شده و یا حداقل انتظارات ذینفعان هر کسب و کار تابعه. منظور از حداقل انتظارات ذی‌نفعان، عملکرد رقبا می‌باشد. اگر انتظارات ذی‌نفعان کسب و کارهای تابعه در سطحی که سازمان‌های مادر رقیب برای ذی‌نفعان کسب و کارهای خود فراهم می‌کنند، برآورده نشود، این احتمال وجود دارد که ذینفعان حمایت خود را از کسب و کار سلب کنند، که این امر ممکن است منجر به تغییر در مالکیت کسب و کار شود. از طرفی اگر سازمان مادر موفق به ایجاد ارزش مازادی در مقایسه با رقبایش در کسب و کارهای تابعه شود، در این صورت ذینفعان و کسب و کارها مایل به تداوم حمایت و فعالیت خود با سازمان خواهند بود. نکته حائز اهمیت این است که برآورده ساختن انتظارات ذی‌نفعان کسب و کارها و خلق ارزش در یک برهه زمانی خاص، به معنای این نیست که نیازی به بازبینی مجدد سازمان مادر برای خلق ارزش در دوره‌های زمانی آتی وجود ندارد. ایجاد ارزش در سازمان مادر امری نقطه‌ای نیست بلکه به صورت پیوسته است. بایستی به طور پیوسته مورد بازبینی قرار گیرد و ارزش مازاد فعلی به گونه‌ای توزیع شود که ارزش‌های اضافی آتی بیشینه شوند.



نمودار ۳- کسب و کار تحت حمایت سازمان مادر

سازمان مادر برای این که بتواند در کسب و کارهای تابعه ایجاد ارزش کند، از روش‌هایی جهت یاری به کسب و کارها در برآورده ساختن حداقل انتظارات ذی‌نفعان، استفاده می‌نماید. منظور از این روش‌ها، استراتژی‌ها و تصمیماتی است که سازمان مادر از طریق اتخاذ آن‌ها می‌تواند در کسب و کارهای تابعه خود ارزشی بیشتر،

نسبت به هر سازمان مادر رقیب دیگر ایجاد کند. استراتژی‌ها و تصمیمات قابل اعتماد به ارزش‌آفرینی بالا منجر می‌شوند، در حالی که استراتژی‌های ضعیف غالباً با نابودی ارزش همراه‌اند.

۳-۲-۱- شناسایی تصمیمات ارزش‌آفرین سازمان مادر

در گام اول جهت شناسایی تصمیمات و استراتژی‌های ارزش‌آفرین سازمان مادر ابتدا بایستی صورت جلسات هیئت مدیره بنگاه مادر را در دوره مالی مورد نظر بررسی کنیم و تصمیمات مرتبط با هر یک از کسب و کارهای تابعه را استخراج نماییم. در گام دوم تصمیمات سازمان مادر را برای هر یک از کسب و کارها، بر اساس چهاردسته بندی که توسط گولد و همکارانش در سال ۱۹۹۵ معرفی شده است، طبقه بندی می‌نماییم.

جدول ۱- طبقه بندی استراتژی‌های سازمان مادر

ردیف	استراتژی	نفوذ خودمدارانه	نفوذ ارتباطی	نفوذ وظیفه‌ای و خدماتی	نفوذ توسعه‌ای
۱					
۲					

در این مرحله نکته حائز اهمیت این است که صرفاً استفاده از این استراتژی‌ها ایجاد ارزش نمی‌کنند، بلکه گاهی اوقات ممکن است منجر به نابودی ارزش شوند. برای مثال سازمان مادر با اتخاذ یک خرید و یا سرمایه‌گذاری غیر کارشناسی شده ممکن است ظرف شش ماه ارزشی را نابود کند که خیلی بیشتر از هزینه‌های اداره چندین ساله سازمان مادر است. سوال مهمی که در این قسمت مطرح می‌شود این است که: کدام یک از استراتژی‌ها ارزش‌آفرین می‌باشند؟ نحوه تشخیص استراتژی‌های ارزش‌آفرین سازمان مادر که در طبقه بندی گولد و همکارانش قرار می‌گیرند، چیست؟

پاسخ این است که تصمیمات و استراتژی‌هایی خلق ارزش می‌کنند که منجر به افزایش در جریان‌های نقدی ایجاد شده توسط سرمایه‌گذاری‌های موجود، افزایش در نرخ رشد مورد انتظار در جریان‌های نقدی آینده، افزایش طول دوره‌ای که رشد فزاینده دارد و کاهش نرخ هزینه سرمایه شوند (داموداران، ۲۰۰۱). بنابراین در گام بعدی تصمیمات ارزش‌آفرین و نابود کننده ارزش را شناسایی می‌نماییم. تصمیمات و استراتژی‌هایی که موجب افزایش جریان‌های نقدی، نرخ رشد، مدت زمان رشد فزاینده و یا کاهش هزینه استفاده از سرمایه نشوند، ارزش‌آفرین نخواهند بود.

جدول ۲- شناسایی استراتژی‌های ارزش‌آفرین

ردیف	استراتژی سازمان مادر	استراتژی ارزش‌آفرین			خلق ارزش نمی‌کند
		افزایش جریان نقدی	افزایش رشد مورد انتظار	افزایش طول دوره رشد	
۱					
۲					

۳-۲-۲- انتخاب رویکرد و روش ارزش‌گذاری مناسب

در این مرحله با توجه به ماهیت هر یک استراتژی‌ها و تصمیمات سازمان مادر رویکرد مناسب ارزش‌گذاری آن‌ها اتخاذ می‌شود و در نتیجه‌ی آن روش مناسب جهت انجام ارزش‌گذاری استراتژی‌های ارزش‌آفرین سازمان مادر انتخاب می‌شود. در این جا ویژگی‌های هر کدام از رویکردهای ارزش‌گذاری به اختصار بیان می‌شود.

