



Securities & Exchange Organization, Research, Development & Islamic Studies (RDIS)
Journal of Securities and Exchange, Summer 2023, V. 16, No.62, pp. 253-282

Presenting a Suitable Model for the Valuation of Companies¹

Reza Eivazlu², Davoud Razaghi³

Received: 2023/01/02
Accepted: 2023/06/06

Research Paper

Abstract

Valuation of assets, including securities and real assets, is one of the elements that influence investment decisions, optimal and principled valuation leads to optimal allocation of capital resources, and optimal allocation of capital in the economy plays an irreplaceable role in economic growth and development.

At present, the lack of a specific and codified framework that can explain an accurate estimate of value has become doubly important; therefore, it is important to provide a framework that can be used in a scientific and substantiated manner regardless of personal judgments and different tastes to provide a suitable model for the purpose of valuing companies.

In this research, we will first choose the appropriate model for stock valuation in 10 different types of companies by using interviews with experts, in this way, first by using the process of network analysis and based on the opinion of experts, the weights of the criteria are calculated, and finally, a comprehensive model for the valuation of different types Companies have been suggested.

The criteria used in this research are in 4 categories: past profitability approach (including average EBIT, profit at past price), asset-based approach (including nominal value, book value, replacement value, net asset value and liquidation value), cash flow discount approach (including fcf, fcf, apv, eva and ddm) and based on the market approach (p/s, p/nav, p/e excluding the past, ev/ebit, p/c, ev/s, p/b, p/cf and p/dps) were placed. This research is of applied type in terms of purpose, and in terms of the nature and method of data collection, it is of descriptive type and is a case study branch.

Key Words: Valuation, Multi-Criteria Decision Making Process, Fuzzy Network Analysis Process, Theme Analysis.

JEL Classification: G320.

1. DOI: 10.22034/JSE.2022.12006.2003

2. Associate Professor, Department of Accounting, Tehran University, Tehran, Iran. (eivazlu@ut.ac.ir).

3. Ph.D. Student, Department of Accounting, Tehran University, Kish International Campus, Tehran, Iran. (Corresponding Author). (Razaghi.davoud@ut.ac.ir).

مقدمه

سرمایه‌گذاری^۱ عبارت است از تعهد جاری پول یا سایر منابع به امید کسب منافع در آینده. برای نمونه یک فرد ممکن است با این پیش‌بینی اقدام به خرید سهام کند که عواید حاصل از سهام، زمان و ریسک سرمایه‌گذاری را توجیه می‌کند.

سرمایه‌گذاری در دنیای امروز با توجه به وجود گزینه‌های متعدد، دشواری‌های خاص خود را دارد. این دشواری و پیچیدگی سرچشمه گرفته از تمایل همواره سرمایه‌گذاران برای کسب بیشترین بازدهی است.

مدل‌های ارزش‌گذاری سرچشمه گرفته از انتظارات تحلیلگران مالی است که در برگیرنده تمام جنبه‌های لازم من جمله ارزش زمانی، ارزش دارایی‌ها، وضعیت اقتصادی است. همواره بین استفاده‌کنندگان و صاحب‌نظران مدیریت مالی اختلاف نظر نسبت به به کارگیری مدل‌های بهینه و نتایج هر کدام از این مدل‌ها وجود داشته است. هر کدام از این مدل‌ها به دلیل تئوریک بودن و این که بر پایه فرضیه‌هایی خاص تعریف شده‌اند، بدون قدرت لازم برای در نظر گرفتن کلیه جنبه‌ها هستند.

با وجود مزایای این روش‌ها، هنگامی که انواع این روش‌ها و تئوری‌های مالی از بعد تئوریک خارج شده و در عمل مورد استفاده قرار می‌گیرند، می‌توان متوجه شد که به دلایلی فاقد قدرت لازم برای پیشنهاد ارزش لازم در راستای بهینه‌یابی پورتفولیو هستند. از سوی دیگر، شرکت‌های با ویژگی‌های و شرایط مختلف نیازمند در نظر گرفتن الزامات خاص در ارزش‌گذاری است.

پژوهش پیشرو با این هدف در راستای تحقق موارد پیش‌گفته به معرفی و آشنایی با مدل‌های مالی پرداخته و در نهایت با در نظر گرفتن نظرهای خبرگان به رتبه‌بندی نتایج هر کدام از روش‌های موجود خواهد پرداخت.

مبانی نظری پژوهش**مالی رفتاری^۲**

موضوع مالی رفتاری از جمله مباحث جدیدی است که در دو دهه گذشته توسط اندیشمندان مالی مطرح شده و به سرعت مورد توجه صاحب‌نظران این رشته در سراسر دنیا قرار گرفت،

1. Investment

2. Behavioral finance

به گونه‌ای که امروزه این مباحث موجب شکل‌گیری شاخه مطالعاتی مستقلی در دانش مالی شده است. فرض عقلایی بودن سرمایه‌گذاران به عنوان مدل ساده‌ای از رفتار انسان، یکی از پایه‌های اصلی دانش مالی کلاسیک است و تمامی نظریه‌های مالی کلاسیک از جمله نظریه پرتفوی، مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و ... متأثر از این فرض است.

محدودیت در آربیتراژ و تئوری انتظارات

ارزیابی کاذب دارایی‌های مالی یک پدیده رایج است، اما کسب سود غیرمعمول از این پدیده بسیار دشوار است. ارزیابی کاذب دو نوع است: برخی تکراری و خودسرانه و دیگری غیرتکراری و بلندمدت است. در مورد قیمت‌های تکراری، یک استراتژی مبادله می‌تواند سودآور باشد. اما از جمله محدودیت‌هایی که فرصت‌های آربیتراژ را غیر جذاب می‌کند، خطر اساسی، خطر معامله گران مختل، هزینه‌های اجرا و ریسک مدل است.

بی‌نظمی یا استثناهای مالی

بی‌نظمی رویدادهایی است که با فرضیه کارآمد بازار قابل توضیح نیست. تمرکز اصلی پژوهش روی ماهیت تصادفی رفتار قیمت بوده است و اینکه قیمت‌ها روند خاصی را دنبال نمی‌کنند. نتایج این مطالعات منجر به شکل‌گیری نظریه رفتار قیمت تصادفی یا مکتب گشت‌های تصادفی شد. از طرف دیگر، بی‌نظمی‌ها با تئوری کارآمد بازار مقابله می‌کنند و اظهار می‌کنند که وجود الگوهای از پیش تعیین شده بازده اضافی ایجاد می‌کند. به‌طور کلی، بی‌نظمی‌ها را می‌توان به بی‌نظمی تقویمی و غیر تقویمی تقسیم کرد. بی‌نظمی‌هایی که فرضیه کارآمد بازار را زیر سوال می‌برند و نمی‌توان آن‌ها را به عنوان بی‌نظمی‌های فصلی طبقه‌بندی کرد، به عنوان بی‌نظمی‌های غیر تقویمی شناخته می‌شوند. در بی‌نظمی‌های غیر تقویمی، عامل زمان بازار کارآمد را مختل نمی‌کند، اما عوامل محتوایی بازار چنین پدیده‌های ناهماهنگی را تشکیل می‌دهند.^۱

بی‌نظمی‌ها عبارت‌اند از: اثر اندازه، اثر عرضه اولیه، اثر گردش مالی سال، اثر بازده نقدی، اثر سود غیرمنتظره و اثر حرکت.

1. Fama, 2004

اثر مومنتوم

برندگان گذشته (سبد سهام مبتنی بر سهام با بیشترین بازده در یک سال اخیر) در مقایسه با بازندگان گذشته (سبد سهام مبتنی بر سهام با بدترین بازده در سال گذشته). آن‌ها دارای مقدار بیشتری هستند که به آن تداوم روند یا اثر حرکت می‌گویند.

رابطه ۱-۲:

$$(R_{it} - R_{ft}) = \alpha_i + \beta_i (R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{it}$$

رابطه ۲-۲:

$$(R_{it} - R_{ft}) = \alpha_i + \beta_i (R_{mt} - R_{ft}) + S_i SMB_t + h_i HML_t + \varepsilon_{it}$$

α_i در رابطه (۲-۲) بازدهی غیرعادی را اندازه‌گیری می‌کند. SMB تفاوت بازده پرتفوی شرکت‌های با ارزش بازار بالا از شرکت‌های با ارزش بازار پایین را در زمانی که نسبت B/M برای آن‌ها ثابت باشد HML تفاوت بازده پرتفوی شرکت‌های با نسبت B/M بالا و پایین را در حالتی که ارزش بازار این شرکت‌ها ثابت باشد نشان می‌دهد؛ بنابراین ضرایب S_i و h_i بیانگر حساسیت نسبت به عامل اندازه و ارزش هستند.

حساسیت پرتفوی نسبت به عامل ریسک بازار نیز توسط β_i بیان می‌شود. اگرچه مدل سه عاملی فاما و فرانسه تعداد زیادی از بی‌نظمی‌های بازار را توجیه می‌کند، اما در توضیح بازده عادی موجود برای برندگان گذشته ناتوان است. به عبارتی، بازده اضافی استراتژی حرکت حتی پس از تعدیل ریسک نیز باقی می‌ماند.

