

## نگرشی بر روش‌های ارزش‌گذاری شرکت‌ها و انتخاب الگوی مناسب

چکیده:

در این مقاله چهار الگوی Value-Driver، مدل جریان‌های نقدی آزاد، ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار برای ارزش‌گذاری شرکت‌ها ارایه می‌شود. در هر یک از چهار روش فوق ارزش بازار واحد تجاری V، برابر است با مجموع ارزش بازار کل بدهی‌ها D، و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام E.

$$E + D = V$$

در ادامه مقاله عوامل موثر بر انتخاب یک الگوی مناسب برای ارزش‌گذاری شرکت‌ها تشریح می‌شود و در پایان نیز خطاهای رایج در ارزش‌گذاری شرکت‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد.

واژگان کلیدی: الگوی value-driver، صرفه جویی مالیاتی، جریان‌های نقدی آزاد، ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده بازار.

مقدمه:

ارزیابی از ضروریات برنامه‌ریزی است. ارزیابی نه تنها در انتخاب راهبرد و ساختار مالی مناسب به مدیریت کمک می‌کند، بلکه نشان می‌دهد که چگونه راهبردها و ساختار مالی بر ارزش بازار سهام اثر می‌گذارد. ارزیابی هم‌چنین می‌تواند در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری اثربخش باشد و به مدیریت کمک کند تا دزکی از پیشرفت خود در ایجاد ارزش بیابد، و از این طریق موفقیت یا شکست راهبردها و ساختار مالی جاری را بسنجد.

۱- الگوی Value - Driver

۱ - محرک ارزش‌گذاری

در واقع ارزش شرکت‌ها تابع شش عامل مهم است. چهار عامل، مربوط به خط مشی و عملکرد مدیریت است. اما دو عامل دیگر از طریق بازار تعیین می‌شود. مجموعه این عوامل، توصیف‌کننده حجم، ریسک، رشد، کیفیت، تداوم و تأمین مالی جریان‌های نقدی آزاد آتی یک واحد تجاری است.

این عوامل نشان می‌دهند که چه مقدار از کل ارزش یک واحد تجاری ناشی از عملیات جاری، صرفه جوییهای مالیاتی منتج از تأمین مالی از طریق وام و ارزش طرح‌های آتی آن است. الگوی Value - Driver بیش‌تر در بیان اساسی ارزیابی برای مدیران ارشد و افراد عملیاتی کلیدی مفید است؛ و کم‌تر به عنوان یک روش عملی برای ارزیابی به کار می‌رود.