• **رویکرد بازاری یا معامله‌ای:** ارزش‌داری مورد نظر در این روش، از ارزش‌داری‌های مشابه دیگر که در شرایط مشابه با داری مد نظر، قیمت‌گذاری شده‌اند، به دست می‌آید سه روش برای این رویکرد معرفی شده است:

✓ روش تأمین مالی بازار^{۱۷}

✓ روش ارزش‌گذاری قابل قیاس یا روش معامله بازار^{۱۸}

✓ روش نرخ حق امتیاز یا حق اختراع^{۱۹}

• **رویکرد هزینه‌ای:** در این رویکرد هزینه به دست آوردن داری مورد نظر ملاک ارزش‌گذاری می‌باشد. یک سرمایه‌گذار معمولاً مبلغی بیشتر از هزینه مورد نیاز برای به دست آوردن مطلوبیت یکسان از یک داری، برای آن پرداخت نمی‌کند. این روش برای مواردی که داری مورد نظر در حال حاضر منجر به درآمد نشده است، مفید است. مهم‌ترین فرض این رویکرد این است که هزینه خرید یا توسعه داری جدید متناسب با ارزش اقتصادی خدماتی است که داری در طول عمرش می‌تواند ارائه دهد، است (روچی جین^{۲۰}، ۲۰۱۲).

این رویکرد شامل دو روش متفاوت است:

✓ روش هزینه تاریخی یا هزینه جایگزینی^{۲۱}

✓ روش هزینه دوباره تولید^{۲۲} یا خلق مجدد^{۲۳}

• **رویکرد تصمیم‌گیری در شرایط عدم اطمینان:** دیدگاه کلی در این دسته از رویکردها، در نظر گرفتن رویدادهای تصادفی در آینده می‌باشد. سه روش مهم که از این دیدگاه استفاده می‌کنند شامل روش اختیار واقعی، درخت دوجمله‌ای و شبیه‌سازی مونت کارلو می‌شوند. تمامی این روش‌ها از درخت تصمیم‌گیری برای مدل‌سازی رخدادهایی که منجر به ایجاد ارزش می‌گردند، استفاده می‌نمایند.

• **رویکرد درآمدی:** سه مؤلفه اصلی این روش همان جریان‌ات نقدی، طول عمر داری و نرخ تنزیل می‌باشند. جریان نقدی مربوط به درآمدی در آینده می‌باشد که توسط داری مورد نظر به دست می‌آید. طول عمر مفید، مدت زمانی می‌باشد که آن داری قادر است جریان نقدی مورد نظر را ایجاد نماید. نرخ تنزیل نیز به هزینه‌های مورد نیاز برای تأمین مالی داری مورد نظر اشاره دارد. با این وجود ایراد بزرگی که به این روش وارد است، دشواری محاسبه نرخ تنزیل مناسب می‌باشد. این نرخ که در برگیرنده مفهوم ریسک داری می‌باشد به عوامل متعددی وابسته است که نیاز به در نظر گرفتن فروض ذهنی برای محاسبه آن را اجتناب‌ناپذیر می‌نماید. این امر منجر به کاهش دقت روش می‌شود.

- ✓ روش جریان نقدی افزایشی یا سود افزایش یافته (PFI)
- ✓ روش ارزش باقی‌مانده
- ✓ روش رهایی از هزینه اجاره یا هزینه مجوز استفاده
- ✓ روش ضریب تکنولوژی

بنابراین با توجه به ماهیت هر یک استراتژی‌ها و تصمیمات رویکرد مناسب و در نتیجه روش مناسب جهت انجام ارزش‌گذاری استراتژی‌های ارزش‌آفرین سازمان مادر انتخاب می‌شود. جدول ۳ به ویژگی‌های هر کدام از رویکردها اشاره می‌کند.

جدول ۳- انتخاب رویکرد ارزش‌گذاری

درآمدهای حاصل از دارایی محقق شده باشد	اطلاعات کافی در مورد بازار در دسترس باشد		حق اختراع یا امتیاز		تعیین قیمت حداقلی برای دارایی مورد نظر در معاملات پیشنهادی	نرم افزارهای مهندسی که مصرف داخلی در سازمان دارند و قصد فروش مجدد آن وجود ندارد	درآمدهای حاصل از دارایی محقق نشده باشد	ویژگی‌های دارایی نامحسوس یا هدف ارزشگذاری دارایی نامحسوس	رویکردهای ارزش‌گذاری دارایی‌های نامحسوس	ردیف
	بالقوه	بالفعل	*	*						
			*	*	*	*		رویکرد هزینه‌ای	۱	
			*					رویکرد بازاری	۲	
*		*						رویکرد درآمدی	۳	

۴- مورد مطالعه

مورد مطالعه در این تحقیق بنگاه مادری با نام آلفا است که دارای شش کسب و کار تابعه می‌باشد. به منظور انجام این پژوهش تصمیمات سازمان مادر در سال ۱۳۹۱ در خصوص کسب و کار تابعه بتا که خود دارای ۷ کسب و کار تابعه نیز می‌باشد بررسی شده است، که در نهایت یک تصمیم و استراتژی ارزش‌آفرین در رابطه با کسب و کار تابعه بتا استخراج شده است. این تصمیم مبنی بر موافقت با تاسیس شرکت زیر مجموعه‌ای با نام گاما برای شرکت بتا با سرمایه اولیه سه میلیارد ریال می‌باشد. این شرکت فعالیت خود را از سال ۱۳۹۲ آغاز کرده است و در حوزه واردات و صادرات قطعات خودرو و ماشین‌آلات و مواد خام فعالیت می‌نماید. با توجه به طبقه بندی گولد و همکارانش این تصمیم جزء استراتژی‌های توسعه‌ای بنگاه مادر می‌باشد. سازمان مادر سعی بر آن دارد تا از طریق دگرگون کردن ترکیب سبد کسب‌وکارها ارزش‌آفرینی کند.