استراتژی مومنتوم و معکوس

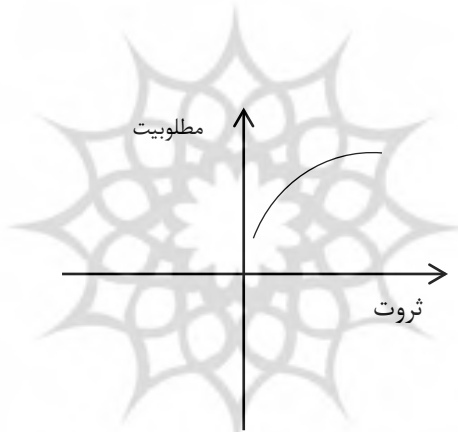
در حال حاضر، دو استراتژی تجاری که به‌طور گسترده در بازارهای جهانی سرمایه استفاده می‌شود، حرکت معکوس و معکوس است. این استراتژی‌ها همیشه به‌عنوان تجزیه و تحلیل فنی شناخته شده‌اند و متکی به روان‌شناس، رفتار جمعیت و حضور در بازار هستند.

مومنتوم مفهومی در فیزیک است که بیان می‌کند یک جسم در حال حرکت، تمایل دارد که در حرکت باقی بماند مگر آنکه نیروی خارجی به آن وارد شود (قانون اول نیوتن). به عبارت دیگر، نمونه این قانون در بازار این است که روند قیمت تا زمانی که یک قدرت خارجی آن را متوقف کند، ادامه دارد. این استراتژی شامل سرمایه‌گذاری در بازار است و ادعا می‌کند

که بازدهی مثبت یا منفی گذشته در دوره خاصی از آینده ادامه خواهد داشت. برعکس، استراتژی معکوس معتقد است که مردم عادی و اکثریت بازار اشتباه می‌کنند و روندهای قیمت اخیر معکوس می‌شوند، بنابراین برای دستیابی به بازدهی اضافی، باید صبور و جسور بود و جسورانه علیه بازار عمل کرد. به طور کلی، این استراتژی‌ها به دنبال شناسایی روندها با استفاده از معیارهای مختلف و استفاده از آنها هستند.

تئوری دورنما^۱

نظریه چشم‌انداز توصیف سرمایه‌گذاران منطقی ریسک‌گریز را در نظریه استاندارد مالی تعدیل می‌کند. نمودار زیر توصیف سنتی یک سرمایه‌گذار ریسک‌گریز را توصیف می‌کند. ثروت بیشتر رضایت یا مطلوبیت بیشتری را فراهم می‌کند، اما با نرخ پایین‌تر (با ثروتمند شدن فرد، منحنی چابک‌تر می‌شود)، بنابراین سرمایه‌گذاران بدون ریسک، چشم‌اندازهای پرخطر را رد می‌کنند.



شکل ۱. تابع مطلوبیت کلاسیک (در محدوده مثبت)

ارزش‌گذاری اوراق بهادار

ارزیابی سهام یا ارزش‌گذاری سهام و تعیین ارزش واقعی سهام یا به اصطلاح قیمت‌گذاری سهام از موضوع‌ها بسیار مهمی است که در بررسی و محاسبه ارزش دارایی و سهام شرکت‌ها و همچنین تصمیم‌های سرمایه‌گذاری دارای اهمیت است. به همین دلیل در این قسمت به مفهوم

1. Prospect Theory

ارزش گذاری سهام و روش های آن می پردازیم. ارزش گذاری دارایی ها از جمله اوراق بهادار یکی از ارکان اصلی مؤثر بر تصمیم های سرمایه گذاری است. ارزش گذاری اصولی و صحیح دارایی ها باعث تخصیص بهینه منابع سرمایه ای می شود. گرفتن تصمیم های اصولی سرمایه گذاری و تخصیص بهینه منابع سرمایه ای مستلزم ارزش گذاری سهام با استفاده از روش های معتبر علمی است، زیرا به قیمت های بازار نمی توان چندان اطمینان کرد یا حداقل این که پدیده کشف قیمت در کوتاه مدت به علت نوسانات شدید و غیر واقعی در بازار محقق نمی شود.

استفان پنمن، (۲۰۱۳)، در کتاب خود ضمن استفاده از تجزیه و تحلیل صورت های مالی به ارائه مدل های ارزش گذاری اوراق بهادار می پردازد. وی همچنین در سال ۲۰۱۵ با انتقاد به روش های فعلی ارزش گذاری، مدل های جدیدی را معرفی کرد.

فریندزی بودی و همکاران، (۲۰۲۰) در یک مطالعه موردی در اندونزی به این نتیجه رسیدند که در مدل ارزش گذاری مبتنی بر تعهد، به ویژه، نسبت قیمت سهام به درآمد (P/E) محبوب ترین مدل ارزشیابی بود. با این حال، مدل ارزش گذاری مطلوب از منظر تولید کننده، جریان نقدی تنزیل شده (DCF) بود.

سلیمی و همکاران، (۱۳۹۹) در پژوهشی نشان دادند که فرضیه مربوط به وجود رابطه معنادار میان بیش ارزش گذاری شرکت ها و ارقام تعهدی غیر منتظره رد می شود. همچنین فرضیه مربوط به وجود رابطه معنادار میان دستیابی به سطوح عملکردی و ارقام تعهدی غیر منتظره رد نمی شود. همچنین فرضیه مربوط به تأثیر بیش ارزش گذاری شرکت ها بر رابطه میان دستیابی به سطوح عملکردی و ارقام تعهدی غیر منتظره رد نمی شود.

عسگرزاده و همکاران، (۱۳۹۶) نشان دادند که نتایج مدل رفتاری ارائه شده در مقایسه با مدل های سنتی ارزش گذاری سهام، بیانگر عدم اطمینان کمتر این مدل بوده و به عبارتی از قابلیت اطمینان بیشتری در امر ارزش گذاری سهام برخوردار است.

ملکیان و نظری در سال ۱۳۹۷، در پژوهشی با موضوع بررسی محتوای اطلاعات اضافی مدل های نوین ارزش گذاری سهام، نشان دادند که مدل های نوین ارزش گذاری در شناسایی سهام زیر قیمت و بالای قیمت کارایی ندارند.

قالیباف اصل و بابا لوییان، (۱۳۹۳) به معرفی مدل ارزش گذاری بنیادین بانک ها پرداختند. همچنین در سال ۱۳۹۴ ترقی جاه و نیکو مرام به بررسی مدل ارزش گذاری سهام با مثال صنعت بانکداری پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که مدل تنزیل جریان نقد عملیاتی بیشترین

ضریب همبستگی را با قیمت واقعی سهام نشان می‌دهد؛ بنابراین این مدل می‌تواند به عنوان مدل بهینه در این صنعت مورد توجه قرار گیرد.

امامی روزبهانی (۱۳۹۸)، در پژوهش به بررسی موردی ارزش گذاری سهام شرکت‌ها به روش FCFE و FCFD پرداختند. نتایج عددی بیانگر بالا بودن ارزش در سهام و نرخ بازگشت و حقوق صاحبان سهام در مدل FCFD نسبت به FCFE دارد.

صالحی و همکاران، (۱۳۹۸) نشان دادند که افزودن عامل صرف مومنتوم باعث افزایش توان توضیح‌دهندگی الگوی جدید ارزش گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای می‌شود. همچنین بازدهی پرتفوی متشکل از سهام بازنده کمتر از بازدهی پرتفوی متشکل از سهام برنده می‌باشد.

مجتهد زاده و جهان خانی، (۱۳۸۲) به این نتیجه می‌رسند که مدل تنزیل جریان‌ات نقد از طریق تنزیل جریان‌ات نقد آتی، ارزش واقعی تری از شرکت‌ها ارائه می‌دهد. اما این روش تعیین ارزش، مقیاس معناداری برای ارزیابی پیشرفت و عملکرد شرکت ارائه نمی‌دهد.

اسلامی بیدگلی و همکاران، (۱۳۸۷) به این نتیجه رسیدند که در سطح اطمینان ۹۵٪ مدل نسبت قیمت به عایدات صحیح‌ترین تخمین‌ها را از قیمت بازار ارائه می‌دهد. در حالی که مدل‌های عایدات پسماند و تنزیل جریان‌ات نقد دارای کمترین دقت هستند. این نتایج بطور کلی با نتایج پژوهش‌های صورت گرفته در سایر بورس‌های دنیا در تضاد است.

کازمی و جهانگیری، (۱۳۹۲) با عنوان مقایسه کارایی مدل‌های جریان‌های نقدی آزاد در ارزش گذاری شرکت‌ها، به این نتیجه رسید که مدل تعدیل شده اولسون نسبت به سایر مدل‌ها از قدرت توضیح‌دهندگی بیشتری برخوردار است و جریان‌های نقدی آزاد محاسبه شده بر مبنای مدل‌های «لن و پولسن»، «وردی» و «کاپلند» به ترتیب دارای بیشترین کارایی در مدل تعدیل شده اولسون برای تعیین ارزش سهام شرکت هستند.

اسلام‌پناه و همکاران، (۱۳۹۳) در پژوهش خود نشان دادند که استفاده از شبیه‌سازی مونت کارلو در سطح اطمینان ۹۹ درصد نسبت به مدل تنزیل جریان‌ات نقدی سنتی تخمین‌های دقیق‌تری از قیمت بازار ارائه می‌دهد.

فاما و فرنچ، (۱۹۹۲) بیان می‌کنند که عامل اندازه و ارزش (که از طریق نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام عادی محاسبه می‌شود) که دو عامل ریسک محسوب می‌شوند، در مدل قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) رابطه ۱-۲ در نظر گرفته نشده‌اند و مدل رگرسیون رابطه ۲-۲ را ارائه می‌کنند.

پینکوئیست و همکاران، (۲۰۰۷) در پژوهشی نشان دادند که سود تقسیمی، وجوه محدود شده یا سرمایه‌گذاری شده در اوراق بهادار به دلیل تأثیر در وجوه نقد آزاد باعث افزایش ارزش شرکت می‌شوند. همچنین ونگ و همکاران در سال ۲۰۰۸ تأیید کردند که سهام‌داران عمده و تأثیرگذار می‌توانند هزینه سرمایه ناشی از جریان نقد آزاد را کاهش داده و باعث افزایش ارزش شرکت شدند.