$$V = D + E = \frac{NOPAT}{C} + D + \frac{I(r-c)T}{C*(i+c)}$$

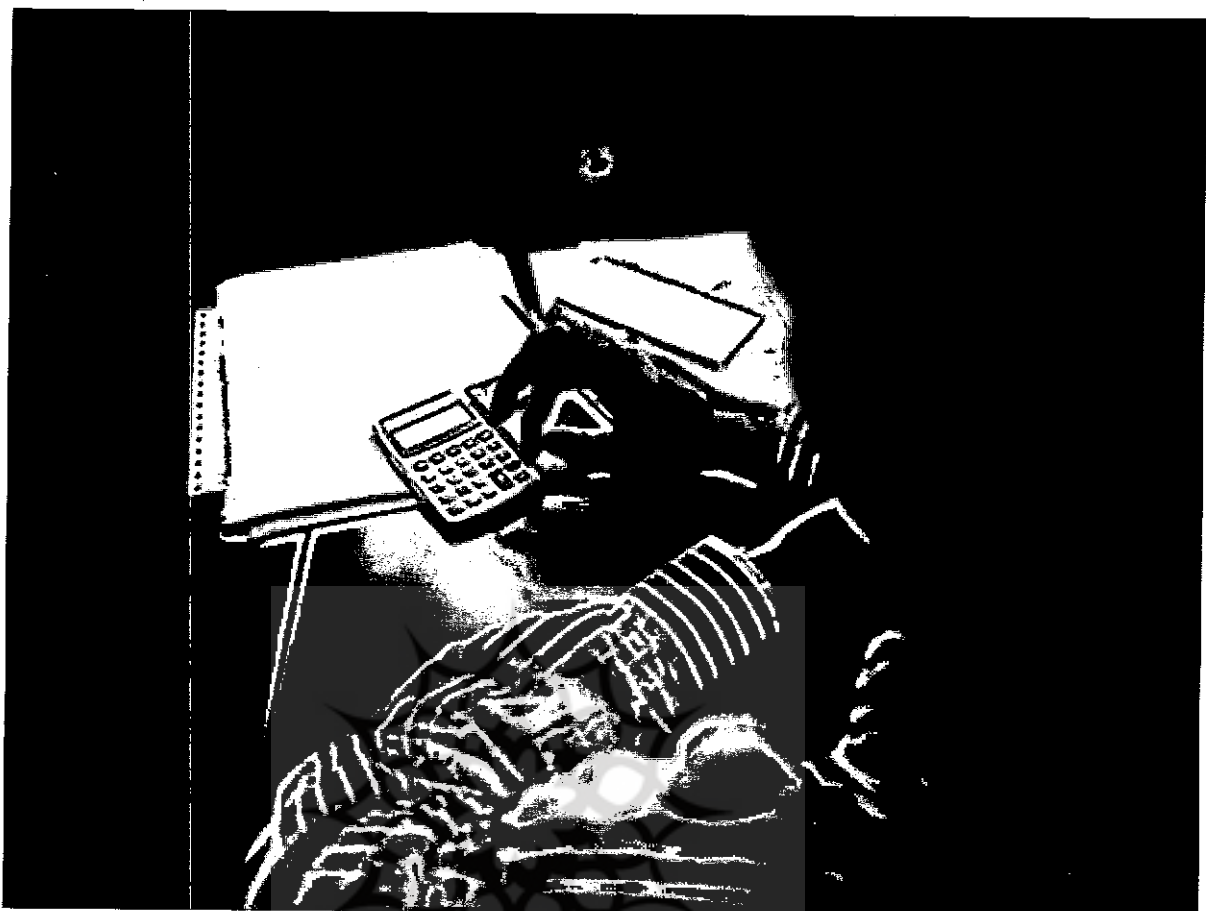
ارزش طرح‌های آتی صرفه جویی ارزش عملیات جاری

ملیاتی ناشی از بدهی

۱-۱) ارزش عملیات جاری

در ارتباط با اجزاء الگوی Value - Driver، ابتدا به توصیف ارزش ذاتی عملیات جاری یک واحد تجاری که محدود به دارایی‌های موجود آن است، می‌پردازیم:

برای اندازه‌گیری ارزش فعالیت‌های جاری، فرض می‌کنیم که سرمایه‌گذاری جدید محدود به مبلغی است که صرف جایگزینی



دارایی‌های مستهلک شده می‌شود. ارزش‌های ناشی از سرمایه‌گذاری‌های افزون بردارایی‌های مستهلک شده (رشد) در جزء سوم یعنی در ارزش طرح‌های آتی، ظاهر می‌شود از این رو:

اولاً: سود عملیاتی خالص پس از کسر مالیات، رشد نمی‌کند و بدون هرگونه سرمایه‌گذاری خالص جدید، در سطح جاری باقی می‌ماند.

ثانیاً: سود عملیاتی خالص جاری پس از کسر مالیات، همان جریان‌های نقدی آزاد قابل استفاده برای پرداخت بدهی واحد تجاری و توزیع سود بین سهام‌داران در هر یک از سال‌های آتی خواهد بود.

بنابراین، ارزش عملیات فعلی واحد تجاری

می‌تواند از طریق تنزیل سود عملیاتی خالص پس از کسر مالیات (NOPAT) با نرخ تنزیل (C) که جبران‌کننده ریسک تجاری است به دست آید.

این روش ارزیابی، مشابه ارزیابی اوراق قرضه بدون سررسید است. اوراق قرضه مذکور برای اولین بار در سال ۱۸۱۴ توسط حکومت انگلستان به منظور ایجاد پشتوانه برای بدهی‌هایی که در جنگ‌های ناپلئون واقع شد، منتشر شد. ویژگی اوراق قرضه بدون سررسید این است که اصل آن هرگز پرداخت نمی‌شود، اما صادرکننده متعهد است که بهره را برای همیشه بپردازد.

۲-۱) صرفه جویی‌های مالیاتی ناشی از تأمین مالی از طریق بدهی

بدهی به پنج دلیل، عملکرد یک شرکت را بهبود بخشیده، و ارزش ذاتی آن را افزایش می‌دهد. مهم‌ترین دلیل، صرفه جویی مالیاتی ناشی از پرداخت بهره است. برای توجیه مطلب، توجه به این نکته ضروری است که سرمایه مورد استفاده در هر شرکت هزینه دارد. این هزینه با بازده مورد انتظار سرمایه‌گذار برابر است. البته اگر تأمین مالی را سهام‌داران انجام دهند نرخ بازده مورد توقع آن‌ها با بازدهی سرمایه در شرکت‌های با ریسک مشابه یکسان خواهد بود.