جدول ۳- طبقه بندی استراتژی سازمان مادر

ردیف	استراتژی	نفوذ خودمدارانه	نفوذ ارتباطی	نفوذ وظیفه‌ای و خدماتی	نفوذ توسعه‌ای
۱	تاسیس شرکت گاما				*

یکی از قدیمی‌ترین شیوه‌های سرمایه‌گذاری تملک دارایی‌ها می‌باشد. تملک دارایی‌ها به خرید یا تاسیس یک شرکت یا دارایی توسط شرکت دیگر اطلاق می‌شود که جریان‌های عایدی مثبتی را در آینده برای شرکت خریدار ایجاد می‌کند. اگر جریان‌های نقدی درآینده مثبت باشد، می‌تواند از طریق افزایش رشد مورد انتظار ایجاد ارزش کند.

جدول ۵- شناسایی استراتژی‌های ارزش‌آفرین

خلق ارزش نمی‌کند	استراتژی ارزش‌آفرین				استراتژی سازمان مادر	ردیف
	کاهش هزینه سرمایه	افزایش طول دوره رشد	افزایش رشد مورد انتظار	افزایش جریان نقدی		
			*		تاسیس شرکت گاما	۱

با توجه به این که صورت‌های مالی دوره منتهی به سی اسفند ۱۳۹۲ شرکت گاما و درآمدهای محقق شده این دوره در دسترس بود برای ارزش‌گذاری این تصمیم از رویکرد درآمدی و مدل تنزیل جریان‌ات نقدی استفاده کرده ایم.

۴-۱- برآورد سود عملیاتی و سود خالص شرکت گاما

بدین منظور ابتدا نرخ رشد فروش شرکت محاسبه می‌شود. با توجه به منحنی عمر شرکت فرض می‌کنیم شرکت در سال پنجم به رشد پایدار می‌رسد و نرخ رشد با کاهش مواجه می‌شود تا به یک میزان پایدار برسد. برای محاسبه نرخ رشد شرکت در سال پنجم یا همان نرخ رشد در زمان پایداری، به نظر متخصصان این زمینه توجه می‌شود زیرا محاسبه تخمین برای سال پنجم به بعد دشوار است و این عدد به طور تقریبی برآورد می‌شود. متخصصان نرخ رشد این شرکت در سال پنجم و بعد از آن را به طور میانگین حدود ۱۰٪ عنوان نموده‌اند. به دلیل این که شرکت در ابتدای حیات خود به سر می‌برد و هیچ گذشته تاریخی برای تخمین رشد فروش وجود ندارد به ناچار برای محاسبه نرخ رشد به شاخص صنعت تولید قطعات و تجهیزات خودرو و ماشین آلات و فعالیت‌های وابسته به آن مراجعه می‌نماییم. در جدول زیر میانگین هندسی نرخ رشد صنعت در بورس در پنج سال محاسبه شده است.

جدول ۶- محاسبه میانگین هندسی نرخ رشد صنعت در بورس

میانگین بازده صنعت - منبع سایت بورس اوراق بهادار						
سال	۸۷	۸۸	۸۹	۹۰	۹۱	۹۲
میانگین شاخص صنعت تولید قطعات خودرو	۶,۵۹	۲۷,۷۴	۱۲۸,۷۱	-۲۰,۷۸	-۲۱,۵۹	۱۳۸,۱۱
ضریب رشد		%۲,۹۹	%۳,۶۴	%-۱,۱۶	%۰,۰۴	%۷,۳۹
میانگین هندسی رشد	%۱۹,۸۲					

با توجه به میانگین هندسی نرخ رشد صنعت میزان فروش و نرخ رشد شرکت برای هر سال بدست می‌آید که در جدول ۷ مشاهده می‌شود.

جدول ۷- برآورد میزان فروش شرکت در چهار سال آینده

سال	۹۲	۹۳	۹۴	۹۵	۹۶
فروش (ریال)	۳۳۹۸۸۴۷۹۱۰۷	۴۰۷۲۴۹۹۵۶۶۶	۴۷۷۹۰۷۸۲۴۱۴	۵۴۹۱۱۶۰۸۹۹۴	۶۱۷۴۸۱۰۴۳۱۴
تغییرات		%۱۹,۸۲	%۱۷,۳۵	%۱۴,۹	۱۲,۴۵

برای برآورد سود عملیاتی و سود خالص شرکت گاما از میانگین حاشیه سود عملیاتی و حاشیه سود خالص این صنعت که در پیوست ۱ محاسبه شده است، استفاده می‌کنیم. این مقادیر برای سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۶ در شرکت گاما برآورد می‌شود.

