

## بررسی مدل‌های ارزشگذاری سهام با رویکرد دستیابی به مدل بهینه در صنعت بانکداری ایران

زهرا ترقی جاه<sup>۱</sup>  
هاشم نیکومرام<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۹۳/۶/۲۱ تاریخ پذیرش: ۹۳/۸/۱

### چکیده

ارزشیابی دانشی است که به کمک آن می‌توان کلیه عوامل مؤثر بر جریان نقدی شرکت‌ها را مدل‌سازی و با تنزیل جریان‌های نقدی شرکت، قیمت ذاتی سهام را تعیین کرد. مدل ارزشیابی، کلیه فرآیندهای مالی شرکت را شبیه‌سازی می‌کند. بنابراین، سرمایه‌گذاران می‌توانند به کمک آن، تاثیر نسبی گزارش‌ها بر قیمت ذاتی سهام را محاسبه کرده و معاملات خود را با توجه به سود مورد انتظار انتظام دهند. مدیران هم می‌توانند تاثیر تصمیمات خود را پیش از عملی کردن آن، اندازه‌گیری کرده و بیش‌ترین ارزش را عاید سهامداران کنند. کارایی بورس‌های معتبر دنیا ریشه در نهادهایی دارد که معاملات عمده خود را بر مبنای ارزشیابی‌های دقیق صورت می‌دهند. بنابراین، با توجه به اینکه صنعت بانکداری ایران بخش قابل توجهی از حجم سرمایه‌بورس را به خود اختصاص داده است، ارزشگذاری صحیح این سهام از اهمیت قابل ملاحظه‌ای برخوردار است. این پژوهش به معنادر بودن یا نبودن تاثیر به کارگیری روشهای مختلف ارزشگذاری در به دست آوردن ارزش ذاتی سهام بانکهای خصوصی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پرداخته است. شواهد تجربی گویای آن است 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.

**واژه‌های کلیدی:** ارزشگذاری، ارزش ذاتی سهام، مدل‌های ارزشگذاری سهام، تنزیل جریان‌های نقدی سهام.

۱- دانشجوی کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران، ایران  
۲- استادتمام دانشکده مدیریت دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران، ایران

## ۱- مقدمه

با توسعه اقتصادی کشور و بزرگ شدن سازمان ها، زمانی می‌رسد که اداره این سازمان ها در روابط پیچیده اقتصادی نوین از عهده یک فرد خارج است. از این زمان است که دوران شکل‌گیری شرکت‌های سهامی و جداسازی سرمایه‌گذاران و مدیران ضرورت می‌یابد و مدیریت از مالکیت جدا می‌شود. شرکت‌های سهامی، سازمان بورس، بانک‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های سرمایه‌گذاری از بنیان‌های این دوران نوین اقتصادی می‌باشند. در این دوران است که سهام به واحد و شاخص اقتصادی تبدیل می‌شود و ارزش‌گذاری آن، دغدغه اصلی سرمایه‌گذاران و اقتصاددانان.

فعال شدن بورس و تشکیل و راه‌اندازی صدها شرکت سرمایه‌گذاری در ایران نوید ورود به این دوران از توسعه اقتصادی کشور را می‌دهد. فعالیت درست و علمی در این دوران می‌تواند راه ورود سرمایه‌های سرگردان و یا فعال در بازارهای غیر تولیدی را به مسیر درست و فعالیت‌های سازنده، هموار سازد و توسعه و شکوفایی اقتصادی را به ارمان آورد. نخستین گام در این مسیر پیاده‌سازی اصول علمی ارزش‌گذاری سهام است. (شرکت تامین سرمایه ی امین، ۱۳۸۷)

از دیگر نقش‌های مهم ارزش‌گذاری صحیح، ارتباط دوسویه ی آن با ارزش آفرینی شرکت هاست. ارزیابی منطقی ارزش شرکت، شرایط لازم برای ارزش آفرینی را فراهم می‌کند. دارایی‌های مالی، ابزارهای ارزش آفرینی و مدیریت شرکت است. در اختیار داشتن مجموعه اوراق بهادار کارآمد می‌تواند در ارتقاء ارزش شرکت و تداوم ارزش آفرینی شرکت مؤثر باشد. برای در اختیار داشتن

مجموعه اوراق بهادار کارآمد، فرآیند ارزشیابی می‌تواند بسیار مفید و مؤثر باشد. (رهنمای رودپشتی، نیکومرام، شاهوردیانی، ۱۳۸۵) لذا اهمیت ارزشیابی و ارزش‌گذاری سهام ما را بر آن داشت تا در این پژوهش ضمن بررسی اجمالی مدل‌های ارزش‌گذاری سهام و مقایسه ارزش ذاتی سهام در بانک‌های خصوصی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با ارزش بازار آنها به ارائه ی مدل ارزش‌گذاری بهینه در این صنعت به عنوان صنعتی که بخش قابل توجهی از سرمایه بورس را به خود اختصاص داده است، پردازیم.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

