



دانشگاه الزهراء (س)

دانشکده

پایان نامه

جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد

رشته

مدیریت مالی

عنوان

بررسی تاثیر سرمایه های نامشهود غیر مادی و مادی بر قیمت سهام

شرکتهای بورسی

استاد راهنما

آقای دکتر ابراهیم عباسی

استاد مشاور

آقای دکتر محمود شیرازی

دانشجو

الناز اسماعیل پور دیلمقانی

دی ماه ۱۳۸۸

رسالة
الشيخ
العلامة
الفاضل
الفرجاني

دانشگاه الزهراء (س)

دانشکده

علوم اجتماعی

پایان نامه

جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد

رشته

مدیریت مالی

عنوان

بررسی تاثیر سرمایه های نامشهود غیر مادی و مادی بر قیمت سهام

شرکتهای بورسی

استاد راهنما

آقای دکتر ابراهیم عباسی

استاد مشاور

آقای دکتر محمود شیرازی

دانشجو

الناز اسماعیل پور دیلمقانی

دی ماه ۱۳۸۸

بسمه تعالی

به موجب نامه شماره مورخ جلسه دفاع از پایان نامه خانم
..... دانشجوی رشته دانشکده شماره
دانشجویی در روز مورخ تحت عنوان
..... ذراتاق برگزار گردید.

ابتدا خانم گزارشی از کار پژوهشی خود را ارائه کردند و سپس به سؤالات
اعضاء حاضر در جلسه پاسخ دادند. در پایان هیأت داوران رساله رساله دانشجو را با نمره
..... و با امتیاز مورد قبول

قرار دادند.

قرار ندادند.

هیأت داوران:

۱- استاد راهنمای عملی

۲- استاد راهنمای نظری

۳- استاد مشاور

۴- داور نظری

۵- داور عملی

نام و نام خانوادگی مدیر گروه امضاء

نام و نام خانوادگی رئیس دانشکده امضاء

یا نماینده دانشکده در شورای تحصیلات تکمیلی دانشگاه

بسمه تعالی

به موجب نامه شماره مورخ جلسه دفاع از پایان نامه خانم
..... دانشجوی رشته دانشکده شماره
دانشجویی در روز مورخ تحت عنوان
..... در اتاق برگزار گردید.
ابتدا خانم گزارشی از کار پژوهشی خود را ارائه کردند و سپس به سؤالات
اعضاء حاضر در جلسه پاسخ دادند. در پایان هیأت داوران رساله رساله دانشجو را با نمره
..... و با امتیاز مورد قبول

قرار دادند.

قرار ندادند.

هیأت داوران:

۱- استاد راهنما

۲- استاد راهنما

۳- استاد مشاور

۴- داور

۵- داور

نام و نام خانوادگی مدیر گروه امضاء

نام و نام خانوادگی رئیس دانشکده امضاء

یا نماینده دانشکده در شورای تحصیلات تکمیلی دانشگاه

تقدیم به:

به پاس تعبیر عظیم و انسانی شان از کلمه ایثار و از خودگذشتگان، به پاس عاطفه سرشار و گرمای امیدبخش وجودشان که در این سردترین روزگاران بهترین پشتیبان است، به پاس قلب های بزرگشان که فریاد رساست و سرگردانی و ترس در پناهشان به شجاعت می گراید و به پاس محبت های بیدریغشان که هرگز فروکش نمی کند.

این مجموعه را به پدر و مادر عزیز و بی نظیرم و همسر مهربان و صبورم تقدیم مینمایم.

قدردانی و تشکر:

در آغاز بعد از حمد الهی و سپاس از خالق جهان هستی و به فضل خداوند متعال اکنون که پایان نامه کارشناسی ارشد خود را نگاشته ام وظیفه خود می دانم که مراتب تشکر و سپاس را از استاد ارجمند جناب آقای دکتر ابراهیم عباسیکه در همه مراحل پایان نامه کمکها و راهنماییهای موثر و ارجمندی به من نموده اند و همچنین استاد محترم مشاور جناب آقای دکتر محمود شیرازی که از محضرشان استفاده نموده امکمال تشکر و سپاسگزاری را دارم.

بر خود لازم می دانم از راهنمایی سایر عزیزانی که در انجام این پروژه مرا همراهی نموده اند کمال تشکر را بنمایم.