جدول ۹- برآورد حاشیه سود عملیاتی و حاشیه سود خالص در چهار سال آینده

سال	۹۲	۹۳	۹۴	۹۵	۹۶	میانگین صنعت در سال ۹۲
حاشیه سود عملیاتی	%۲/۱۳	%۲/۷	%۳/۲۷	%۳/۸۴	%۴/۴۱	%۴/۹۸
حاشیه سود خالص	%۰/۳	%۰/۶۹۶	%۱/۰۹۲	%۱/۴۸۸	%۱/۸۸۴	%۲/۲۸
سود عملیاتی (ریال)	۷۲۳۰۶۴۸۱۴	۱۰۹۹۵۷۴۸۸۳	۱۵۶۲۷۵۸۵۸۵	۲۱۰۸۶۰۵۷۸۵	۲۷۲۳۰۹۱۴۰۰	
سود خالص (ریال)	۱۰۰۸۰۱۳۰۴	۲۸۳۴۴۵۹۷۰	۵۲۱۸۷۵۳۴۴	۸۱۷۰۸۴۷۴۲	۱۱۶۳۳۳۴۲۸۵	

۴-۲- برآورد نرخ هزینه سهام شرکت گاما

ابتدا باید ضریب بتای شرکت گاما را برآورد کنیم. با توجه به اینکه شرکت گاما سهامی خاص بوده و کوچک است برای برآورد ضریب بتا از روش بتای بالا به پایین استفاده می‌نماییم. در این روش باید یک شرکت که فعالیت مشابهی با فعالیت شرکت آلفا دارد شناسایی شود. این شرکت باید دارای سهام در بورس باشد تا بتوان

ضریب بتا را برای آن از طریق رگرسیون محاسبه نمود. گزینه مناسب برای این منظور شرکت سورل^{۲۴} است که در بورس و اوراق بهادار آمریکا^{۲۵} می‌باشد. اطلاعات شرکت سورل از وبسایت مربوط به بورس و اوراق بهادار آمریکا و گزارش مالی سال ۲۰۱۳ این شرکت جمع‌آوری شده است و بتای غیراهرمی شرکت با استفاده از رابطه زیر محاسبه شده است.

$$\beta_1 = \beta_u \left(1 + \frac{D}{E} (1 - t)\right)$$

که در این رابطه β_1 بتای اهرمی، β_u بتای غیراهرمی، D بدهی بلند مدت، E مقدار سهام و t نرخ مالیات می‌باشد. در جدول ۱۰ این اطلاعات نمایش داده شده است.

جدول ۱۰- محاسبه بتای غیراهرمی شرکت سورل

۲۰۱۳	سورل
۱/۰۴	بتای اهرمی
۰/۰۴	D/E
۰/۳۵	نرخ مالیات
۱/۰۱	بتای غیر اهرمی
۴/۲۱	اهرم عملیاتی

به دلیل عدم یکسان بودن اندازه دو شرکت مورد مقایسه نمی‌توان ضریب بتای غیر اهرمی دو شرکت را با هم یکسان در نظر گرفت و باید ضریبی برای تعدیل مقدار ضریب غیر اهرمی شرکت گاما به کار برد. بدین منظور از اهرم عملیاتی استفاده می‌نماییم اهرم عملیاتی شرکت سورل و گاما به ترتیب به میزان ۴,۲۱ و ۲,۶۳ می‌باشد. برای تعدیل بتای غیر اهرمی شرکت گاما از رابطه ۲ استفاده می‌نماییم.

$$(۲) \quad \text{بتای غیر اهرمی تعدیل نشده} = \frac{\text{اهرم عملیاتی شرکت گاما}}{\text{اهرم عملیاتی شرکت سورل}} = \text{تعدیل بتای غیر اهرمی}$$

با استفاده از رابطه ۲ مقدار بتای غیراهرمی شرکت گاما تعدیل می‌شود و سپس بتای اهرمیش شرکت گاما طبق جدول ۱۳ بدست می‌آید.

$$\text{تعدیل بتای غیر اهرمی شرکت گاما} = ۱/۰۱ \times \frac{۲/۶۳}{۴/۲۱} = ۰/۶۳$$

جدول ۱۳- محاسبه بتای اهرمی شرکت گاما

۹۲	گاما
۰/۶۳	بتای غیر اهرمی
۲/۲۰	D/E
۰/۲۵	نرخ مالیات
۲/۶۳	اهرم عملیاتی
۱/۶۷	بتای اهرمی

به منظور برآورد ضریب بتا برای ۵ سال آینده از ضریب بتای صنعت مورد نظر در سال ۱۳۹۲ استفاده می‌شود که این مقدار برابر ۰,۴۴ می‌باشد. فرض می‌کنیم که این شاخص در وضعیت پایدار قرار دارد و ضریب بتا شرکت گاما به صورت پله‌ای و خطی مستقیم به سمت ضریب بتای این شاخص میل می‌نماید. در نتیجه مقدار بتای اهرمی شرکت گاما برای پنج سال آینده مطابق جدول ۱۴ می‌باشد.

جدول ۱۴- برآورد بتای اهرمی چهارسال آینده

سال	۹۲	۹۳	۹۴	۹۵	۹۶
بتای اهرمی	۱/۶۷	۱/۵۴۷	۱/۴۲۴	۱/۳۰۱	۱/۱۷۸

حال به کمک مقادیر برآورد شده مقدار نرخ هزینه سهام با توجه به رابطه ۳ برای پنج سال آینده برآورد می‌شود که در جدول ۱۵ نشان داده شده است.

$$\text{Expected Return} = \text{Risk} = R_f + \beta(\text{Risk Premium})$$

که در این رابطه R_f نرخ بهره بدون ریسک، β ضریب ریسک و Risk Premium صرف ریسک می‌باشد. R_f به‌طور معمول همان نرخ بهره وام‌های بانکی و یا اوراق قرضه دولتی در نظر گرفته می‌شود که در این پژوهش میزان ۲۰٪ در نظر گرفته شده است. صرف ریسک در ایران معمولاً نرخ ۶٪ در نظر گرفته می‌شود.