حال اگر بدهی را جایگزین حقوق سهام‌داران کنیم، هزینه بهره مربوط به بدهی که کاهنده مالیات است جایگزین یک هزینه نامحسوس مربوط به حقوق صاحبان سهام خواهد شد. ارزش فعلی این صرفه جویی مالیاتی، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد.

ارزیابی از ضروریات برنامه ریزی است. ارزیابی نه تنها در انتخاب راهبرد و ساختار مالی مناسب به مدیریت کمک می کند، بلکه نشان می دهد که چگونه راهبردها و ساختار مالی بر ارزش بازار سهام اثر می گذارد.

### ۳-۱) ارزش طرح های آتی

سومین و آخرین عامل، ارزشی را که سرمایه گذاران مایلند برای مشارکت در طرحهای آتی، امروز پردازند، محاسبه می کند. فرض کنید که مدیریت شرکت، می تواند ۱،۰۰۰ ریال در یک پروژه جدید که نرخ بازده آن، ۲۵٪ است، سرمایه گذاری کند، در حالی که بازده سرمایه گذاری در یک پرتفوی متشکل از سهام و اوراق قرضه، با ریسک مشابه، ۱۰٪ است (\*C). در این صورت، سرمایه گذاری یکسان، ریسک یکسان، اما عملکرد متفاوت است.

شاخص ثروت آینده

شرکت: ۱،۰۰۰ ریال با نرخ بازده ۲۵٪:

(سال اول): ۱،۲۵۰

(سال دوم) ۱،۵۶۳

(سال سوم) ۱،۹۵۳

بازار: ۱،۰۰۰ ریال با نرخ بازده ۱۰٪

(سال اول): (۱،۱۰۰)

(سال دوم): (۱،۲۱۰)

(سال سوم): (۱،۳۳۱)

ارزش افزوده اقتصادی:

(سال اول): ۱۵۰

(سال دوم): ۳۵۳

(سال سوم): ۶۲۲

تفاوت بین دو مبلغ در هر ستون، ارزش افزوده اقتصادی است که معیاری برای اندازه گیری توانایی مدیریت در ایجاد عملکرد بالاتر و افزودن ارزش به سرمایه جدید است. ارزش فعلی EVA ایجاد شده به وسیله تمام سرمایه گذاری های جدید، یکی از راه های ورود به عامل سوم در مدل ارزش گذاری است.