عنوان:

بررسی تاثیر سرمایه های نامشهود غیر مادی و مادی بر قیمت سهام شرکتهای بورسی

نام و نام خانوادگی:

الناز اسماعیل پور دیلمقانی

رشته تحصیلی:

مدیریت مالی

استاد راهنما:

آقای دکتر ابراهیم عباسی

استاد مشاور:

آقای دکتر محمود شیرازی

تاریخ دفاع:

بهمن ماه ۱۳۸۸

چکیده:

داراییهای نامشهود از مهمترین عوامل رشد و توسعه شرکتها هستند، این داراییها به دو گروه داراییهای نامشهود مادی (keymoney) و داراییهای نامشهود غیر مادی (goodwill) تقسیم می شوند. اگر نتیجه کلیه فعالیتهای شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را تولید سود و ارزش افزوده مالی در نظر بگیریم، تاثیر داراییهای نامشهود به ویژه از جنبه غیر مادی و سود آوری شرکتها آشکار است .

هدف از انجام این پایان نامه بررسی چگونگی تاثیر این دو گروه داراییهای نامشهود و ارزش بازاری سهام شرکتهای نمونه شده بورس اوراق بهادار تهران است .

این بررسی با استفاده از مدل آماری شناخته شده رگرسیون تک متغییره و چند متغییره خطی برای سالهای ۸۲ الی ۸۶ در مورد ۵۸ شرکت نمونه گیری شده انجام شده است .

داده های مربوط به داراییهای نامشهود مادی از ترازنامه استاندارد شرکتها اخذ شده و داده های مربوط به داراییهای نامشهود غیر مادی با استفاده از پرسشنامه و کمی سازی متغییر های کیفی از سطح شرکتها اخذ شده است داده های مربوط به ارزش بازاری سهام نیز از سازمان بورس اوراق بهادار تهران بدست آمده نتیجه تحقیق نشان می دهد که داراییهای نامشهود مادی و غیر مادی با ارزش بازاری سهام رابطه خطی برقرار می سازد .

فهرست مطالب

۱	فصل اول: کلیات.....
۲	۱-۱- مقدمه.....
۲	۲-۱- بیان مسئله.....
۳	۳-۱- اهمیت و ضرورت انجام تحقیق.....
۵	۴-۱- اهداف تحقیق.....
۵	۵-۱- فرضیه تحقیق.....
۵	۶-۱- کاربرد نتایج تحقیق.....
۵	۷-۱- قلمرو موضوعی تحقیقاتی زمانی و مکانی تحقیق.....
۶	۸-۱- روش انجام تحقیق.....
۶	۹-۱- ابزار جمع آوری اطلاعات.....
۷	۱۰-۱- جامعه آماری و تعداد نمونه.....
۷	۱۱-۱- روشهای تجزیه و تحلیل اطلاعات.....
۹	فصل دوم: مبانی نظری تحقیق.....
۱۰	۱-۲- داراییهای مشهود.....
۱۱	۱-۱-۲- تعریف دارایی مشهود.....
۱۴	۲-۱-۲- دسته‌بندی دارایی‌های نامشهود.....
۲۱	۳-۱-۲- معرفی مهم‌ترین داراییهای نامشهود در ایران.....
۲۱	۱-۳-۱-۲- نام تجاری.....
۲۴	۲-۳-۱-۲- سازمان و منابع انسانی با کیفیت.....
۲۹	۳-۳-۱-۲- تحقیق و توسعه.....