هس و همکاران، (۲۰۰۹) روش‌های ارزشیابی جریان نقد تنزیل شده و سود باقیمانده را به‌منظور تعیین میزان انحراف روش‌های فوق از ارزش پرداخت شده را مورد بررسی قرار دادند. نتایج تجربی پژوهش بیانگر این مطلب است که روش سود باقیمانده در عمده شرکت‌های مورد بررسی تورش کمتری نسبت به سایر روش‌های دیگر ارزشیابی دارد.

برای ارزش‌گذاری شرکت‌ها و دارایی‌ها، می‌توان از مدل‌های ارزش‌گذاری زیر استفاده کرد:

۱. ارزیابی بر اساس دارایی‌های شرکت؛

۲. ارزیابی بر اساس دیدگاه سودآوری شرکت؛

۳. ارزیابی بر اساس جریان‌های نقدی تنزیلی؛

۴. ارزیابی بر اساس معیارهای مقایسه‌ای.

ارزیابی سهام یا ارزش‌گذاری سهام و تعیین ارزش واقعی سهام یا به‌اصطلاح قیمت‌گذاری سهام از موضوع‌های بسیار مهمی است که در بررسی و محاسبه ارزش دارایی و سهام شرکت‌ها و همچنین تصمیم‌های سرمایه‌گذاری دارای اهمیت است.

به منظور ارزش‌گذاری شرکت‌ها و دارایی‌ها، می‌توان از مدل‌های ارزش‌گذاری مطابق

جدول زیر استفاده کرد:

جدول ۱. مدل‌های ارزش‌گذاری

بر اساس معیارهای مقایسه‌ای	بر اساس جریان‌های نقدی تنزیلی	بر اساس دیدگاه سودآوری	بر اساس دارایی‌ها
داده‌های تاریخی که (ضرایب پسر) (ضرایب پیش‌بینی شده)	تنزیل جریان‌های نقدی آزاد با استفاده از میانگین موزون هزینه سرمایه	ارزش ذاتی سهام	ارزش اسمی
داده‌های پیش‌بینی شده (ضرایب پیشرو)	تنزیل جریان‌های نقدی حقوق صاحبان سهام با استفاده از نرخ بازده مورد انتظار سهام‌داران	ارزش‌گذاری به روش محاسبه P/E	ارزش دفتری
	تنزیل جریان‌های نقدی سرمایه با استفاده از میانگین موزون هزینه سرمایه قبل از مالیات		ارزش بازار

بر اساس معیارهای مقایسه‌ای	بر اساس جریان‌های نقدی تنزیلی	بر اساس دیدگاه سودآوری	بر اساس دارایی‌ها
	ارزش فعلی تعدیل شده		ارزش جایگزینی
	تنزیل جریان‌های نقدی آزاد شرکت تعدیل شده با ریسک با استفاده از نرخ بازدهی مورد انتظار دارایی‌ها		بر مبنای خالص ارزش دارایی‌ها
	تنزیل جریان‌های نقدی حقوق صاحبان سهام شرکت تعدیل شده با ریسک با استفاده از نرخ بازدهی مورد انتظار دارایی‌ها تنزیل		ارزش تصفیه‌ای
	تنزیل سود اقتصادی که با استفاده از نرخ بازده مورد انتظار سهام‌داران		
	تنزیل ارزش افزوده اقتصادی بر اساس میانگین موزون هزینه سرمایه		
	تنزیل جریان‌های نقدی آزاد تعدیل شده با نرخ بهره بدون ریسک با استفاده از نرخ بهره بدون ریسک		
	تنزیل جریان‌های نقدی حقوق صاحبان سهام تعدیل شده با نرخ بهره بدون ریسک با استفاده از نرخ بهره بدون ریسک		

این پژوهش طی دو مرحله انجام می‌شود:

در مرحله اول پس از مطالعه صنعت، استانداردهای خاص گزارشگری ارزشیابی با استفاده از روش تحلیل محتوا و به کمک نرم‌افزارهای تحلیل محتوای کیفی، شاخص‌های بااهمیت این صنعت استخراج می‌شود.

در مرحله دوم پژوهش با استفاده از اطلاعات به‌دست‌آمده از مرحله اول و بررسی تفاوت‌های ارزشیابی در داخل و خارج از کشور.

پرسش‌های مربوط برای انجام مصاحبه عمیق با متخصصان ارزشیابی طراحی می‌شود. در این مرحله نمونه پژوهش از میان افرادی انتخاب می‌شوند که دارای شرایط زیر باشند:

- کارشناس رسمی ارزش‌گذاری بوده و سابقه فعالیت در زمینه ارزش‌گذاری را داشته باشد.
 - متخصص در زمینه ارزشیابی بوده و دارای زمینه علمی در این حوزه باشند.
- پس از انتخاب نمونه مدنظر، به‌منظور استخراج شاخص‌های گزارشگری، مصاحبه نیمه‌ساختاریافته با نمونه موردنظر انجام پذیرفت. مصاحبه نیمه‌ساختاریافته یا مصاحبه عمیق، مصاحبه‌ای است که در آن،

پرسش‌های مصاحبه از قبل مشخص می‌شود و از تمام پاسخ‌دهندگان، پرسش‌های مشابه پرسیده می‌شود، اما آن‌ها آزادند که پاسخ خود را به هر طریقی که می‌خواهند ارائه دهند (دلور، ۱۳۸۳). پس از انجام مصاحبه، در این مرحله به کمک نرم‌افزارهای تحلیل کیفی شاخص‌های اصلی ارزشیابی استخراج شد. پس از استخراج شاخص‌های ارزشیابی با استفاده از مراحل پیش‌گفته، یافته‌ها در قالب پرسش‌نامه در اختیار نمونه قرار گرفت تا صحت آن‌ها راستی‌آزمایی شود. پس از تأیید شاخص‌های استخراج شده، با استفاده از روش AHP فازی شاخص‌های بدست آمده رتبه‌بندی شود. روش پژوهش انتخابی در این پژوهش، روش پژوهش کیفی است. روش‌های مورد استفاده برای تحلیل داده‌های پژوهش به شرح زیر هستند:

تحلیل تم

در پژوهش حاضر از روش تحلیل تم^۱ به منظور تحلیل داده‌های مصاحبه استفاده خواهد شد. رویکردهای کیفی، متنوع و پیچیده‌اند، در این میان تحلیل تم را می‌توان روشی دانست که از رویکردی مناسب و انعطاف‌پذیر برای تحلیل داده‌های کیفی بهره می‌برد (براون و کلارک، ۲۰۰۶). تحلیل تم روشی است برای شناسایی، تحلیل و گزارشگری الگوهای (تم‌های) درون داده‌ها. هر تم در بردارنده چیزی بااهمیت درباره داده‌ها است که به پرسش پژوهش ارتباط دارد. برای تعیین اینکه چه چیزی در پژوهش تم محسوب می‌شود، قضاوت محقق ضروری است. کلیدی بودن یک تم الزاماً وابسته به ملاک‌های کمی (مثل تعداد دفعات تکرار) نیست. برای تحلیل تم ابتدا لازم است تا داده‌ها کدگذاری شوند.

فرایند تحلیل سلسله‌مراتبی

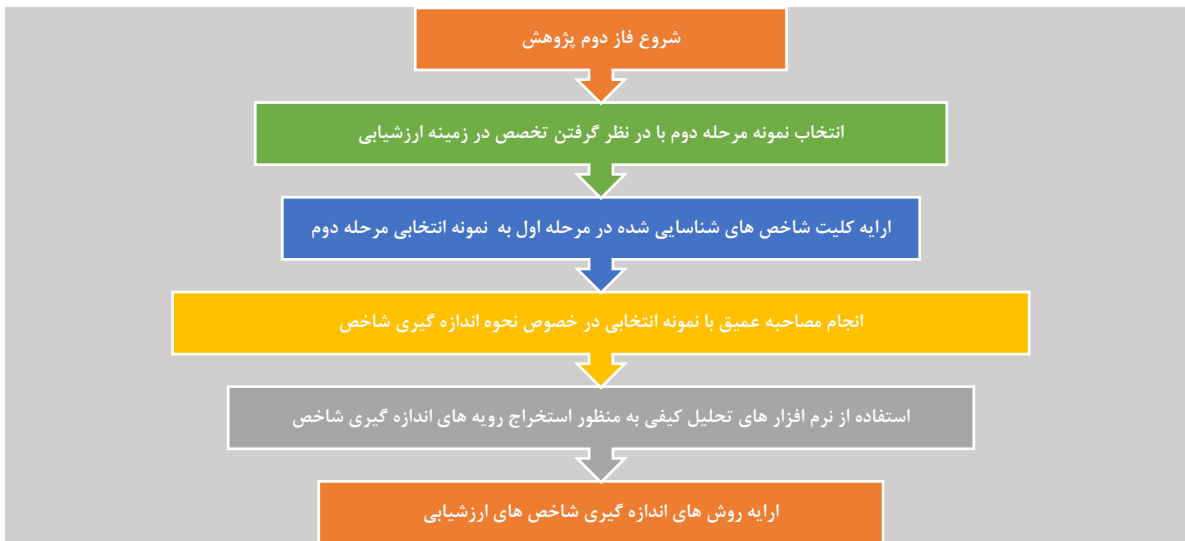
فرایند تحلیل سلسله‌مراتبی (AHP) که نخستین بار توسط توماس ال ساتی ابداع شد، اساساً یک تئوری عمومی سنجش است که بر اساس پاره‌ای از اصول روان‌شناسی و ریاضی بنا شده است و توانایی حل مسائل پیچیده را در زمینه‌های مختلف کمی و کیفی دارا است. به‌طور کلی هر مسئله AHP با سه سطح کلی در ارتباط است. سطح اول هدف کلی مسئله، سطح دوم، معیارهای ارزیابی و سطح سوم گزینه‌های ممکن (آلترناتیوها) است. اجزا در هر سطح از سلسله‌مراتب، به صورت جفت-جفت با هم مقایسه می‌شوند تا ترجیح نسبی هر یک در راستای انتخاب‌های جایگزین تعیین شود (پوکار و رامانچاندران، ۲۰۰۴). در این رویکرد آلترناتیوی که دارای بیشترین وزن است باید به‌عنوان بهترین آلترناتیو انتخاب شود.