جدول ۱۵- برآورد نرخ هزینه سهام

سال	۹۲	۹۳	۹۴	۹۵	۹۶
بتای اهرمی	۱/۶۷	۱/۵۴۷	۱/۴۲۴	۱/۳۰۱	۱/۱۷۸
صرف ریسک	٪۶	٪۶	٪۶	٪۶	٪۶
نرخ بازده بدون ریسک	٪۲۰	٪۲۰	٪۲۰	٪۲۰	٪۲۰
نرخ هزینه سهام	٪۳۰/۰۲	٪۲۹/۲۸	٪۲۸/۵۴	٪۲۷/۸۱	٪۲۷/۰۷

۳-۴- برآورد نرخ هزینه سرمایه

میانگین موزون هزینه سرمایه از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

در این رابطه K_c هزینه سرمایه، K_d هزینه سهام، K_d هزینه بدهی، E جمع حقوق صاحبان سرمایه و D مقدار بدهی بلندمدت در تأمین سرمایه است. در این مرحله برای برآورد میانگین موزون هزینه سرمایه ابتدا باید نسبت های بدهی و سرمایه را برآورد نماییم. در این پژوهش فرض می‌کنیم سرمایه در طول این پنج سال بدون تغییر بوده است. بنابراین مقدار آن در طول این دوره برابر سه میلیارد ریال خواهد بود. میزان جمع حقوق صاحبان شرکت در انتهای هر سال از رابطه زیر بدست می‌آید:

$$K_c = K_c \left(\frac{E}{D+E} \right) + K_d \left(\frac{D}{D+E} \right)$$

جمع حقوق صاحبان سهام شرکت = سود و زیان انباشته در انتهای دوره - هزینه های سرمایه ای + سرمایه آورده سهام داران

برای برآورد هزینه سرمایه با توجه به نظر حسابداری شرکت، آن را ۵٪ سودخالص هر دوره در نظر می‌گیریم. در جدول ۱۶ محاسبات مربوط جمع حقوق صاحبان سهام نشان داده شده است.

جدول ۱۶- برآورد جمع حقوق صاحبان سهام

سال	۹۲ (ریال)	۹۳ (ریال)	۹۴ (ریال)	۹۵ (ریال)	۹۶ (ریال)
سود خالص	۱۰۰۸۰۱۳۰۴	۲۸۳۴۴۵۹۷۰	۵۲۱۸۷۵۳۴۴	۸۱۷۰۸۴۷۴۲	۱۱۶۳۳۳۴۲۸۵
سود (زیان) انباشته	۱۰۰۸۰۱۳۰۴	۳۸۴۲۴۷۲۷۴	۹۰۶۱۲۲۶۱۸	۱۷۲۳۲۰۷۳۶۰	۲۸۸۶۵۴۱۶۴۵
هزینه سرمایه‌ای	۰	۱۴۱۷۲۲۹۸	۲۶۰۹۳۷۶۷	۴۰۸۵۴۲۳۷	۵۸۱۶۶۷۱۴
سرمایه	۳۰۰۰۰۰۰۰۰	۳۰۰۰۰۰۰۰۰	۳۰۰۰۰۰۰۰۰	۳۰۰۰۰۰۰۰۰	۳۰۰۰۰۰۰۰۰
جمع حقوق صاحبان سهام	۳۱۰۰۸۰۱۳۰۴	۳۳۷۰۰۷۴۹۷۶	۳۸۸۰۰۲۸۸۵۱	۴۶۸۲۲۵۳۱۲۳	۵۸۲۸۳۷۴۹۳۱

بدهی بلند مدت شرکت از محل وام های خط الراسی می‌باشد. بنابراین میزان بدهی بلند مدت شرکت برای تمامی طول برابر ۶۶۱۵۸۴۶۵۷۵ ریال می‌باشد. در جدول ۱۷ خلاصه محاسبات میانگین موزون هزینه سرمایه آورده شده است.

جدول ۱۷- برآورد میانگین موزون هزینه سرمایه برای چهار سال آینده

سال	۹۲	۹۳	۹۴	۹۵	۹۶
نرخ هزینه سهام	۳۰/۰۲٪	۲۹/۲۸٪	۲۸/۵۴٪	۲۷/۸۱٪	۲۷/۰۷٪
نسبت سرمایه	۳۱/۹۱٪	۳۳/۷۵٪	۳۶/۹۷٪	۴۱/۴۴٪	۴۶/۸۴٪
نرخ هزینه بدهی	۲۵٪	۲۵٪	۲۵٪	۲۵٪	۲۵٪
نسبت بدهی	۶۸/۰۹٪	۶۶/۲۵٪	۶۳/۰۳٪	۵۸/۵۶٪	۵۳/۱۶٪
میانگین موزون هزینه سرمایه	۲۶/۶۰٪	۲۶/۴۴٪	۲۶/۳۱٪	۲۶/۱۶٪	۲۵/۹۷٪

۴-۴- برآورد جریان‌های نقدی شرکت گاما

همانطور که می‌دانیم ارزش شرکت از رابطه ۶ محاسبه می‌شود:

$$\text{Value} = \sum_{t=1}^N \frac{E(CF_t)}{(1+r)^t} + \frac{\text{Terminal Value}}{(1+r)^t}$$

در این رابطه CF_t نشانگر جریان نقدی در دوره t ام، r نرخ تنزیل و N تعداد دوره‌های آتی است. جریان‌های نقدی شرکت از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

جریان نقدی آزاد شرکت = درآمد پس از کسر مالیات - هزینه سرمایه - تغییرات سرمایه در گردش غیر نقدی + استهلاک (۷)

همانطور که از رابطه ۷ مشخص است برای برآورد جریان‌های نقدی باید میزان استهلاک و تغییر سرمایه در گردش غیرنقدی را برای دوره‌های مورد نظر نیز برآورد نماییم.