### ۲. مدل جریان های نقدی آزاد

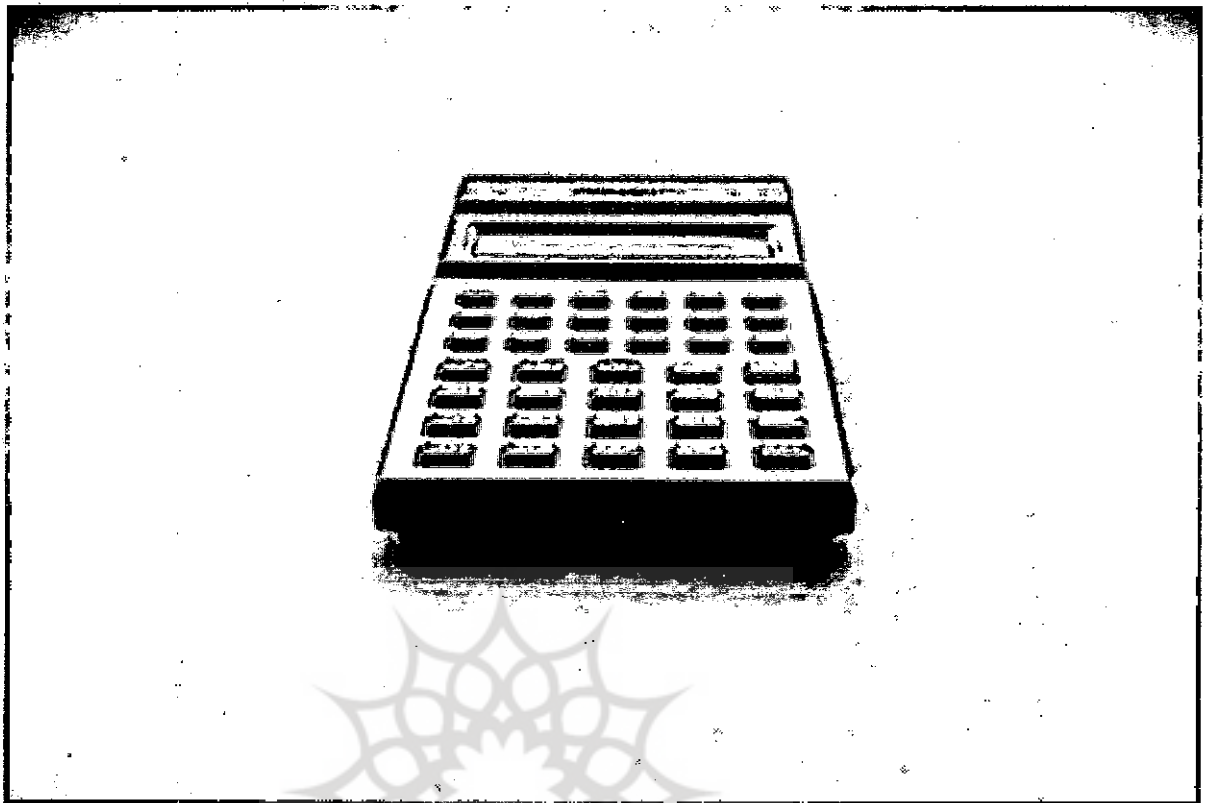
جریان های نقدی آزاد مقداری از جریان های نقدی است که اگر بین سهام داران تقسیم شود تأثیری در قدرت سوددهی شرکت نخواهد داشت. به عبارت دیگر جریان نقدی، سود خالص عملیاتی بعد از مالیات و پس از کسر سرمایه مورد نیاز برای رشد است. آن چه که از نظر یک واحد تجاری اهمیت دارد وجوه نقدی است که در طی عمر آن به دست می آید. در این صورت با تنزیل جریان های نقدی مورد انتظار، ارزش واحد تجاری تعیین می شود:

ارزش فعلی جریان های نقدی آتی = ارزش شرکت

برای محاسبه جریان های نقدی آزاد به طریق ذیل عمل می شود:

(مخارج سرمایه ای ثابت + افزایش در سرمایه در گردش) - سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات = جریان های نقدی آزاد

به مجموع مخارج مربوط به سرمایه در گردش و دارایی های ثابت، اصطلاحاً سرمایه گذاری (I) گفته می شود که می تواند از طریق تعیین تغییرات ایجاد شده در سرمایه مورد استفاده از



یک دوره به دوره بعد به دست آید.

از پرداخت‌های مالی انجام شده در آن سال،  
تأمین مالی شود.

$$FCF = NOPAT - I$$

### ۳ مدل ارزش افزوده اقتصادی

در عمل NOPAT، I، پس از کسر استهلاک در نظر گرفته می‌شود. در نتیجه I برابر با سرمایه‌گذاری خالص است. اگر یک واحد تجاری کم‌تر از آنچه که به دست می‌آورد، سرمایه‌گذاری کند، FCF مثبت خواهد داشت. این FCF، می‌تواند برای پرداخت بهره (پس از مالیات)، بازپرداخت بدهی، پرداخت سود سهام، بازخرید سهام، و یا خرید پرتفویی از اوراق بهادار کوتاه مدت، مورد استفاده قرار گیرد. در صورتی که یک واحد تجاری، بیش از عایداتش سرمایه‌گذاری کند، FCF منفی به دست خواهد آورد. FCF منفی باید از طریق فروش اوراق بهادار کوتاه مدت، افزایش بدهی‌ها و سرمایه‌های سهام‌داران به مبالغی بیش

با این تفاوت که روشن می‌کند کیفیت FCF دارای اهمیت است و نه سطح جاری آن. EVA میزان ارزش افزوده شده به سرمایه به کار گرفته شده در هر سال مورد پیش بینی را نشان می‌دهد. این شیوه، تنها روشی است که می‌تواند بودجه سرمایه‌های آتی، و تصمیمات استراتژیک سرمایه‌گذاری را به طریقی که به تبع آن عملکرد واقعی عملیات ارزیابی شود، مرتبط سازد به عبارت دیگر:

سومین روش ارزش‌گذاری یک شرکت، استفاده از ارزش افزوده اقتصادی است. Stewart Bennett می‌گوید: «من این روش را ترجیح می‌دهم، و تمام پولم را بر اجرای این روش می‌گذارم. زیرا نشان می‌دهد که با تخصیص و مدیریت سرمایه، چه مقدار ارزش ایجاد شده و می‌شود. (یا از بین می‌رود)». از آنجا که اغلب شرکت‌ها به تخمین و مدیریت سرمایه می‌پردازند، این روش فقط به دلیل قدرت تمایز نظری برنده است. ارزش فعلی تمام EVA های آتی + سرمایه به کار گرفته شده = ارزش

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(i+c)^t} + \text{سرمایه به کار گرفته شده}$$

در این فرمول:

(هزینه سرمایه شرکت - نرخ بازده شرکت)  
سرمایه به کار گرفته شده در شرکت = EVA

یکی از مزایای اصلی ارزش افزوده اقتصادی، ارایه زبان واحدی در کل سازمان است. زمانی که ارزش افزوده اقتصادی کانون توجه فرآیند

شیوه EVA کاملاً معادل روش تنزیل FCF است،

جریان‌های نقدی آزاد مقداری از جریان‌های نقدی است که اگر بین سهام‌داران تقسیم شود تأثیری در قدرت سوددهی شرکت نخواهد داشت. به عبارت دیگر جریان نقدی، سود خالص عملیاتی بعد از مالیات و پس از کسر سرمایه مورد نیاز برای رشد است.

مدیریت فرار می‌گیرد عملکرد سازمان کارا خواهد شد. چرا که ارزش افزوده اقتصادی به مامسئولیت پاسخگویی می‌دهد و می‌تواند تنها معیاری باشد که موفقیت در آن خلاصه می‌شود.

مجله فورچون (Fortune) در اکتبر ۱۹۹۶ ارزش افزوده اقتصادی را به عنوان جذاب‌ترین ایده مالی معرفی کرد و اشاره کرد که یک مؤسسه آمریکایی پیش‌بینی کرده ارزش افزوده اقتصادی جایگزین سود هر سهم خواهد شد. از جمله شرکت کوکاکولا با به‌کارگیری این معیار توانست بازده سرمایه‌اش را حدود ۲۰۰ درصد در طی سال‌های ۱۹۹۳ - ۱۹۸۷ افزایش دهد. مدیریت شرکت کوکاکولا معتقد است ارزش افزوده اقتصادی او را وادار به پیدا کردن راه‌های زیرکانه برای ادامه فعالیت با سرمایه کم‌تر می‌کند. به عبارت دیگر انگیزه یافتن راه‌های افزایش کارایی سرمایه را ایجاد می‌کند و در نهایت موجب می‌شود که شرکت عملکردی برتر داشته باشد. استوارت توصیه می‌کند که از ارزش افزوده اقتصادی به عنوان مبنایی برای تخصیص سرمایه، ارزیابی عملکرد، تعیین پاداش و ایجاد ارتباط با خبرگان در بازار سرمایه استفاده شود.

به این ترتیب تصمیم‌گیری‌ها مؤثرتر می‌شوند ارتباطات افزایش می‌یابد و میزان پاداش‌ها با افزایش در ارزش افزوده اقتصادی بالاتر می‌رود.

#### ۴- ارزش افزوده بازار

ارزش افزوده بازار (MVA)، تفاوت بین ارزش بازار و سرمایه به کار گرفته شده در شرکت است.

MVA برخلاف نرخ بازده که نشان دهنده سود یک دوره است، حاصل ارزش فعلی خالص طرح‌های گذشته و فرصت‌های سودآور آتی است. MVA نشان دهنده این موضوع است که چگونه یک شرکت به طور موفقیت‌آمیزی سرمایه‌اش را به کار گرفته و فرصت‌های سودآور آینده را پیش‌بینی و برنامه‌ریزی کرده است.