همان گونه که پیش تر اشاره شد، این پژوهش طی دو مرحله انجام می شود. در مرحله اول پژوهش پس از مطالعه اقسام شرکت های موجود در بازار، استانداردهای گزارشگری ارزشیابی و گزارش ها ارزشیابی ارائه شده با استفاده از روش تحلیل محتوا و به کمک نرم افزارهای تحلیل محتوای کیفی، شاخص های بااهمیت این صنعت استخراج می شود.



شکل ۲. مرحله اول پژوهش

در مرحله دوم پژوهش با استفاده از اطلاعات به دست آمده از مرحله اول و بررسی تفاوت های ارزشیابی در داخل و خارج پرسش های مربوط برای انجام مصاحبه عمیق با متخصصان ارزشیابی طراحی شد. پس از انتخاب نمونه، به منظور استخراج شاخص های ارزشیابی، مصاحبه نیمه ساختار یافته با نمونه مورد نظر انجام پذیرفت. پس از انجام مصاحبه، در این مرحله به کمک نرم افزارهای تحلیل کیفی شاخص های اصلی گزارش ارزشیابی استخراج شد. پس از استخراج شاخص های ارزشیابی با استفاده از مراحل پیش گفته، یافته ها در قالب پرسش نامه در اختیار نمونه قرار گرفت تا صحت آن ها راستی آزمایی شود. پس از تأیید شاخص های استخراج شده، با استفاده از روش AHP فازی شاخص های بدست آمده رتبه بندی شد.



شکل ۳. مرحله دوم پژوهش

تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این بخش به توصیف داده‌های پژوهشی و تجزیه و تحلیل داده‌ها پرداخته شد و با بهره‌گیری از تکنیک‌های آماری مناسبی که با روش پژوهش و نوع متغیرها سازگاری داشت، داده‌های جمع‌آوری شده، دسته‌بندی و تجزیه و تحلیل قرار گرفت.

نمونه پژوهش

بخش اول کیفی: تحلیل و جمع‌بندی پژوهش‌های گذشته

در قسمت کیفی، اطلاعات لازم با تحلیل محتوا از مقالات و کتاب‌های انگلیسی منتشرشده در سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۲۱ و برای مقالات و کتاب‌های فارسی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۴۰۰ انجام گرفت. کلیدواژه‌هایی که به‌عنوان ارزش‌گذاری شرکت‌ها استفاده می‌شدند، جمع‌آوری شد و سرانجام به دلیل زیاد و منسجم نبودن مؤلفه‌ها از روش داده‌بنیاد برای دسته‌بندی استفاده شد.

به دلیل اینکه تعداد کل شواهد و مفاهیم زیاد است تنها کل مفاهیم مربوط به تمامی مطالعات در جدول زیر ارائه شده است. همان‌طور که در جدول مشاهده می‌شود تعداد ۵۰ کلیدواژه از کل تحلیل محتوا استخراج شده است.

فرایند کدگذاری در مرحله باز در سه سطح صورت گرفته است بدین ترتیب که در کدگذاری سطح یک، گفتارهای کلیدی، در کدگذاری سطح دو به مؤلفه‌ها توجه شده است. پس از شناسایی و نام‌گذاری مفاهیم موجود، مفاهیم مشابه بر اساس منطق تلفیق شده (کدگذاری سطح دو) و هر یک تحت عنوان یک مقوله نام‌گذاری شد و مقوله‌های اصلی پژوهش که مؤلفه‌های اصلی الگو را شکل می‌دهد، استخراج شده است.

به دلیل محدودیت، در جدول زیر مقوله‌بندی با استفاده از مفاهیم در سطح ۳ نشان داده شده است:

جدول ۲. کدگذاری

مفاهیم	مقوله‌ها	ردیف
ارزش اسمی	رویکرد مبتنی بر دارائی	۱
ارزش دفتری		۲
ارزش جایگزینی		۳
ارزش خالص روز دارائی‌ها (NAV)		۴
ارزش تصفیه		۵
(Price/TTM EPS; P/E گذشته یا نسبت قیمت تابلو به سود هر سهم)	رویکرد مبتنی بر سودآوری	۶
میانگین EBIT (سود عملیاتی) تعدیل شده بر نرخ تنزیل (روش سودآوری در شیوه‌نامه قیمت‌گذاری سازمان خصوصی‌سازی)	سودآوری گذشته	۷
تنزیل جریانات نقد شرکت (FCFF)	رویکرد تنزیل جریانات‌های نقدی DCF	۸
تنزیل جریانات نقد حقوق صاحبان سهام (FCFE)		۹
تنزیل سودهای تقسیمی (DDM)		۱۰
ارزش افزوده اقتصادی (EVA)		۱۱
ارزش فعلی تعدیل شده (APV)		۱۲
نسبت قیمت تابلو به پیش‌بینی سود هر سهم (P/E یا Price/Forward EPS (به‌جز گذشته))	رویکرد مقایسه‌ای - بازاری	۱۳
نسبت قیمت تابلو یا ارزش بازار به کل درآمد یا فروش (value/ Total Sales P/S; Market)		۱۴
نسبت قیمت تابلو یا ارزش بازار به ظرفیت تولید (P/C; Market Value/Capacity)		۱۵
نسبت قیمت تابلو یا ارزش بازار به ارزش خالص دارائی‌ها (P/NAV)		۱۶
نسبت قیمت تابلو یا ارزش بازار به ارزش دفتری (P/B; Market Value/ Book Value)		۱۷
نسبت قیمت تابلو یا ارزش بازار به جریان نقدی (P/CF)		۱۸
نسبت قیمت تابلو یا ارزش بازار به سود تقسیمی (P/DPS)		۱۹
نسبت قیمت تابلو یا ارزش بازار به سود عملیاتی (EV/EBIT)		۲۰
نسبت ارزش افزوده اقتصادی به درآمد فروش (EV/S)		۲۱

طبقه‌بندی معیارها و روش‌های ارزش‌گذاری

در این پژوهش، طبقه‌بندی شرکت‌ها بر اساس استاندارد ISIC انجام شده است و شرکت‌های دارای ماهیت و روند درآمد و هزینه یکسان، با یکدیگر ادغام و در یک طبقه در نظر گرفته شده است. شرکت‌های مدنظر جزو یکی از ۱۰ طبقه گروه (الف) قرار می‌گیرند مگر اینکه مشمول دسته‌بندی گروه (ب) باشند. در صورتی که شرکتی جزو دسته‌بندی گروه (ب) باشد، با معیارهای روش ارزش‌گذاری و ۱۴ زیرمجموعه برای ۱۴ گروه دسته‌بندی شرکت‌ها مورد سنجش قرار گرفته است.

گروه الف: شرکت‌های تولیدی، شرکت‌های خدماتی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ‌ها، شرکت‌های انبوه‌سازی و املاک و مستغلات، بانک‌ها و مؤسسات اعتباری، بیمه‌ها و صندوق‌های بازنشستگی، سایر واسطه‌گری‌های مالی و خدمات مالی، زراعت و تولید محصولات کشاورزی و غذایی، مخابرات و IT و شرکت‌های دانش‌بنیان، شرکت‌های بازرگانی و خرده‌فروشی.

گروه ب): شرکت‌های زیان‌ده (دارای تداوم فعالیت)، شرکت‌های پروژه (کمتر از ۷۰ درصد پیشرفت)، شرکت‌های در حال انحلال یا منحل شده (فاقد تداوم فعالیت)، شرکت‌های استارت‌آپ و دانش‌بنیان و ایده‌ها (قبل از بلوغ).

باتوجه به یافته‌های قسمت کیفی، رویکردهای ارزش‌گذاری در چهار گروه دسته‌بندی

شد:

- ۱- ارزش‌گذاری بر اساس دارائی، شامل روش‌های ارزش‌گذاری: ارزش اسمی، ارزش دفتری، ارزش جایگزینی، ارزش خالص روز دارائی‌ها (NAV) و ارزش تصفیه؛
- ۲- ارزش‌گذاری بر اساس سودآوری گذشته، شامل روش‌های ارزش‌گذاری: EPS (Price/TTM; P/E) (گذشته) یا نسبت قیمت تابلو به سود هر سهم و میانگین EBIT (سود عملیاتی) تعدیل شده بر نرخ تنزیل (روش سودآوری در شیوه‌نامه قیمت‌گذاری سازمان خصوصی‌سازی)؛
- ۳ روش تنزیل جریان‌های نقدی (DCF)، شامل روش‌های ارزش‌گذاری: تنزیل جریان‌ات نقد شرکت (FCFF)، تنزیل جریان‌ات نقد حقوق صاحبان سهام (FCFE)، تنزیل سودهای تقسیمی (DDM)، ارزش‌افزوده اقتصادی (EVA) و ارزش فعلی تعدیل شده (APV).