۳۱	۴-۱-۲- حسابداری دارایی‌های نامشهود.....
۳۴	۱-۴-۱-۲- ثبت داراییهای نامشهود در ترازنامه.....
۳۶	۲-۴-۱-۲- حسابداری بین‌الملل دارایی‌های نامشهود.....
۳۹	۵-۱-۲- ارزش‌گذاری داراییهای نامشهود.....
۴۰	۱-۵-۱-۲- رویکرد بازار.....
۴۰	۲-۵-۱-۲- رویکرد هزینه‌ای.....
۴۱	۳-۵-۱-۲- رویکرد درآمدی.....
۴۹	۲- ۳- ارائه چند مدل کمی دیگر.....
۵۹	۴-۲- مرور برخی متودولوژیها مشابه در تحقیقات پیشین.....
۷۰	۵-۲- محاسبه ارزش سهام.....
۷۱	۲-۵-۱- انواع ارزش.....
۷۳	۲-۵-۲- مروری بر روشهای ارزش گذاری.....
۷۳	۲-۵-۲- روشهای مبتنی بر ترازنامه.....
۷۵	۲-۵-۲- روشهای مبتنی بر سود و زیان.....
۷۶	۲-۵-۳- روش ترکیبی ارزش گذاری.....
۷۷	۲-۵-۴- روش ارزش گذاری کلاسیک.....
۷۷	۲-۵-۵- روش تنزیل جریان‌ات نقدی.....
۸۰	فصل سوم: روش تحقیق.....
۸۱	۱-۳- نوع تحقیق.....
۸۱	۲-۳- جامعه آماری.....
۸۳	۳-۳- نمونه آماری.....

۸۵	۴-۳- ابزارهای اندازه‌گیری و روش مربوط
۸۷	۳-۴-۱-۱- شناسایی ارتباط متغیرهای وابسته و متغیر مستقل
۸۹	۳-۴-۲- سنجش ارتباط دارایی‌های غیرمادی
۹۴	فصل چهارم: توصیف داده‌ها و تحلیل نتایج
۹۵	مقدمه
۹۵	۴-۱- آزمون فرض اول
۹۶	۴-۲- بررسی فرض‌ها
۹۶	۴-۲-۱- فرض اول پایان نامه
۹۷	۴-۲-۲- آزمون پایایی متغیرها
۹۸	۴-۲-۳- آزمون انگل گرنجر دو مرحله‌ای
۹۸	۴-۲-۴- وجود بردار همگرایی
۱۰۰	۴-۲-۵- برآورد مدلها
۱۰۲	۴-۳- آزمون فرض دوم
۱۰۶	۴-۳-۱- پایایی پرسشنامه
۱۰۷	۴-۳-۲- آماره‌های توصیفی
۱۱۳	۴-۳-۳- آمار استنباطی دارایی‌های نامشهود مادی
۱۱۳	۴-۳-۱- آزمون اعتبار رگرسیون خطی
۱۱۶	۴-۳-۲- مدل رگرسیون خطی
۱۱۸	۴-۳-۳- آزمونهای اعتبار رگرسیون خطی
۱۲۳	فصل پنجم: خلاصه نتایج و پیشنهادها
۱۲۴	مقدمه

۱۲۷.....	۱-۵. مرور فرضیه ۱ - نتایج و پیشنهادها
۱۲۹.....	۲-۵. مرور فرضیه ۲ - نتایج و پیشنهادها
۱۳۳.....	۳-۵. محدودیتها
۱۳۴.....	۴-۵. پیشنهادها
۱۳۵.....	منابع
۱۴۳.....	پیوست‌ها

فصل اول کلیات تحقیق

۱ - ۱ - مقدمه

با توجه به جایگاه امروزی داراییهای نامشهود در تجارت جهان و نقشی که این داراییهای ارزشمند می تواند در توسعه و کسب درآمد بیشتر برای بنگاههای کوچک و بزرگ اقتصادی و دولت ها داشته باشد، مدیریت این نوع داراییها از اهمیت بسزایی برخوردار شده است. امروزه سرمایه گذاری در نتیجه به اشتراک گذاشتن دارائی های نامشهود سرمایه گذاران به وقوع می پیوندد که این امر با توجه به شرایط فعلی ایران و همچنین نیاز به خرید و انتقال تکنولوژی و توسعه صنایع پیشرفته، بطور روزافزونی بر اهمیت این موضوع می افزاید.

۱-۲ - بیان مسئله

بین قیمت اسمی ، دفتری و قیمت بازار سهام تفاوت زیادی وجود دارد یکی از مهمترین دلایل این تفاوت به میزان داراییها یا سرمایه نامشهود غیر مادی شرکتها مربوط است.