ارزش افزوده بازار به شرح زیر محاسبه می‌شود:

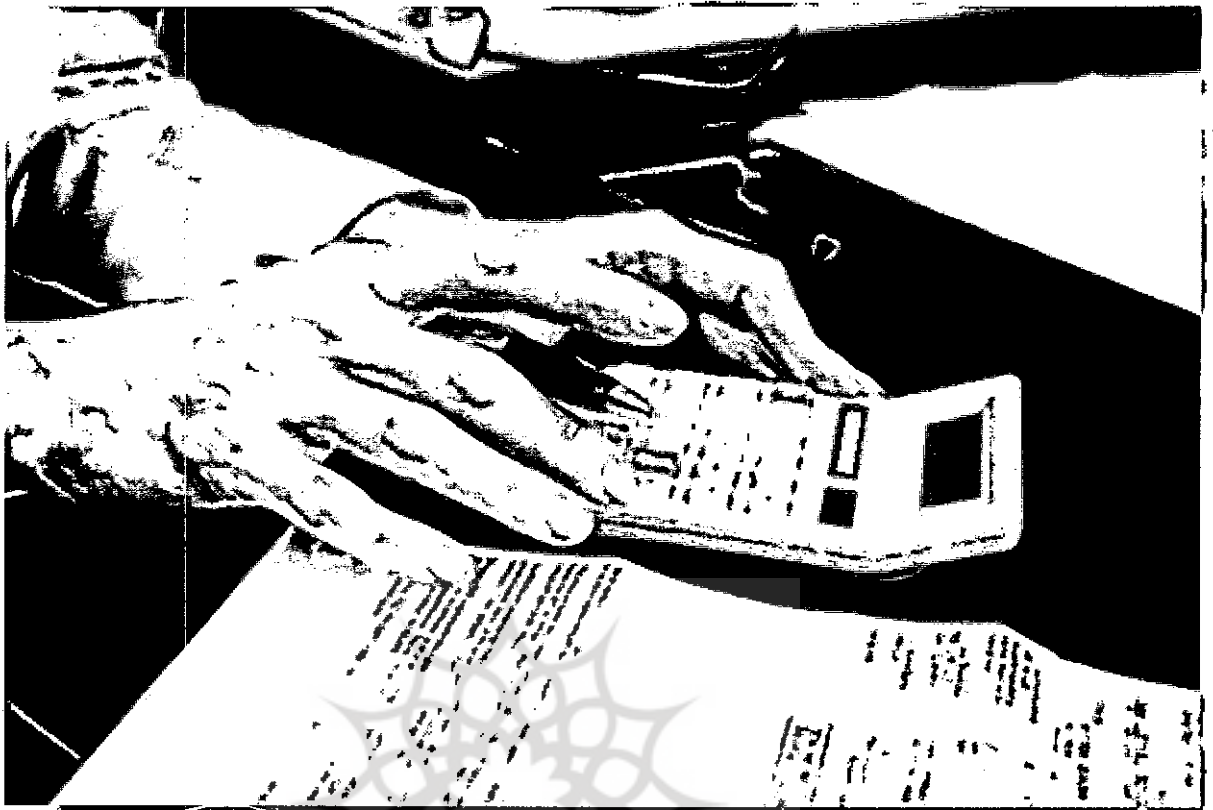
سرمایه به کار گرفته شده در شرکت - ارزش بازار = MVA

ارزش فعلی همه EVA های آتی = MVA

هدف اولیه و اساسی هر واحد انتفاعی باید حداکثر کردن MVA باشد. EVA ایجادکننده MVA است. زیرا ارزش فعلی EVA های آتی است که مبنای ارزیابی و ارزش‌گذاری شرکت در بازار است.

بنابراین اگر چه EVA یک معیار داخلی برای اندازه‌گیری عملکرد است ولی همین معیار داخلی منجر به ایجاد یک معیار خارجی می‌شود که ارزش شرکت را در بازار تعیین می‌کند. اگر EVA های آتی مثبت باشد سهام شرکت در بازار به صرف فروخته خواهد شد. ولی اگر EVA های آتی منفی باشد خلاف حالت قبل سهام شرکت در بازار به کم‌تر از ارزش دفتری (به کسر) فروخته خواهد شد. چنین شرکت‌هایی در بازار سهام از اقبال چندانی برخوردار نخواهند بود.

MVA نشان دهنده ارزیابی جامعه سرمایه‌گذار از فعالیت شرکت است و متأثر از عملکرد



می‌شود به قابلیت نقدینگی دارایی، توانایی تولید جریان نقدی و منحصر به فرد بودن آن وابسته است.

توانایی تولید جریان نقدی را داشته باشند. برای ارزش گذاری این دارایی انتظار از مدل های نقدی آزاد استفاده می‌شود.