به منظور محاسبه استهلاک، روش خطی با نرخ ۲۰٪ به طور میانگین برای تمامی دارایی‌های ثابت فرض شده است. با فرض اینکه هزینه‌های سرمایه‌ای، منجر به افزایش ارزش دارایی‌های ثابت می‌گردد، هزینه استهلاک هرسال برابر ۲۰٪ ارزش دارایی‌های ثابت آن سال محاسبه می‌شود. جدول ۱۸ مقدار استهلاک هرسال را نشان می‌دهد.

جدول ۱۸- برآورد استهلاک

سال	۹۲ (ریال)	۹۳ (ریال)	۹۴ (ریال)	۹۵ (ریال)	۹۶ (ریال)
دارایی ثابت	۷۲۸۶۰۶۵۸۶	۷۴۲۷۷۸۸۸۴	۷۶۸۸۷۲۶۵۱	۸۰۹۷۲۶۸۸۸	۸۶۷۸۹۳۶۰۲
استهلاک	۱۴۵۷۲۱۳۱۷	۱۴۸۵۵۵۷۷۷	۱۵۳۷۷۴۵۳۰	۱۶۱۹۴۵۳۷۸	۱۷۳۵۷۸۷۲۰

به منظور برآورد تغییرات سرمایه در گردش غیرنقدی در هرسال، نظر مدیریت در این ارتباط مدنظر قرار گرفته است. او تمایل دارد ۵٪ از فروش شرکت را در سرمایه در گردش شرکت نگه دارد. جدول ۱۹ میزان تغییر در سرمایه در گردش را نشان می‌دهد.

جدول ۱۹- محاسبه میزان تغییر در سرمایه در گردش

سال	۹۲ (ریال)	۹۳ (ریال)	۹۴ (ریال)	۹۵ (ریال)	۹۶ (ریال)
فروش	۳۳۹۸۸۴۷۹۱۰۷	۴۰۷۲۴۹۹۵۶۶۶	۴۷۷۹۰۷۸۲۴۱۴	۵۴۹۱۱۶۰۸۹۹۴	۶۱۷۴۸۱۰۴۳۱۴
سرمایه در گردش	۱۶۹۹۴۲۳۹۵۵	۲۰۳۶۲۴۹۷۸۳	۲۳۸۹۵۳۹۱۲۱	۲۷۴۵۵۸۰۴۵۰	۳۰۸۷۴۰۵۲۱۶
تغییر در سرمایه در گردش	۱۶۹۹۴۲۳۹۵۵	۳۳۶۸۲۵۸۲۸	۳۵۳۲۸۹۳۳۸	۳۵۶۰۴۱۳۲۹	۳۴۱۸۲۴۷۶۶

بنابراین با توجه به رابطه ۷ میزان برآورد جریان‌ات نقدی به صورت جدول ۲۰ در می‌آید.

جدول ۲۰- محاسبه جریان نقدی آزاد شرکت

سال	۹۲ (ریال)	۹۳ (ریال)	۹۴ (ریال)	۹۵ (ریال)	۹۶ (ریال)
سود عملیاتی	۷۲۳۰۶۴۸۱۴	۱۰۹۹۵۷۴۸۸۳	۱۵۶۲۷۵۸۵۸۵	۲۱۰۸۶۰۵۷۸۵	۲۷۲۳۰۹۱۴۰۰
سود بعد از مالیات	۵۴۲۲۹۸۶۱۰	۸۲۴۶۸۱۱۶۲	۱۱۷۲۰۶۸۹۳۹	۱۵۸۱۴۵۴۳۳۹	۲۰۴۲۳۱۸۵۵۰
هزینه سرمایه‌ای	۷۲۸۶۰۶۵۸۶	۱۴۱۷۲۲۹۸	۲۶۰۹۳۷۶۷	۴۰۸۵۴۲۳۷	۵۸۱۶۶۷۱۴
تغییر در سرمایه در گردش	۱۶۹۹۴۲۳۹۵۵	۳۳۶۸۲۵۸۲۸	۳۵۳۲۸۹۳۳۸	۳۵۶۰۴۱۳۲۹	۳۴۱۸۲۴۷۶۶
استهلاک	۱۴۵۷۲۱۳۱۷	۱۴۸۵۵۵۷۷۷	۱۵۳۷۷۴۵۳۰	۱۶۱۹۴۵۳۷۸	۱۷۳۵۷۸۷۲۰
جریان نقدی آزاد	-۱۷۴۰۰۱۰۶۱۴	۶۲۲۳۳۸۸۱۳	۹۴۶۴۶۰۳۶۴	۱۳۴۶۵۰۴۱۵۱	۱۸۱۵۹۰۵۷۹۰

در جدول ۲۱ ارزش فعلی جریان‌ات نقدی با استفاده از نرخ تنزیلی که در جدول ۱۷ بدست آوردیم، محاسبه می‌شود.

جدول ۲۱- ارزش فعلی جریان‌ات نقدی

سال	۹۲ (ریال)	۹۳ (ریال)	۹۴ (ریال)	۹۵ (ریال)	۹۶ (ریال)
جریان نقدی آزاد	-۱۷۴۰۰۱۰۶۱۴	۶۲۲۳۳۸۸۱۳	۹۴۶۴۶۰۳۶۴	۱۳۴۶۵۰۴۱۵۱	۱۸۱۵۹۰۵۷۹۰
نرخ تنزیل	%۲۶/۶۰	%۲۶/۴۴	%۲۶/۳۱	%۲۶/۱۶	%۲۵/۹۷
ارزش فعلی	-۱۳۷۴۴۱۵۹۶۷	۳۸۸۸۹۹۲۵۸	۴۶۹۷۰۷۳۷۷	۵۳۲۲۱۵۰۷۹	۵۷۲۸۴۰۹۴۳
مجموع ارزش فعلی			۵۸۹۲۴۶۶۹۰		

۴-۵- ارزش نهایی

در رابطه ۸، Terminal Value یا ارزش نهایی^{۲۶} از محاسبه ارزش حال حاضر جریان‌ات نقدی که در هنگام بلوغ سازمان و نرخ رشد ثابت رخ می‌دهند، بدست می‌آید و برابر است با:

$$\text{Terminal Value} = \frac{E(\text{CFN} + 1)}{kc - g}$$

بنابراین میزان ارزش نهایی در جدول ۲۲ محاسبه شده است.