۴ روش مقایسه‌ای - بازاری (نسبی)، شامل روش‌های ارزش‌گذاری:

- نسبت قیمت تابلو به پیش‌بینی سود هر سهم (P/E یا Price/Forward EPS (به‌جز گذشته))؛
- نسبت قیمت تابلو یا ارزش بازار به کل درآمد یا فروش (P/S; Market value/ Total Sales)؛
- نسبت قیمت تابلو یا ارزش بازار به ظرفیت تولید (P/C; Market Value/Capacity)؛
- نسبت قیمت تابلو یا ارزش بازار به ارزش خالص دارایی‌ها (P/NAV)؛
- نسبت قیمت تابلو یا ارزش بازار به ارزش دفتری (P/B; Market Value/ Book Value)؛
- نسبت قیمت تابلو یا ارزش بازار به جریان نقدی (P/CF)؛
- نسبت قیمت تابلو یا ارزش بازار به سود تقسیمی (P/DPS)؛
- نسبت قیمت تابلو یا ارزش بازار به سود عملیاتی (EV/EBIT)؛
- و نسبت ارزش افزوده اقتصادی به درآمد فروش (EV/S).

نتایج پژوهش

۱. نتایج رتبه‌بندی رویکردها و معیارهای ارزشیابی

در این قسمت به مقایسه معیارها بر اساس شرکت‌های مختلف پرداخته می‌شود. با توجه به محدودیت تنها در خصوص یک‌گونه از شرکت‌ها جداول و توضیحات کامل آورده می‌شود و در سایر موارد تنها جدول نهایی آورده می‌شود.

جدول ۳. رویکردها و معیارهای ارزشیابی

رتبه	نام معیار	وزن معیار
۱	بر اساس تنزیل جریان‌های نقدی	۰,۳۳۱
۲	بر اساس سودآوری	۰,۲۶۹
۳	بر اساس دارایی‌ها	۰,۲۵۲
۴	بر اساس روش مقایسه‌ای - بازاری (نسبی)	۰,۱۴۷

همان‌طور که از جدول بالا مشخص است بر اساس رتبه‌بندی معیارهای ارزش‌گذاری، رویکرد تنزیل جریان‌های نقدی رتبه یک را به خود اختصاص داده است. رتبه‌های بعدی به ترتیب بر اساس سودآوری، بر اساس دارایی‌ها و بر اساس روش مقایسه‌ای - بازاری (نسبی)، تعلق می‌گیرد. همچنین رتبه‌بندی معیارها در هر یک از اقسام شرکت‌ها از قرار زیر است.

۱- شرکت‌های تولیدی

جدول ۴ رتبه معیارهای ارزش‌گذاری را در شرکت‌های تولیدی نشان می‌دهد:

جدول ۴. معیارهای ارزش‌گذاری در شرکت‌های تولیدی

رتبه	نام معیار	وزن معیار	رتبه	نام معیار	وزن معیار	رتبه	نام معیار	وزن معیار
۱	میانگین ebit	۰,۱۴۶۳۳۶	۸	ارزش جایگزینی	۰,۰۶۰۹۸	۱۵	p/e جز گذشته	۰,۰۱۹۱۱
۲	p/e گذشته	۰,۱۲۲۶۶۴	۹	apv	۰,۰۵۶۲۷	۱۶	p/c	۰,۰۱۸۶۶۹
۳	fcff	۰,۰۷۸۴۴۷	۱۰	ارزش تصفیه	۰,۰۴۴۶	۱۷	p/nav	۰,۰۱۷۸۷
۴	ارزش خالص دارایی‌ها	۰,۰۷۵۳۴۸	۱۱	ارزش اسمی	۰,۰۳۹۵۶	۱۸	ev/s	۰,۰۱۴۷
۵	fcfe	۰,۰۷۱۴۹۶	۱۲	ارزش دفتری	۰,۰۳۱۵	۱۹	p/cf	۰,۰۱۲۲۰۱
۶	eva	۰,۰۶۲۸۹	۱۳	p/s	۰,۰۲۲۴۹	۲۰	p/b	۰,۰۱۱۳۱۹
۷	ddm	۰,۰۶۱۸۹۷	۱۴	ev/ebit	۰	۲۱	p/dps	۰,۰۱۰۸۷۸

همان‌طور که از جدول بالا مشخص است بر اساس رتبه‌بندی معیارهای ارزش‌گذاری، میانگین ebit رتبه یک را به خود اختصاص داده است. رتبه‌های بعدی به ترتیب به p/e گذشته و fcff تعلق می‌گیرد.

۲- شرکت‌های خدماتی

جدول زیر رتبه معیارهای ارزش‌گذاری را در شرکت‌های خدماتی نشان می‌دهد:

جدول ۵. معیارهای ارزش‌گذاری در شرکت‌های خدماتی

رتبه	نام معیار	وزن معیار	رتبه	نام معیار	وزن معیار	رتبه	نام معیار	وزن معیار
۱	میانگین ebit	۰,۱۲۷۴۸۸	۸	ddm	۰,۰۵۲۰۸	۱۵	p/c	۰,۰۲۹۲۱
۲	p/e گذشته	۰,۱۲۱۵۱۲	۹	ارزش جایگزینی	۰,۰۵۱۰۳	۱۶	p/nav	۰,۰۲۷۸۳
۳	fcff	۰,۰۷۴۰۹	۱۰	ارزش تصفیه	۰,۰۳۷۳۸	۱۷	ارزش دفتری	۰,۰۲۶۴۶
۴	fcfe	۰,۰۶۸۲	۱۱	p/s	۰,۰۳۴۹۶	۱۸	ev/s	۰,۰۲۳۲۳
۵	apv	۰,۰۶۳۲۴	۱۲	ارزش اسمی	۰,۰۳۲۹۷	۱۹	p/cf	۰,۰۱۹۳۲
۶	ارزش خالص دارایی‌ها	۰,۰۶۲۱۶	۱۳	ev/ebit	۰,۰۳۱۰۵	۲۰	p/b	۰,۰۱۷۹۴
۷	eva	۰,۰۵۲۳۹	۱۴	p/e جز گذشته	۰,۰۲۹۶۷	۲۱	p/dps	۰,۰۱۷۲۵

همان‌طور که از جدول ۵ مشخص است بر اساس رتبه‌بندی معیارهای ارزش‌گذاری، میانگین ebit رتبه یک را به خود اختصاص داده است. رتبه‌های بعدی به ترتیب به p/e گذشته و fcff تعلق می‌گیرد.

۳- شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ‌ها

جدول زیر رتبه معیارهای ارزش‌گذاری را در شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ‌ها نشان می‌دهد:

جدول ۶. معیارهای ارزش‌گذاری در شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ‌ها

رتبه	نام معیار	وزن معیار	رتبه	نام معیار	وزن معیار	رتبه	نام معیار	وزن معیار
۱	p/e گذشته	۰,۱۱۹۶۸۵	۸	ddm	۰,۰۴۸۵۵	۱۵	ارزش دفتری	۰,۰۲۹۸۹
۲	میانگین ebit	۰,۱۱۷۳۱۵	۹	eva	۰,۰۴۵۴۸	۱۶	p/e به جز گذشته	۰,۰۲۹۶۳۶
۳	ارزش خالص دارایی‌ها	۰,۰۷۴۲۳۵	۱۰	ارزش تصفیه	۰,۰۴۳۶۱	۱۷	p/c	۰,۰۲۹۱۵۸
۴	fcff	۰,۰۶۸۳۵۵	۱۱	ارزش اسمی	۰,۰۳۷۷۳	۱۸	ev/s	۰,۰۲۴۶۱۷
۵	fcfe	۰,۰۶۰۸۲۲	۱۲	p/s	۰,۰۳۲۷۴	۱۹	p/cf	۰,۰۲۱۲۷۱
۶	ارزش جایگزینی	۰,۰۵۹۵۳۵	۱۳	p/nav	۰,۰۳۱۷۹	۲۰	p/b	۰,۰۲۰۰۷۶
۷	apv	۰,۰۵۵۸	۱۴	ev/ebit	۰,۰۳۰۱۱	۲۱	p/dps	۰,۰۱۹۵۹۸

همان‌طور که از جدول بالا مشخص است بر اساس رتبه‌بندی معیارهای ارزش‌گذاری، p/e گذشته رتبه یک را به خود اختصاص داده است. رتبه‌های بعدی به ترتیب به میانگین ebit و ارزش خالص دارایی‌ها تعلق می‌گیرد.

۴- شرکت‌های انبوه‌سازی، املاک و مستغلات

جدول ۷ رتبه معیارهای ارزش‌گذاری را در شرکت‌های انبوه‌سازی، املاک و مستغلات نشان می‌دهد:

جدول ۷. معیارهای ارزش‌گذاری در شرکت‌های انبوه‌سازی، املاک و مستغلات

رتبه	نام معیار	وزن معیار	رتبه	نام معیار	وزن معیار	رتبه	نام معیار	وزن معیار
۱	p/e گذشته	۰,۱۱۹۶۸۵	۸	eva	۰,۰۵۰۵۷	۱۵	p/e جز گذشته	۰,۰۲۹۸۸۴
۲	میانگین ebit	۰,۱۱۷۳۱۵	۹	ارزش تصفیه	۰,۰۴۹۵۹	۱۶	ev/ebit	۰,۰۲۹۶۴۳
۳	ارزش خالص دارایی‌ها	۰,۰۷۳۱۱۷	۱۰	ddm	۰,۰۴۹۲۳	۱۷	p/c	۰,۰۲۹۱۶۱
۴	fcff	۰,۰۶۰۵۲۵	۱۱	ارزش اسمی	۰,۰۳۸۹۶	۱۸	ev/s	۰,۰۲۴۵۸۲
۵	ارزش جایگزینی	۰,۰۵۹۹۶۱	۱۲	p/s	۰,۰۳۲۵۴	۱۹	p/b	۰,۰۲۳۱۳۶
۶	fcfe	۰,۰۵۴۶۰۷	۱۳	p/nav	۰,۰۳۱۵۷	۲۰	p/cf	۰,۰۲۱۲۰۸
۷	apv	۰,۰۵۴۳۳۸	۱۴	ارزش دفتری	۰,۰۳۱۱۲	۲۱	p/dps	۰,۰۱۹۲۸

همان‌طور که از جدول بالا مشخص است بر اساس رتبه‌بندی معیارهای ارزش‌گذاری، p/e گذشته رتبه یک را به خود اختصاص داده است. رتبه‌های بعدی به ترتیب به میانگین ebit و ارزش خالص دارایی‌ها تعلق می‌گیرد.