۱-۲-۲) دارایی‌هایی که در حال حاضر جریان نقدی ندارند، اما امید داریم تحت شرایط خاص در آینده از جریان نقدی مناسبی برخوردار باشند. برای ارزش گذاری این دارایی‌ها از مدل جریان های نقدی آزاد استفاده می‌شود. از آنجا که ایجاد جریان نقدی در آینده به شرایط مختلفی بستگی دارد، ارزش گذار باید شرایط مختلف را تخمین و برحسب آن‌ها ارزش مناسب برای دارایی را به دست آورد.

۱-۲-۳) دارایی‌هایی که انتظار تولید جریان نقدی از آن‌ها نمی‌توان داشت. از آنجا که انتظار تولید جریان نقدی از این نوع دارایی به هر نحوی وجود ندارد، لذا مدل های ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار

۱-۱) قابلیت نقدینگی دارایی استفاده از مدل جریان های نقدی آزاد برای شرکت‌هایی که دارایی‌هایی قابل تفکیک و قابل فروش در بازار دارند، مناسب است. منظور از قابل تفکیک این است که مثل نام تجاری جزء لاینفک نباشند)

۱-۲) توانایی تولید جریان نقدی از حیث توانایی تولید جریان نقد، دارایی‌ها به ۳ گروه طبقه‌بندی می‌شوند

۱-۲-۱) دارایی‌هایی که هم در حال حاضر جریان نقدی داشته و هم امید داریم در آینده

یک سال شرکت نیست بلکه متأثر از عملکرد آتی شرکت است.

EVA و MVA معیارهای داخلی و خارجی اندازه‌گیری عملکرد و تعیین ارزش شرکت است.

عوامل موثر بر انتخاب یک مدل مناسب برای ارزش گذاری شرکت‌ها

مشکل اصلی در ارزش گذاری، نبودن مدل نیست بلکه انتخاب بهترین مدل است. به همین علت باید عواملی را که منجر به انتخاب مدل مناسب ارزش گذاری می‌شود، مشخص کنیم. از جمله عواملی که روی انتخاب مدل مناسب اثرگذار هستند می‌توان موارد زیر را برشمرد:

۱. ویژگی دارایی‌ها یا نوع کسب و کار رویکردی که برای ارزش گذاری انتخاب

مدیریت شرکت کوکاکولا معتقد است ارزش افزوده اقتصادی او را وادار به پیدا کردن راه‌های زیرکانه برای ادامه فعالیت با سرمایه کم‌تر می‌کند. به عبارت دیگر انگیزه یافتن راه‌های افزایش کارایی سرمایه را ایجاد می‌کند و در نهایت موجب می‌شود که شرکت عملکردی برتر داشته باشد.

برای ارزش‌گذاری این نوع دارایی استفاده می‌شود.

۱-۳) منحصر به فرد بودن دارایی در صورتی که دارایی منحصر به فرد بوده و نتوان دارایی مشابهی را در بازار برای آن پیدا کرد باید از روش‌های تنزیل جریانات نقدی آزاد استفاده کرد.

## ۲- افق زمانی

وقتی از روش نقدینگی دارایی‌ها استفاده می‌کنیم، به دنبال به دست آوردن ارزش دارایی‌ها در حال حاضر هستیم (افق زمانی بسیار کوتاه‌مدت) اما استفاده از روش تنزیل جریان نقدی آزاد به معنای داشتن دیدی بلندمدت است.

خطاهای رایج در ارزش‌گذاری شرکت‌ها تحلیل‌گران مالی، شرکت‌های تامین سرمایه و مشاوران مالی در محاسبه ارزش شرکت‌ها معمولاً خطاهایی را مرتکب می‌شوند. برخی از این خطاها عبارتند از:

### ۱. محاسبه اشتباه میانگین موزون هزینه سرمایه (WACC)

برای محاسبه میانگین موزون هزینه سرمایه باید روند پیشرفت و تکامل ارزش حقوق صاحبان سهام و ارزش بدهی‌ها مورد توجه قرار گیرد. استفاده از نرخ رسمی مالیات به جای نرخ مالیات مؤثر در شرکت‌های اهرمی و همچنین استفاده از ارزش دفتری بدهی و حقوق صاحبان سهام در محاسبه میانگین موزون هزینه سرمایه نیز از دیگر اشتباهات در محاسبه است.