چگونگی تعیین قیمت بازار سهام از دیر باز مورد توجه و بحث اندیشمندان حوزه مالی و حسابداری بوده است، به طوری که تا کنون روشهای متعددی در خصوص ارزش‌گذاری سهام از سوی این اندیشمندان مطرح گردیده است. مسئله ی اصلی در بحث ارزش‌گذاری، نبود مدل‌های کافی برای ارزش‌گذاری یک دارایی نیست؛ بلکه باید گفت برای رسیدن به یک ارزش‌گذاری معقول، انتخاب مدل صحیح برای ارزش‌گذاری به همان میزان مهم است که فهم چگونگی استفاده از آن مدل مهم است. (شرکت تامین سرمایه امین، ۱۳۸۷)

پیش از بررسی روش‌هایی که تا کنون در خصوص ارزش‌گذاری سهام مطرح گردیده است، ابتدا به بیان مبانی نظری موجود در این حوزه پرداخته و سپس به دلیل آشنایی اکثر محققان مالی با مدل‌های ارزش‌گذاری سهام به ارائه شرح مختصری از این مدل‌ها می‌پردازیم.

## ۱-۲- ارزشگذاری، مدل‌ها و فرآیندها

ارزش گذاری<sup>۱</sup> فرایندی است که طی آن میزان بهای جاری یک دارایی تعیین می‌گردد. واضح ترین نوع دارایی، دارایی مشهود است. دارایی‌ها ممکن است به صورت دارایی‌های نامشهود باشد. چنین دارایی‌هایی در یک واحد اقتصادی، شامل تمام دارایی‌هایی است که ماهیت فیزیکی ندارند اما دارای فواید و منافع مهمی برای موفقیت واحد اقتصادی هستند. این فواید برای مالک دارایی‌های نامشهود، معمولاً براساس بازده مالی آنها اندازه گیری می‌شود. سومین نوع دارایی که می‌تواند ارزش گذاری شود یک بنگاه اقتصادی در مجموع است و در آن ترکیبی از کل داراییهای مشهود و نامشهود ارزش گذاری می‌گردد. بنابراین در ارزش گذاری یک بنگاه اقتصادی به عنوان یک واحد، باید ترکیبی از دارایی‌های مشهود و نامشهود که دارای وحدت استفاده هستند، ارزش گذاری شود. (شرکت تامین سرمایه ی امین، ۱۳۸۷)

در ارزشیابی گامهای اساسی زیر مدنظر قرار می‌گیرد: **گام اول** شناخت محیط کلان اقتصادی است. در این مرحله، شناخت سیاست‌های پولی و مالی که توسط نهادها و سازمانها و دستگاه‌های دولتی وضع می‌شود و بر اقتصاد کلان کشور تاثیر دارد، دارای اهمیت فراوان است، زیرا چنین شرایط اقتصادی بر کلیه صنایع و شرکتها مؤثر است. ابزارهای سیاست مالی نظیر کاهش نرخ مالیات می‌تواند مشوقی برای افزایش مخارج باشد. در صورتی که وضع مالیات‌های اضافی بر درآمدها می‌تواند از مخارج بکاهد.

سیاست پولی کاهش نرخ رشد عرضه پول، موجب عرضه وجوه برای سرمایه در گردش و توسعه فعالیت‌های اقتصادی خواهد شد. مشابه آن،

سیاست پولی انقباضی، با هدف افزایش نرخ بهره در بازار موجب می‌شود که هزینه ی تامین مالی بنگاه های اقتصادی را بالا ببرد. هر تجزیه و تحلیل اقتصادی نیازمند توجه به تورم است. تورم موجب تفاوت بین نرخ بهره ی اسمی و نرخ بهره ی واقعی و تغییر رفتار هزینه ی پس انداز مصرف کنندگان و شرکت ها می‌شود. علاوه بر آن، تورم نرخ های بهره بر تراز تجاری کشورها و نرخ برابری پول تاثیر مستقیم و به تبع آن، بر وضعیت بنگاه های اقتصادی نیز تاثیر خواهد گذاشت.