۵- بانک‌ها و مؤسسات اعتباری

جدول زیر رتبه‌بندی معیارهای ارزش‌گذاری را در بانک‌ها و مؤسسات اعتباری نشان می‌دهد:

جدول ۸. معیارهای ارزش‌گذاری در بانک‌ها و مؤسسات اعتباری

رتبه	نام معیار	وزن معیار	رتبه	نام معیار	وزن معیار	رتبه	نام معیار	وزن معیار
۱	p/e گذشته	۰,۱۱۵۴۶	۸	eva	۰,۰۵۳۲	۱۵	p/e جز گذشته	۰,۰۲۹
۲	میانگین ebit	۰,۱۱۴۵۴	۹	ddm	۰,۰۵۱۷۹	۱۶	ev/ebit	۰,۰۲۸۵۳۶
۳	ارزش خالص دارایی‌ها	۰,۰۷۲۱۶۵	۱۰	ارزش تصفیه	۰,۰۵۰۴۹	۱۷	p/c	۰,۰۲۸۰۷۲
۴	fcff	۰,۰۶۳۶۷۵	۱۱	ارزش اسمی	۰,۰۳۹۵۳	۱۸	ev/s	۰,۰۲۳۶۶۴

رتبه	نام معیار	وزن معیار	رتبه	نام معیار	وزن معیار	رتبه	نام معیار	وزن معیار
۵	ارزش جایگزینی	۰,۰۶۰۶۹	۱۲	ارزش دفتری	۰,۰۳۱۸۸	۱۹	p/b	۰,۰۲۲۷۳۶
۶	fcfe	۰,۰۵۷۴۴۹	۱۳	p/s	۰,۰۳۱۰۹	۲۰	p/cf	۰,۰۲۰۴۱۶
۷	apv	۰,۰۵۷۱۶۶	۱۴	p/nav	۰,۰۳۰۱۶	۲۱	p/dps	۰,۰۱۸۷۹۲

همان‌طور که در جدول ۸ مشخص است بر اساس رتبه‌بندی معیارهای ارزش‌گذاری، p/e گذشته رتبه یک را به خود اختصاص داده است. رتبه‌های بعدی به ترتیب به میانگین ebit و ارزش خالص دارایی‌ها تعلق می‌گیرد.

۶- بیمه‌ها و صندوق‌های بازنشستگی

جدول زیر رتبه معیارهای ارزش‌گذاری را در بیمه‌ها و صندوق‌های بازنشستگی نشان می‌دهد:

جدول ۹. معیارهای ارزش‌گذاری در بیمه‌ها و صندوق‌های بازنشستگی

رتبه	نام معیار	وزن معیار	رتبه	نام معیار	وزن معیار	رتبه	نام معیار	وزن معیار
۱	میانگین ebit	۰,۱۴۶۳۳۶	۸	ارزش جایگزینی	۰,۰۶۰۹۸	۱۵	p/e جز گذشته	۰,۰۱۹۱۱
۲	p/e گذشته	۰,۱۲۲۶۶۴	۹	apv	۰,۰۵۶۲۷	۱۶	p/c	۰,۰۱۸۶۶۹
۳	fcff	۰,۰۷۸۴۴۷	۱۰	ارزش تصفیه	۰,۰۴۴۶	۱۷	p/nav	۰,۰۱۷۷۸۷
۴	ارزش خالص دارایی‌ها	۰,۰۷۵۳۴۸	۱۱	ارزش اسمی	۰,۰۳۹۵۶	۱۸	ev/s	۰,۰۱۴۷
۵	fcfe	۰,۰۷۱۴۹۶	۱۲	ارزش دفتری	۰,۰۳۱۵	۱۹	p/cf	۰,۰۱۲۲۰۱
۶	eva	۰,۰۶۲۸۹	۱۳	p/s	۰,۰۲۲۴۹	۲۰	p/b	۰,۰۱۱۳۱۹
۷	ddm	۰,۰۶۱۸۹۷	۱۴	ev/ebit	۰,۰۱۹۷	۲۱	p/dps	۰,۰۱۰۸۷۸

همان‌طور که در جدول ۹ مشخص است بر اساس رتبه‌بندی معیارهای ارزش‌گذاری، میانگین ebit رتبه یک را به خود اختصاص داده است. رتبه‌های بعدی به ترتیب به p/e گذشته و fcff تعلق می‌گیرد.

۷- سایر واسطه‌گری‌های مالی و خدمات مالی

جدول زیر رتبه معیارهای ارزش‌گذاری را در سایر واسطه‌گری‌های مالی و خدمات مالی نشان می‌دهد:

جدول ۱۰. معیارهای ارزش‌گذاری در سایر واسطه‌گری‌های مالی و خدمات مالی

رتبه	نام معیار	وزن معیار	رتبه	نام معیار	وزن معیار	رتبه	نام معیار	وزن معیار
۱	میانگین ebit	۰,۱۲۷۴۸۸	۸	ddm	۰,۰۵۲۰۸	۱۵	p/c	۰,۰۲۹۲۱
۲	p/e گذشته	۰,۱۲۱۵۱۲	۹	ارزش جایگزینی	۰,۰۵۱۰۳	۱۶	p/nav	۰,۰۲۷۸۳
۳	fcff	۰,۰۷۴۰۹	۱۰	ارزش تصفیه	۰,۰۳۷۳۸	۱۷	ارزش دفتری	۰,۰۲۶۴۶
۴	fcfe	۰,۰۶۸۲	۱۱	p/s	۰,۰۳۴۹۶	۱۸	ev/s	۰,۰۲۳۲۳
۵	apv	۰,۰۶۳۲۴	۱۲	ارزش اسمی	۰,۰۳۲۹۷	۱۹	p/cf	۰,۰۱۹۳۲
۶	ارزش خالص دارایی‌ها	۰,۰۶۲۱۶	۱۳	ev/ebit	۰,۰۳۱۰۵	۲۰	p/b	۰,۰۱۷۹۴
۷	eva	۰,۰۵۲۳۹	۱۴	p/e جز گذشته	۰,۰۲۹۶۷	۲۱	p/dps	۰,۰۱۷۲۵

همان‌طور که در جدول بالا مشخص است بر اساس رتبه‌بندی معیارهای ارزش‌گذاری، میانگین ebit رتبه یک را به خود اختصاص داده است. رتبه‌های بعدی به ترتیب به p/e گذشته و fcff تعلق می‌گیرد.

۸- زراعت و تولید محصولات کشاورزی و غذایی

جدول ۱۱ رتبه معیارهای ارزش گذاری را در شرکت های زراعی و تولید محصولات کشاورزی و غذایی نشان می دهد:

جدول ۱۱. معیارهای ارزش گذاری در شرکت های زراعی و تولید محصولات کشاورزی و

غذایی

رتبه	نام معیار	وزن معیار	رتبه	نام معیار	وزن معیار	رتبه	نام معیار	وزن معیار
۱	p/e گذشته	۰,۱۱۶۳۳۲	۸	eva	۰,۰۵۵۶۵	۱۵	p/e جز گذشته	۰,۰۲۸۷۵
۲	میانگین ebit	۰,۱۱۲۶۶۸	۹	ddm	۰,۰۵۴۴۶	۱۶	ev/ebit	۰,۰۲۸۲۹
۳	ارزش خالص دارایی ها	۰,۰۷۱۳۴	۱۰	ارزش تصفیه	۰,۰۴۴۵۳	۱۷	p/c	۰,۰۲۷۶
۴	fcff	۰,۰۶۵۷۱۲	۱۱	ارزش اسمی	۰,۰۳۸۶۲	۱۸	ev/s	۰,۰۲۳۴۶
۵	apv	۰,۰۶۰۳۸۴	۱۲	ارزش دفتری	۰,۰۳۱۲۴	۱۹	p/b	۰,۰۲۲۵۴
۶	ارزش جایگزینی	۰,۰۶۰۲۷	۱۳	p/s	۰,۰۳۰۸۲	۲۰	p/cf	۰,۰۲۰۲۴
۷	fcfe	۰,۰۵۹۷۹۲	۱۴	p/nav	۰,۰۲۹۴۴	۲۱	p/dps	۰,۰۱۸۶۳

همان طور که در جدول بالا مشخص است بر اساس رتبه بندی معیارهای ارزش گذاری، p/e گذشته رتبه یک را به خود اختصاص داده است. رتبه های بعدی به ترتیب به میانگین ebit و ارزش خالص دارایی ها تعلق می گیرد.