جدول ۲۲ - محاسبه ارزش نهایی

نرخ هزینه سرمایه	جریان نقدی سال پنجم (ریال)	جریان نقدی سال ششم (ریال)	ارزش نهایی (ریال)
۲۵/۹۷	۱۸۱۵۹۰۵۷۹۰	۱۹۰۶۷۰۱۰۷۹	۱۱۹۳۹۲۶۷۸۷۱

و در نهایت با توجه به رابطه ۶ ارزش کل شرکت در جدول ۲۳ نشان داده شده است.

جدول ۲۳ - ارزش کل شرکت

مجموع ارزش فعلی جریان‌های نقدی (ریال)	ارزش فعلی ارزش نهایی (ریال)	ارزش کل شرکت گاما
۵۸۹۲۴۶۶۹۰	۳۷۱۹۳۹۸۰۹۱	۴۳۰۸۶۴۴۷۸۱

بنابراین ارزش شرکت گاما معادل ۴۳۰۸۶۴۴۷۸۱ ریال خواهد بود.

۵- نتیجه‌گیری و بحث

همانطور که مشاهده می‌شود، ارزش شرکت گاما معادل ۴۳۰۸۶۴۴۷۸۱ ریال برآورد شده است. این بدین معنا است که تصمیم سازمان مادر ارزشی به میزان ۴۳۰۸۶۴۴۷۸۱ ریال برای شرکت بتا خلق کرده است. با بررسی‌های انجام شده در مورد دیگر کسب و کارهای تابعه شرکت بتا مشاهده می‌شود تعدادی از آن‌ها زیان ده هستند. بنابراین با توجه به اندازه جریان‌های نقدی ورودی کسب و کار بتا، اگر این کسب و کار مستقل از سازمان مادر فعالیت می‌کرد قادر نبود تا شرکتی با چنین سرمایه اولیه‌ای تاسیس کند. تسهیلات دریافتی از بانک‌ها و موسسات اعتباری به دلیل برند و تملک بنگاه مادر می‌باشد. هم‌چنین کانال‌های ارتباطی برای واردات و صادرات کالا و مواد خام توسط سازمان مادر و کسب و کارهای تابعه دیگر آن برای این شرکت فراهم شده است. چرا که بسیاری از شرکت‌های تازه تاسیس در زمینه بازرگانی به دلیل عدم وجود کانال‌های توزیعی مناسب و کافی و بهای تمام شده بالای کالا و خدمات، در سال‌های اولیه سود چندانی ندارند و یا با زیان روبرو هستند. ولی با توجه به سود خالص محقق شده این شرکت در سال ۱۳۹۲ معادل ۱۰۰۸۰۱۳۰۴ ریال مشاهده می‌کنیم که نه تنها زبانی متحمل نشده است بلکه سود ده نیز می‌باشد. بنابراین کسب و کار بتا از عواید حاصل از سرپرستی تحت مالکیت سازمان مادر خود در این دوره منتفع شده است.

فهرست منابع

- * داموداران، آثورات، ۱۳۹۰، "نیمه پنهان ارزش‌گذاری"، ترجمه: حنفی‌زاده، پیام، یزدانی، مهدی، نصیری، سعید. تهران، انتشارات ترمه.
- * گولد، مایکل. کمپل، اندرو. الکساندر، مارکوس. ۱۳۸۹، "استراتژی بنگاه مادر"، ترجمه: صادقی، اسماعیل. صفایی، ناهید، انتشارات آریانا قلم.
- * داموداران، آسوات. ۱۳۸۷، "ارزش‌گذاری سهام مفاهیم و مدل‌های کاربردی"، ترجمه: شرکت تامین سرمایه امین.
- * حنفی‌زاده، پیام. شفیع نیک‌آبادی، محسن. ۱۳۸۸، "شرکت‌های مادر"، انتشارات ترمه.
- * Hungenberg, Harald., 1993. "How To Ensure That Headquarters Add Value." Long Range Planning.: 62-73.
- * Kruhler, Matthias, Ulrich Pidun, And Harald Rubner. 2012. "First, Do Not Harm How To Be A Good Corporate Parent." The Boston Consulting Group.
- * Ansoff, H.Igor. 1965. Corporate Strategy: An Analytical Approach To Business Policy For Growth And Expansion. New York: Mcgraw-Hill.
- * Argandona, Antonio. , 2011. "Stakeholder Theory And Value Creation." IESE Business School.
- * C.Jensen, Michael, And The Monitor Group And Harvard Business School. , 2001. "Value Maximization, Stakeholder Theory, And The Corporate Objective Function." Journal Of Applied Corporate Finance
- * Damodaran, Aswath. , 2009. The Dark Side Of Valuation Valuing Young, Distressed,. Pearson Education, Inc.
- * Damodaran, Aswath., 2002. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset.: Second Edition. John Wiley & Sons.
- * Dehaene, Alexander, Veerle De Vuyst, And Hubert Ooghe., 2001. "Corporate Performance And Board Structure In Belgian Companies." Long Range Planing.: 383-398.
- * Flignor, Paul, And David Orozco. June 2006. Intangible Asset & Intellectual Property Valuation: A Multidisciplinary Perspective. [Http://www.wipo.int/sme/en/documents/ip_valuation.htm](http://www.wipo.int/sme/en/documents/ip_valuation.htm).
- * Freeman, R. Edward, Andrew C. Wicks, And Bidhan Parmar., 2004. "Stakeholder Theory And "The Corporate Objective Revisited"." Organization Science: 364-369.
- * Freeman, R. Edward, Jeffrey S. Harrison, Andrew C. Wicks, Bidhan Parmar, And Simone De Colle., 2010. Stakeholder Theory. New York: Cambridge University Press.
- * Freeman, R. Edward., 2010. "Managing For Stakeholders: Trade-Offs Or Value Creation." J Bus Ethics: 7-9.
- * Freeman, R. Edward., 2001. "Stakeholder Theory Of The Modern Coporation." Perspectives In Business Ethics Sie 3: 38-48.
- * Freeman, R. Edward, Jeffrey S. Harrison, And Andrew C. Wicks., 2007. Managing For Stakeholders. Us.,
- * Goold, Michael . , 1996. "Parenting Strategies For Multibusiness Companies." Long Range Planning: 419-421.
- * Goold, Michael . , 1996. "The (Limited) Role Of The Board." Long Range Planning: 572-575.
- * Goold, Michael. , 1996. "The (Limited) Role Of The Board." Long Range Planning: 572-575.
- * Goold, Michael, And Andrew Campbell., 1991. "Brief Case: From Corporate Strategy To Parenting Advantage." Long Range Planning: 115-117.