علاوه بر واکنش سیاست پولی و مالی، وقایعی چون جنگ، انقلاب های سیاسی در کشورهای خارجی یا کاهش ارزش پول ملی موجب تغییراتی در محیط تجاری می‌شود که بر مخاطرات فروش و درآمد مورد انتظار می‌افزاید و صرف ریسک سرمایه گذار را افزایش می‌دهد. اگر یک کشور به رکود نزدیک باشد، انتظار کاهش قیمت اوراق بهادار را خواهیم داشت. در چنین شرایطی وزن کمتری از پرتفوی بر اساس ارزش بازار به این کشور تخصیص می‌یابد. بنابراین هر صنعت یا شرکت از تغییرات محیطی خارجی و داخلی در سطح کلان متاثر است.

**گام دوم** تجزیه و تحلیل صنایع و شناسایی صنایع پیشرو یا آسیب پذیر. شناخت مواردی که بر صنایع تاثیر دارند، شامل منابع موجود در کشور تولید کننده اصلی یک محصول، منابع مالی برای واردات و صادرات، مالیات ها... شناخت صنایع جایگزین، صنایع حرفه ای مثل فولاد یا خودرو، صنایع غیر حرفه ای نظیر خرده فروشی مواد غذایی در فرآیند ارزشیابی اوراق بهادار اهمیت زیاد دارد. جمعیت شناسی عامل دیگری است که دارای اثرات گسترده‌ای در صنایع می‌باشد.

مطلوب و دلخواه می باشد و ورود آن در پرتفوی با توجه به ضریب همبستگی با سایر داراییهای پرتفوی می باشد (رهنمای رودپشتی، نیکو مرام، شاهرودیانی، ۱۳۸۵).

## ۲-۲ تئوری های ارزشگذاری

تئوری های مالی تاریخچه ی کوتاهی در اقتصاد دارند. درجدول زیر به اختصار بر اساس سه پارادایم مالی سنتی، نئوکلاسیک و نوین، نظریه ها و مدل های ارزشگذاری بیان شده است.

**گام سوم** تجزیه و تحلیل شرکت. پس از چشم انداز صنعت، سرمایه گذار می تواند تجزیه و تحلیل مقایسه ای از عملکرد بنگاه های اقتصادی را در یک صنعت از طریق نسبت های مالی و جریان نقد انجام دهد. هدف از تجزیه و تحلیل شرکت، شناسایی بهترین شرکت در یک صنعت می باشد و این امر متضمن بررسی عملکرد قبلی بنگاه اقتصادی است. اما مهم تر از آن، تبیین دورنمای آتی شرکت است. پس از شناخت بنگاه اقتصادی و دور نمای آن می توانیم ارزش آن را مشخص کنیم. هدف نهایی در فرآیند ارزشیابی اوراق بهادار انتخاب بهترین سهم یا اوراق قرضه در صنعت

جدول ۱: پارادایم های مالی و مدل های ارزش گذاری

پارادایم	ویژگی	نظریه	مدل
سنتی	پیش بینی وضعیت آتی امکان پذیر است و روابط بین متغیرها، بسیار ساده و خطی می باشد.	نرخ تنزیل و ارزش ذاتی	مدل گوردن
		نظریه بازار	کارایی بازار
		ساختار مالی	مدل M&M
نئو کلاسیک	پیش بینی وضعیت آتی امکان پذیر نیست لذا ازطریق تنوع سازی ریسک خطا و پیش بینی را کاهش می دهند( ارتباط خطی است)	نظریه پرتفوی	مارکوویتز
			مدل CAPM
			مدل آربینتراژ
نوین	پیش بینی امکان پذیر نیست وارتباط بین پدیده ها نیز خطی نمی باشد.	آشوب	نظریه پرتفوی مدرن
			الگوریتم ژنتیک
			شبکه های عصبی
			مدل های فازی
			اطلاعات نا متقارن

## مدلهای ارزشگذاری - نمای کلی

ارزیابی کنیم. شامل حداقل دو روش «ارزش نقدشوندگی»<sup>۳</sup> و «هزینه ی جایگزینی»<sup>۴</sup>؛  
 (۲) روشهای ارزشگذاری تنزیل جریان نقدی<sup>۵</sup> که جریان های نقدی را برای رسیدن به ارزش سهام یا شرکت تنزیل می کنیم. جریان های نقدی سهام را

(۱) روشهای ارزشگذاری بر مبنای دارایی ها<sup>۲</sup> که در جایی به کار می رود که قصد داریم، دارایی های مورد تملک شرکت را از حیث ارزش فعلی

۱) شکاف بین نرخ بهره پرداختی به سپرده‌گذاران و نرخ بهره‌ای که از وام‌گیرندگان دریافت می‌نمایند.

۲) درآمد ناشی از حق الزحمه خدماتی که بانک‌ها به سپرده‌گذاران و وام‌گیرندگان ارائه می‌نمایند.