۹- مخابرات و شرکت های دانش بنیان و فن آوری اطلاعات

جدول ۱۲ رتبه معیارهای ارزش گذاری را در شرکت های مخابرات و IT و شرکت های دانش بنیان و فن آوری اطلاعات نشان می دهد:

جدول ۱۲. معیارهای ارزش‌گذاری را در شرکت‌های مخابرات و IT و شرکت‌های دانش‌پسندان

و فن‌آوری اطلاعات

رتبه	نام معیار	وزن معیار	رتبه	نام معیار	وزن معیار	رتبه	نام معیار	وزن معیار
۱	میانگین ebit	۰,۱۱۸۰۸۸	۸	eva	۰,۰۵۴۷۱	۱۵	ap/e جز گذشته	۰,۰۲۹۳۵۸
۲	p/e گذشته	۰,۱۱۳۹۱۲	۹	ddm	۰,۰۵۳۵۴	۱۶	p/c	۰,۰۲۸۶۵۹
۳	ارزش خالص دارایی‌ها	۰,۰۶۹۵۸	۱۰	ارزش تصفیه	۰,۰۴۸۲۷	۱۷	ev/ebit	۰,۰۲۸۴۲۶
۴	fcff	۰,۰۶۴۶۰۲	۱۱	ارزش اسمی	۰,۰۳۷۹۸	۱۸	ev/s	۰,۰۲۳۷۶۶
۵	apv	۰,۰۵۹۳۶۴	۱۲	ارزش دفتری	۰,۰۳۱۱۲	۱۹	p/b	۰,۰۲۲۸۳۴
۶	fcfe	۰,۰۵۸۷۸۲	۱۳	p/s	۰,۰۳۰۹۹	۲۰	p/cf	۰,۰۲۰۵۰۴
۷	ارزش جایگزینی	۰,۰۵۸۰۶۵	۱۴	p/nav	۰,۰۲۹۵۹	۲۱	p/dps	۰,۰۱۸۸۷۳

همان‌طور که از جدول بالا مشخص است بر اساس رتبه‌بندی معیارهای ارزش‌گذاری، میانگین ebit رتبه یک را به خود اختصاص داده است. رتبه‌های بعدی به ترتیب به p/e گذشته و ارزش خالص دارایی‌ها تعلق می‌گیرد.

۱۰- شرکت‌های بازرگانی و خرده‌فروشی

جدول زیر رتبه معیارهای ارزش‌گذاری را در شرکت‌های بازرگانی و خرده‌فروشی نشان

می‌دهد:

جدول ۱۳. معیارهای ارزش‌گذاری را در شرکت‌های بازرگانی و خرده‌فروشی

رتبه	نام معیار	وزن معیار	رتبه	نام معیار	وزن معیار	رتبه	نام معیار
۱	p/e گذشته	۰,۱۱۹۶۸۵	۸	eva	۰,۰۵۰۵۷	۱۵	p/e جز گذشته
۲	میانگین ebit	۰,۱۱۷۳۱۵	۹	ارزش تصفیه	۰,۰۴۹۵۹	۱۶	ev/ebit
۳	ارزش خالص دارایی‌ها	۰,۰۷۳۱۱۷	۱۰	ddm	۰,۰۴۹۲۳	۱۷	p/c
۴	fcff	۰,۰۶۰۵۲۵	۱۱	ارزش اسمی	۰,۰۳۸۹۶	۱۸	ev/s
۵	ارزش جایگزینی	۰,۰۵۹۹۶۱	۱۲	p/s	۰,۰۳۲۵۴	۱۹	p/b
۶	fcfe	۰,۰۵۴۶۰۷	۱۳	p/nav	۰,۰۳۱۵۷	۲۰	p/cf
۷	apv	۰,۰۵۴۳۳۸	۱۴	ارزش دفتری	۰,۰۳۱۱۲	۲۱	p/dps

همان‌طور که از جدول بالا مشخص است بر اساس رتبه‌بندی معیارهای ارزش‌گذاری، p/e گذشته رتبه یک را به خود اختصاص داده است. رتبه‌های بعدی به ترتیب به میانگین ebit و ارزش خالص دارایی‌ها تعلق می‌گیرد.

جمع‌بندی، نتیجه‌گیری و پیشنهادها

همان‌طور که در بالا نشان داده شد بر اساس نظر خبرگان در هریک از اقسام ۱۰ گانه شرکت‌های مورد بررسی یکی از رویکردهای ۴ گانه از کارایی بیشتر برای ارزیابی شرکت‌ها برخوردار است. بر اساس نتایج رتبه‌بندی رویکردهای ارزش‌گذاری، رویکرد تنزیل جریان‌های نقدی رتبه یک را به خود اختصاص داده است. رتبه‌های بعدی به ترتیب بر اساس سودآوری، بر اساس دارایی‌ها و بر اساس روش مقایسه‌ای - بازاری (نسبی)، تعلق می‌گیرد. همچنین متناسب با نظر کارشناسان مطابق جداول بخش قبل، بهترین روش ارزش‌گذاری از میان ۲۱ روش در هریک از اقسام شرکت‌ها، انتخاب و معرفی گردید. در انتها به صورت خلاصه می‌توان برترین روش‌های ارزش‌گذاری در اقسام ۱۰ گانه شرکت‌ها را از قرار جدول ۱۴ دانست:

جدول ۱۴. برترین روش های ارزش گذاری

روش های برتر ارزش گذاری	نوع شرکت	ردیف
میانگین ebit	تولیدی	۱
گذشته p/e		
fcff		
میانگین ebit	خدماتی	۲
گذشته p/e		
fcff		
گذشته p/e	سرمایه گذاری و هلدینگها	۳
میانگین ebit		
ارزش خالص دارایی ها		
گذشته p/e	شرکت های انبوه سازی، املاک و مستغلات	۴
میانگین ebit		
ارزش خالص دارایی ها		
گذشته p/e	بانکها و مؤسسات اعتباری،	۵
میانگین ebit		
ارزش خالص دارایی ها		
میانگین ebit	بیمه ها و صندوق های بازنشستگی	۶
گذشته p/e		
fcff		
میانگین ebit	سایر واسطه گری های مالی و خدمات مالی،	۷
گذشته p/e		
fcff		
گذشته p/e	زراعت و تولید محصولات کشاورزی و غذایی	۸
میانگین ebit		
ارزش خالص دارایی ها		
میانگین ebit	مخابرات و شرکت های دانش بنیان و فن آوری اطلاعات	۹
گذشته p/e		
ارزش خالص دارایی ها		
گذشته p/e	شرکت های بازرگانی و خرده فروشی	۱۰
میانگین ebit		
ارزش خالص دارایی ها		

جدول ۱۵. برترین روش های ارزش گذاری بدست آمده از نتایج پژوهش در اقسام ۱۴ گانه

شرکت ها

نوع شرکتها	مؤلفه های با اهمیت با رتبه یک	مؤلفه های با اهمیت با رتبه دو	مؤلفه های با اهمیت با رتبه سه	مؤلفه های با اهمیت با رتبه چهار
گروه الف)				
۱) شرکت های تولیدی	رویکرد مبتنی بر تزیل جریانهای نقدی	رویکرد مبتنی بر سودآوری	رویکرد مبتنی بر دارائی	رویکرد بازاری (مقایسه ای)
۲) شرکت های خدماتی	رویکرد مبتنی بر تزیل جریانهای نقدی	رویکرد مبتنی بر سودآوری	رویکرد بازاری (مقایسه ای)	رویکرد مبتنی بر دارائی
۳) شرکت های سرمایه گذاری و هلدینگها	رویکرد مبتنی بر تزیل جریانهای نقدی	رویکرد مبتنی بر دارائی	رویکرد بازاری (مقایسه ای)	رویکرد مبتنی بر سودآوری
۴) شرکت های انبوه سازی، املاک و مستغلات	رویکرد مبتنی بر تزیل جریانهای نقدی	رویکرد مبتنی بر دارائی	رویکرد بازاری (مقایسه ای)	رویکرد مبتنی بر سودآوری
۵) بانکها و موسسات اعتباری	رویکرد مبتنی بر تزیل جریانهای نقدی	رویکرد مبتنی بر دارائی	رویکرد بازاری (مقایسه ای)	رویکرد مبتنی بر سودآوری
۶) بیمه ها و صنایعهای بازنشستگی	رویکرد مبتنی بر تزیل جریانهای نقدی	رویکرد مبتنی بر سودآوری	رویکرد مبتنی بر دارائی	رویکرد بازاری (مقایسه ای)
۷) سایر واسطه گری های مالی و خدمات مالی	رویکرد مبتنی بر تزیل جریانهای نقدی	رویکرد مبتنی بر سودآوری	رویکرد بازاری (مقایسه ای)	رویکرد مبتنی بر دارائی
۸) زراعت و تولید محصولات کشاورزی و غذایی	رویکرد مبتنی بر تزیل جریانهای نقدی	رویکرد مبتنی بر دارائی	رویکرد بازاری (مقایسه ای)	رویکرد مبتنی بر سودآوری
۹) مخابرات و IT و شرکتهای دانش بنیان و فن آوری اطلاعات	رویکرد مبتنی بر تزیل جریانهای نقدی	رویکرد مبتنی بر دارائی	رویکرد بازاری (مقایسه ای)	رویکرد مبتنی بر سودآوری
۱۰) شرکتهای بازرگانی و خرده فروشی	رویکرد مبتنی بر تزیل جریانهای نقدی	رویکرد مبتنی بر دارائی	رویکرد بازاری (مقایسه ای)	رویکرد مبتنی بر سودآوری
گروه ب)				
۱۱) شرکتهای زیان ده (دارای تاووم فعالیت)	رویکرد مبتنی بر دارائی	رویکرد بازاری (مقایسه ای)	رویکرد مبتنی بر سودآوری	رویکرد مبتنی بر تزیل جریانهای نقدی
۱۲) شرکتهای پروژه (کمتر از ۷۰ درصد پیشرفت)	رویکرد مبتنی بر تزیل جریانهای نقدی	رویکرد مبتنی بر دارائی	رویکرد بازاری (مقایسه ای)	رویکرد مبتنی بر سودآوری
۱۳) شرکتهای در حال انحلال یا منحل شده (فاقد تاووم فعالیت)	رویکرد مبتنی بر دارائی	رویکرد بازاری (مقایسه ای)	رویکرد مبتنی بر تزیل جریانهای نقدی	رویکرد مبتنی بر سودآوری
۱۴) شرکتهای استراتژیک و دانش بنیان و ایده ها (قبل از بلوغ)	رویکرد مبتنی بر تزیل جریانهای نقدی	رویکرد مبتنی بر دارائی	رویکرد بازاری (مقایسه ای)	رویکرد مبتنی بر سودآوری

در نتایج بدست آمده این نکته مشهود است که کمابیش در تمامی اقسام شرکت‌ها روش میانگین ebit روش مورد تأکید است. همچنین روش p/e گذشته نیز به‌غیر از شرکت‌های زیان‌ده در تمامی شرکت‌ها مورد تأیید است. به عبارت دیگر عمده صاحب‌نظران این رشته (دسته کم در محیط ارزش‌گذاری ایران) معتقدند این دو روش افزون بر جامعیت از کارایی لازم در ارزیابی عمده شرکت‌ها برخوردار هستند. البته این امکان وجود دارد که سهولت محاسبه این دو روش نسبت به سایر روش‌ها به ویژه روش‌های تنزیلی، دلیل انتخاب آنها باشد.