- * Goold, Michael, And Andrew Campbell., 1990. "Brief Case: Non-Executive Directors' Role In Strategy." Long Range Planning: 118-119.
- * Goold, Michael, And Andrew Campbell. , 2002. "Do You Have A Well-Designed Organization?" Harvard Business School Publishing Corporation.
- * Goold, Michael, And Andrew Campbell. , 2002. "Parenting In Complex Structures." Long Range Planning: 219-243.
- * Goold, Michael, Andrew Campbell, And Marcus Alexander., 1998. "Corporate Streategy And Parenting Theory." Long Range Planning: 308-314.
- * Goold, Michael, David Pettifer, And David Young., 2001."Redesigning The Corporate Centre." European Journal 19: 83-91.
- * Goold, Micheal, Marcus Alexander, And Andrew Campbell., 1994. Corporate-Level Strategy: Creating Value In The Multibusiness Company. England: John Wiley & Sons.
- * Jain, Ruchi. June Wednesday, 2012. available at: www.intelproplaw.com%2FArticles%2Ffiles%2FValuation%2520of%2520Intellectual%2520Property.doc&ei=MpbkVYm6J4Wb7AbgmKTAAG&usg=AFQjCNFd7bJCE5ar-1lPgk5n_sTHu0RPZg
- * Johnson, Gerry, Kevan Scholes, And Richard Whittington., 2008. Exploring Corporate Strategy. Eighth. England: Financial Times.
- * Lagrost, Celine, Donald Martin, Cyrille Duboise, And Sege Quazzotti., 2010. "Intellectual Property Valuation: How To Approach The Selection Of An Appropriate Valuation Method." Intellectual Capital: 481-503.
- * Luo, Biao, Jie-Jie Yu, And Hong-Mei Ji , 2012. "Empirical Analysis Of Interactive Control's Effectiveness: Aparent-Subsidiary Company's Interdependence Perspective." Ibusiness: 198-207.
- * P.Holloway, Brian, Robert F.Reilly, And Cpa. Autumn 2012. Intangible Asset Valuation Approaches And Methods. Www.Willamette.Com.
- * Porter, Michael E , 1987. "From Competitive Advantage To Corporate Strategy." Harvard Business Review: 43-59.
- * R. HITCHNER, JAMES., 2003. Financial Valuation: Applications And Models. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
- * R.Barringer, Bruce, And Jeffrey S.Harrison. , 2000. "Walking Atightrope: Creating Value Through Interorganizational Relationships." Management: 367-403.
- * Smith, Len. . July 2, 2009. Valuation Of Intellectual Property. available at: https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CB0QFjAAah_UKEwj_vpWt9dPHAhXFmDsKHbJPDVA&url=http%3A%2F%2Fhollyfamily.lucidiweb.com%2Fisym540%2Fweek1%2Flen%2520Smith%2520Executive%2520Briefing%25201%2520-%2520ISYM540%25202009-7.doc&ei=WZjkVb-uBcWz7ga4n7eABQ&usg=AFQjCNHUi6RdFmsAqwl6GNND5CR7Nb5tlQ&cad=rja
- * Van Oijen, Aswin, And Sytse Douma., 2000. "Diversification Strategy And The Roles Of The Centre." Long Range Planing: 560-578.

یادداشت‌ها

- ¹. Stand- Alone Influence
- ². Linkage Influence
- ³. Functional And Services Influence
- ⁴. Corporate Development Activities
- ⁵. Hands-Off Ownership
- ⁶. Financial Sponsorship
- ⁷. Synergy Creation
- ⁸. Strategic Guidance
- ⁹. Functional Leadership
- ¹⁰. Hands-On Management
- ¹¹. Stanford Research Institute
- ¹². R.Edward Freeman
- ¹³. Primary Stakeholders
- ¹⁴. Secondary Stakeholders
- ¹⁵. Non Governmental Organization
- ¹⁶. Special Interest Group
- ¹⁷. market capitalization method
- ¹⁸. Comparable Valuation Method or Market Transaction Method
- ¹⁹. Royalty Rates Method
- ²⁰. Ruchi jain
- ²¹. Historical cast trending Replacement cast method
- ²². Reproduction cost Mehto
- ²³. Recretion cost Method
- ²⁴. Sorl
- ²⁵. Nasdaq
- ²⁶. Terminal Value