۱- سرمایه های نامشهود غیر مادی (goodwill) عبارتند از :

- ۱ - روابط با مشتریان ۲- مخارج R&D ۳- مخارج نوآوری-ارایه محصول جدید ۴-
- مخارج آموزش و یادگیری (ضمن خدمت) ۵- مخارج مدیریت دانش ۶- مخارج بازاریابی ۷-
- مخارج تبلیغات ۸- ارزش نام تجاری ۹- بهره وری نیروی کار درست ۱۰- مخارج نرم افزاری ۱۱- بانکهای اطلاعاتی ۱۲- قرارداد با نیروی انسانی متخصص ۱۳- مخارج ارتباط با محیط خارج

۲ - سرمایه های نامشهود مادی (Key money) عبارتند از:

داراییهایی که در ترازنامه می آیند مانند حق اختراع ، حق تالیف و ...

تحقیقات نشان می دهد که هر قدر شرکتها از سرمایه نامشهود غیر مادی بیشتری برخوردار

باشند ارزش بازار سهام آنها افزایش می یابد و از ارزش دفتری فاصله بیشتری می گیرد. امروزه در دوران اقتصاد دانش محور سهم داراییهای فکری (یعنی اموال فکری و دانش) در بین داراییهای نامشهود افزایش یافته است بنابراین نیاز به تعیین میزان سهم و تاثیر اینگونه سرمایه های نامشهود در افزایش کارایی شرکت و در نتیجه تاثیر بر قیمت بازار سهام موجب شده است تا در این تحقیق به این مسئله پردازیم که میزان سهم سرمایه ها و داراییهای نامشهود مادی و به ویژه غیر مادی در تفاوت قیمت بازاری با دفتری چقدر است.

۱-۳- اهمیت و ضرورت انجام تحقیق

در ایران مطالعاتی در زمینه ی این پژوهش انجام شده که عبارتند از:

۱- در سال ۱۳۸۳ ، هومن تندهوش، نسترن حاجی حیدری، منصور نجمائی تحقیقی پیرامون نقش و شیوه های ارزش گذاری داراییهای معنوی در فرآیند سرمایه گذاری انجام داده که نتیجه تحقیق حاکی از آن است که سهم داراییهای معنوی یا نامشهود غیر مادی در فعالیتهای اقتصادی مبتنی بر دانش و در بازار بین المللی رو به افزایش است و برای توسعه صنایع در ایران مبادله و حفاظت از این نوع سرمایه ها یا داراییها ضروری است و در فرآیند ارزشگذاری از داراییهای نامشهود از سه روش ۱- رویکرد هزینه ۲- رویکرد بازار ۳- رویکرد درآمدی استفاده کرده است که بیشتر روش درآمدی را توصیه می نماید.

۲- در سالهای اولیه دهه ۱۳۸۰، محمد رستمی تحقیقی پیرامون ارزش گذاری مالکیت معنوی شرکتها و طرحهای فناور انجام داده که نتیجه ی تحقیق نشانگر آن است که محاسبه و ارزش گذاری مالکیت معنوی طرحهای فناور در کشور ما با توجه به روند رو به رشد فناوریها و حضور سرمایه گذاران و شرکای سرمایه گذاری دارای اهمیت است و انواع روشها را مورد آزمون قرار داده و روش درآمدی (تنزیل جریانات نقدی آتی) را مفیدتر یافته است.

در خارج از کشور مطالعاتی در زمینه ی این پژوهش انجام شده که عبارتند از :
در سال ۲۰۰۰، - *Rigby Mard, Steven Hyden, James S. Michael J* به ارزشگذاری
داراییهای معنوی پرداخته ، که نتیجه ی تحقیق حاکی از آن است که شرکتها با داراییهای معنوی
خود ارزش اصلی را به دست می آورند و داراییهای معنوی، سرمایه اصلی شرکتها را تشکیل می
دهد و فرآیند ارزشگذاری این نوع داراییها را از سه روش ۱- رویکرد هزینه ۲- رویکرد بازار ۳-
رویکرد درآمدی انجام داده است.

در سال ۲۰۰۷، *Fumás-Oliver and Vicente Salas-Alfredo Martín* در مورد چگونگی
ایجاد ارزش اقتصادی توسط داراییهای نامشهود تحقیقی انجام داده اند که نتیجه این تحقیق بیانگر
این است که داراییهای نامشهود باعث افزایش ارزش اقتصادی می شود.

در سال ۲۰۰۶، *Pierre Danthine - Jean* در مورد سرمایه نامشهود، ارزش شرکت و قیمت
داراییها تحقیقی انجام داده اند که نتیجه این تحقیق بیانگر این است که سرمایه نامشهود (غیر
مادی) باعث افزایش ارزش شرکتها می شود.