همچنین برای پژوهش‌های بعدی پیشنهادی می‌شود مدل ارائه شده در این پژوهش با استفاده از روش‌های دیگر آزمون شود. همچنین می‌توان با ارزش‌گذاری هر یک از شرکت‌های ۱۰ گانه بر اساس مدل ارائه شده، و مقایسه آن با ارزش بازار آینده سهام آن شرکت‌ها کارایی هر مدل را ارزیابی کرد.



منابع

- اسلام‌پناه و همکاران (۱۳۹۳). مقایسه کارایی مدل تنزیل جریانات نقدی سنتی با مدل تنزیل جریانات نقدی شبیه‌سازی شده با مونت کارلو در ارزش‌گذاری سهام. تحقیقات مالی، شماره ۱۹.
- اسلامی بیدگلی و همکاران (۱۳۸۷). ارزیابی عملکرد مدل‌های ارزش‌گذاری در بورس اوراق بهادار. تحقیقات مالی، دوره ۱۰.
- امامی روزبهانی، حامد؛ دمرچلی، طیبه. (۱۳۹۸). بررسی ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها به روش FCFE و FCFE. مطالعات مدیریت و کارآفرینی، شماره ۱.
- ترقی جاه، زهرا؛ نیکو مرام، هاشم. (۱۳۹۴). بررسی مدل‌های ارزش‌گذاری سهام با رویکرد دستیابی به مدل بهینه در صنعت بانکداری ایران. دانش مالی پژوهش اوراق بهادار (مطالعات مالی)، شماره ۲۸. تهران، رضا. (۱۳۷۴). بررسی عوامل مؤثر بر قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران. رساله دکتری. دانشگاه تهران.
- دلاور، علی (۱۳۸۳). مبانی نظری و علمی پژوهش تهران، رشد.
- سلیمی و همکاران (۱۳۹۹). تأثیر ارزش‌گذاری بیش از اندازه شرکت‌ها بر رابطه بین دستیابی به سطوح عملکردی و اقلام تعهدی غیرمنتظره. پژوهش‌های تجربی حسابداری، شماره ۳۷.
- صالحی و همکاران (۱۳۹۸). ارائه الگوی تعدیلی از مدل‌های ارزش‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای با استفاده از مدل صرف مومنتوم. دانش مالی پژوهش اوراق بهادار (مطالعات مالی)، شماره ۴۳.
- عسگرزاده و همکاران (۱۳۹۶). ارزش‌گذاری سهام با استفاده از گروه‌بندی سه‌بعدی. راهبرد مدیریت مالی، شماره ۱۷.
- قالیباف اصل، حسن؛ بابالیویان، شهرام. (۱۳۹۳). بررسی مدل ارزش‌گذاری سهام بانک‌ها. روند، شماره ۶۸.
- کریمی، صدیقه؛ نصر، احمدرضا. (۱۳۹۱). روش‌های تجزیه و تحلیل داده‌های مصاحبه. پژوهش سال، شماره ۱.
- کاظمی، حسین؛ جهانگیری، علی. (۱۳۹۲). مقایسه کارایی مدل‌های جریان‌های نقدی آزاد در ارزش‌گذاری شرکت‌ها. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۱۸.

- مجتهد زاده، ویدا؛ جهان‌خانی، علی. (۱۳۸۲). ارزش‌گذاری شرکت‌ها. مجموعه مقالات بازار سرمایه، انتشارات راهبرد، چاپ اول.
- ملکیان، اسفندیار؛ نظری، حسن. (۱۳۹۷). بررسی محتوای اطلاعات اضافی مدل‌های نوین ارزش‌گذاری سهام. حسابداری مالی، شماره ۳۸
- هواس بیگی، رضا. (۱۳۷۶). مقایسه تئوری‌های ارزش‌گذاری سهام با روند واقعی تغییرات قیمت آن در بورس اوراق بهادار. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت.

References

- Asgarzadeh et al. (2017), "Stock valuation using three-dimensional grouping", *Financial Management Strategy*, No. 17. (In Persian).
- Braun, V. & Clarke, V. (2006). Using thematic analysis in psychology. *Qualitative Research in Psychology*, Vol. 3, No. 2, Pp. 77-101.
- Budi Frensidy, Ryan Joshua Pelealu, and Robiyanto Robiyanto. (2020). Analysis of Equity Valuation Models and Target Price Accuracy: An Evidence From Analyst Reports in Indonesia. *Sage journals*. vol. 10, issue 4
- Delavar, Ali (2004), "Theoretical and scientific foundations of research", Tehran, Roshd. (In Persian).
- Emami Roozbehani, Hamed; Demerchali, Tayebeh (1398), "Study of company stock valuation by FCFF and FCFE method", *Management and Entrepreneurship Studies*, No. 1. (In Persian).
- Eslami Bidgoli et al. (2008), "Evaluation of the performance of valuation models in the stock market", *Financial Research*, Volume 10. (In Persian).
- Fama, E.F. and French, K.R. (1993) Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 1993, vol. 33, issue 1, 3-56.
- Fama, E.F; and French, K.R. (2004) The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Journal of Economic Perspectives*, 18, 25-46.
- Frankel, R., and Lee, C; (1998). Accounting Valuation, Market Expectation and the book to Market Effect. *Journal of Accounting and Economic (June)*: 283-319.
- Hess, H., Homburg, SH and Sievers, Lorenz. (2009). Extended Dividend, Cash Flow and Residual Income Valuation Models - Accounting for Deviations from Ideal Conditions, University of Cologne, Germany. *European Accounting Association Conference 2009*.

- Hwas Beigi, Reza. (1376). "Comparison of stock valuation theories with the real trend of its price changes in the stock exchange ". Master's thesis. University of Tehran, *Faculty of Management*. (In Persian).
- Ignacio Vélez-Pareja and Politécnico Grancolombiano (2005). Valuating Cash Flows In An Inflationary Environment.
- Islampanah et al. (2014), "Comparison of the efficiency of the traditional cash flow discount model with the cash flow discount model simulated with Monte Carlo in stock valuation", *Financial Research*, No. 19. (In Persian).
- Kaplan, S., and Ruback, R; (1995). The Valuation of Cash Flow forecasts: An Empirical Analysis. *Journal of Finance* (September):1059:93.
- Karimi, Sedigheh; Nasr, Ahmad Reza (2012), "Methods of analyzing interview data", *Research of the year*, No. 1. (In Persian).
- Kazemi, Hossein; Jahangiri, Ali (2013), "Comparison of the efficiency of free cash flow models in corporate valuation", *Accounting and Auditing Research*, No. 18. (In Persian).
- Kevin C.W; Chen, Zhihong Chen (2009). Agency Costs of Free Cash Flow and the Effect of Shareholder Rights on the Implied Cost of Equity Capital.(www. ssrn.com)
- Malekian, Esfandiari; Nazari, Hassan; (2015), "Investigating the Content of Additional Information on New Stock Valuation Models", *Financial Accounting*, No. 38. (In Persian).
- Mojtahedzadeh, Vida; Jahankhani, Ali (2003) "Valuation of companies". Capital Market Articles Collection, Strategy Publications, First Edition. (In Persian).
- Penman, S; (2013). Financial Statement Analysis and Security Valuation, 5th ed. New York: The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Penman, S; (2015). The Routledge Companion to Financial Accounting Theory, 1th ed. Routledge, Inc.
- Qalibaf Asl, Hassan; Babaluyan, Shahram; (2014), "Study of bank stock valuation model", *Trend*, No. 68. (In Persian).
- Salehi et al. (1398), "Presenting an adjustment model of capital asset valuation models using the momentum model", *Securities Research Financial Knowledge (Financial Studies)*, No. 43. (In Persian).
- Salimi et al. (2020), "The Effect of Overvaluation of Companies on the Relationship between Achieving Performance Levels and Unexpected Accruals", *Empirical Accounting Research*, No. 37. (In Persian).

- Sorensen, E.H; and Williamson, D.A; (1985). "Some Evidence on the Value of the Dividend Discount Model". *Financial analyst Journal* 41:60-69.
- Targhi Jah, Zahra; Niko Maram, Hashem (2015), "Study of stock valuation models with the approach of achieving an optimal model in the Iranian banking industry", *Financial Knowledge of Securities Research (Financial Studies)*, No. 28. (In Persian).
- Tehrani, Reza (1374). (Study of factors affecting the stock price in Tehran Stock Exchange". Doctoral dissertation. University of Tehran. (In Persian).

COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.