۲. طرز تلقی نادرست از ریسک کشور عدم توجه به ریسک کشوری که جزیی از ریسک سیستماتیک است معمولاً منجر به رسیدن نتایج اشتباهی در تعیین ارزش بنگاه خواهد شد. طرز تلقی نادرست از ریسک کشور خود را در شکل‌های مختلف نشان می‌دهد. از جمله این موارد می‌توان به عدم توجه به این ریسک اشاره کرد. غالباً به دلیل پیچیدگی محاسبه ریسک کشوری در محاسبه ریسک سیستماتیک این عامل نادیده گرفته می‌شود. اشتباه دیگری که غالباً در این مورد انجام می‌گیرد، قراردادن بتای محاسبه شده توسط اطلاعات تاریخی به جای ریسک کشور است.

### ۳. محاسبه نادرست جریان نقدی

جریان نقدی به عنوان ورودی اصلی در محاسبه ارزش بنگاه در رویکرد تنزیل جریان نقدی آزاد آتی از اهمیت فوق‌العاده‌ای برخوردار است. چنانچه در محاسبه این عامل دقت کافی صورت نپذیرد، محاسبه ارزش بنگاه با اشتباهات زیادی همراه خواهد شد. از جمله اشتباهات در محاسبه جریان نقد می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

۱-۳) بهبود یافتن موقعیت نقدی یا سرمایه‌گذاری مالی را به عنوان جریان نقد حقوق صاحبان سهام تلقی کردن.

۲-۳) جریان نقدی مورد انتظار حقوق صاحبان سهام را با سود نقدی و دیگر پرداختی به سهام‌داران برابر دانستن.

۳-۳) عدم استفاده از حساب‌های موجود



در ترازنامه که روی جریان نقدی اثر گذار هستند

۳-۴) اغراق و خوش بینی در پیش بینی جریان نقدی آتی واحد تجاری  
 ۳-۵) عدم توجه به جریان نقدی که به واسطه سرمایه گذاری در آینده ایجاد می شود.

#### ۴. خطا در ارزش گذاری شرکت های فصلی

شرکت ها در فصول مختلف سال با توجه به نوع فعالیت شان دارای متوسط بدهی و متوسط سرمایه در گردش متفاوتی هستند که باید در محاسبه ارزش شرکت این مطلب مورد توجه قرار گیرد.

#### جمع بندی و نتیجه گیری

در ارزیابی یک واحد تجاری به سود هر سهم، جریان های نقدی هر سهم، یا سایر عایدات هر سهم توجه نمی شود، بلکه به سود خالص عملیاتی شرکت توجه می شود. به عبارت دیگر سوال اصلی این نیست که چگونه سهام عادی ارزیابی می شود، بلکه سوال این است که چگونه واحد تجاری ارزیابی می شود. روش های مختلفی در مورد ارزش گذاری شرکت ها مورد بررسی قرار گرفت که به بسیاری از پرسش ها در مدیریت و تصمیم گیری شرکت پاسخ می دهد. نمونه ای از این گونه پرسش ها به شرح زیر است، آیا تحصیل واحد جدید با ارزش متعارف انجام پذیرفته است؟ آیا واحدهای تابعه شرکت ایجاد ارزش می کنند؟ کدام واحد باید فروخته شود، یا مورد تجدید ساختار قرار گیرد؟ در بین روش های مختلف ارایه شده، انتخاب بهترین الگو بستگی به نوع صنعتی که شرکت در آن فعالیت می کند و ترکیب دارایی های آن دارد.

#### منابع و ماخذ

##### منابع فارسی:

۱. جهانخانی علی و مجتهد زاده ویدا، "ارزش گذاری شرکت ها"، فصل نامه علمی پژوهشی تحقیقات مالی، شماره های ۹ و ۱۰، زمستان ۷۴ و بهار ۷۵
۲. جهانخانی علی و سجادی اصغر، "کاربرد مفهوم ارزش افزوده اقتصادی در تصمیمات مالی"، فصلنامه علمی پژوهشی تحقیقات

- مالی، شماره ۵ و ۶، زمستان ۷۳ و بهار ۷۴  
 ۳. صدیقی روح اله، "آشنایی با برخی از مفاهیم اساسی حسابداری مدیریت"، مجله حسابرسان، شماره ۱۷  
 ۴. عظیمی مصطفی، "مقدمه ای بر ارزش گذاری شرکت ها"، بولتن الکترونیکی متسا منبع انگلیسی:

reza rahgozar, "Valuation Models and Their Efficacy Predicting Stock Prices", Iranian Accounting & Auditing Review Autumn ۲۰۰۵, No. ۴۵, PP. ۸-۲۴