علت انتخاب این موضوع این است که اطلاعات بازار بورس نشان می دهد که میان قیمت
بازاری با قیمت اسمی و دفتری تفاوت وجود دارد و طبق تحقیقات انجام شده یکی از عوامل مهم
تاثیرگذار در این مسئله میزان داراییها و سرمایه های نامشهود به خصوص سرمایه های نامشهود غیر
مادی می باشد.

۱ - ۴ - اهداف تحقیق

هدف از انجام این مطالعه شناسایی و بیان نقش و اهمیت و تاثیر داراییهای نامشهود در فرآیند
ایجاد تفاوت بر قیمت بازاری و دفتری سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

تهران است .

۱- ۵- فرضیه تحقیق

داراییهای نامشهود مادی بر قیمت سهام تاثیر دارد.

داراییهای نامشهود غیر مادی (فکری) بر قیمت سهام تاثیر دارد.

۱- ۶- کاربرد نتایج تحقیق

با نتیجه این تحقیق سازمانهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و کلیه موسسات و ارگانهای دولتی و خصوصی و کلیه بخشهای مالی شرکتها و ... متوجه اثر داراییهایی می شوند که تا کنون شاید توجه چشم گیری به آنها نمی شده و باعث شده است محققان بیشتر به راههایی جهت ارزشگذاری صحیح تر این نوع داراییها بیندیشند.

۱- ۷- قلمرو موضوعی زمانی و مکانی تحقیق

ترازنامه ها و صورتحساب سود و زیان و گزارشهای ارائه شده به مجمع شرکتهای مورد مطالعه در پایان دوره مالی شرکتها که از بین آنها به صورت نمونه تصادفی ۵۸ نمونه در مقطع زمانی ۱۳۸۲/۱/۱ الی ۱۳۸۶/۱۲/۲۹ مورد مطالعه قرار خواهد گرفت.

۱- ۸- روش انجام تحقیق

به منظور تجزیه و تحلیل داده ها و پاسخ به سوالات پژوهش و همچنین آزمون فرضیه های تحقیق در ابتدا برای به دست آوردن ارزش سرمایه های نامشهود غیر مادی از یکی از رویکردهای

بازار یا هزینه و یا درآمدی استفاده می کنیم و سپس برای بقیه عملیات تحقیق از روشهای آماری در دو سطح توصیفی و استنباطی (تک متغیره، دو متغیره و چندمتغیره) متناسب با سطح اندازه گیری متغیرها و شکل توزیع آنها استفاده خواهد شد. محاسبات و ترسیم نمودارهای مورد نیاز با استفاده از نرم افزار *Excel* انجام خواهند شد.

برای تحلیل فرضیه اول از روش مرسوم در اقتصاد سنجی به نام پانل دیتا (*Panel data*) و نرم افزار *Eviews* به منظور تحلیل رگرسیون های سری زمانی و برای تحلیل فرض دوم از رگرسیون چند متغیره خطی و نرم افزار *spss* استفاده شده است.

۱-۹- ابزار جمع آوری اطلاعات

در این تحقیق متغیرها به شرح ذیل است:

یک متغیر وابسته که تفاوت ارزش دفتری هر سهم از ارزش بازاری آن (*BV-MV*) می باشد و متغیرهای مستقل که شامل ۱- انواع داراییهای نامشهود غیر مادی که در ترازنامه ظاهر نمی شوند و ۲- داراییهای نامشهود مادی که در ترازنامه ظاهر می شوند که داراییهای نامشهود مادی منعکس در ترازنامه اثر خود را روی ارزش دفتری و ارزش بازاری می گذارند در حالی که داراییهای نامشهود غیر مادی اثر بر ارزش بازاری سهام دارند. اطلاعات جمع آوری شده از طریق اطلاعات دایره آمار و پژوهش سازمان بورس اوراق بهادار تهران می باشد که از طریق نرم افزار *spss* مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

۱-۱۰- جامعه آماری و تعداد نمونه

عبارت است از کلیه شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران در مقطع فروردین ۸۲ لغایت اسفند ۸۶ که تعداد کل آنها تا آن مقطع ۳۲۲ شرکت بوده است و بر اساس