### ۱-۳-۲- وجوه متمایز کننده مؤسسات خدمات

#### مالی در ارزشگذاری

##### • بدهی ماده‌ی خام یا منبع سرمایه

در این مؤسسات بیش‌تر از اینکه به بدهی به عنوان یک منبع سرمایه‌ای نگریسته شود به آن به عنوان یک ماده‌ی اولیه نگریسته می‌شود که اغلب اوقات این مواد اولیه به محصولات مالی دیگر تبدیل شده با بهایی بالاتر به فروش رسیده و در نهایت برای مؤسسه سود آور می‌گردد.

##### • محدودیت‌های قانونی

در سراسر دنیا مؤسسات خدمات مالی به شدت تحت نظارت می‌باشند. در صورتی که محدودیت‌های قانونی در حال تغییر باشد و یا این که انتظار تغییر آنها در آینده وجود داشته باشد، چنین حالتی سایه‌ای از نااطمینانی (ریسک) نسبت به آینده به وجود می‌آورد که می‌تواند بر روی ارزش شرکت تاثیر بگذارد.

##### • سرمایه‌گذاری مجدد

برای اندازه‌گیری میزان سرمایه‌گذاری‌های مجدد دو متغیر خالص هزینه‌های سرمایه‌ای<sup>۱۳</sup> و میزان سرمایه در گردش<sup>۱۴</sup> مورد نیاز است. مؤسسات خدمات مالی در دارایی‌های نا مشهود مثل نام تجاری، سرمایه منابع انسانی سرمایه‌گذاری می‌کنند. در نتیجه سرمایه‌گذاری‌های آن‌ها برای رشد آتی در صورت‌های مالی حسابداری اغلب به عنوان هزینه‌های عملیاتی طبقه‌بندی می‌شوند. بنابراین صورت

می‌توان با دو نرخ تنزیل داد، یکی با به کار بردن هزینه‌ی سهام و دیگری با به کار بردن هزینه‌ی سرمایه که به وسیله‌ی آن به ارزش یک شرکت پی می‌برند. جریان‌های نقدی مربوط به سهام خود به تنهایی به می‌توانند به دو بخش تقسیم شوند، یکی بخش‌هایی که احساس می‌شود ثابتند؛ مانند تقسیم سودها و دیگری بخش‌هایی که احساس می‌شود که توسعه خواهند یافت مانند جریان‌های نقدی آزاد سهام.<sup>۶</sup>

این مدل‌ها بر مبنای مفروضاتی درباره‌ی رشد می‌توان به رشد ثابت<sup>۷</sup>، دو مرحله‌ای<sup>۸</sup> و سه مرحله‌ای<sup>۹</sup> مجدداً دسته‌بندی نمود.

۳) روش‌های ارزشگذاری نسبی<sup>۱۰</sup> که مبنای ارزشگذاری در اینها ضرایب می‌باشند؛ در این روش نیز می‌توان هم از حقوق صاحبان سهام و هم از ارزش شرکت به عنوان مقیاس سنجش ارزش استفاده نموده و این ضرایب را براساس مقدار درآمد، ارزش دفتری و فروش‌های-بالاخص متغیر- شرکت گزارش دهی نمود. ضرایب فوق به نوبه‌ی خود می‌توانند به وسیله‌ی مقایسه کردن شرکتها در یک تجارت و یا از طریق رگرسیون چند بخشی مورد ارزیابی قرار گیرند.

۴) روش‌های قیمت‌گذاری حق اختیار<sup>۱۱</sup> که در این روشها از ارزشگذاری مطالبات احتمالی<sup>۱۲</sup> استفاده می‌شود. شما می‌توانید یک حق امتیاز یا یک رزرو منبع طبیعی توسعه نیافته را همچون یک حق اختیار ارزشگذاری کنید. (شرکت تامین سرمایه امین، ۱۳۸۷)

### ۳-۲- ارزشگذاری سهام مؤسسات خدمات مالی

بانک‌ها در آمد خود را از دو منبع کسب می‌نمایند:

این ماده اولیه به درآمد و سایر محصولات مالی نقش عمده ای ایفا می‌کند، لازم است نقش رفتار زمانی نرخ بهره تبیین گردد تا به اهمیت استفاده از این روش در ارزشگذاری سهام بانک‌ها پی ببریم.

### ساختار زمانی نرخ بهره

ساختار زمانی نرخ بهره بدین مفهوم است. «رابطه بین زمان تا سررسید یک ورقه قرضه و بازده تا سررسید.» بازده تا سررسید عبارت از میانگین نرخ بازده که با سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه بدست آید اگر سرمایه گذار ورقه را تا تاریخ سررسید نگه دارد. زمان تا سررسید عبارتست از سالهایی که طول می‌کشد تا مبلغ تعهد شده (آخرین مبلغ) پرداخت شود. برای محاسبه تا سررسید از سه روش زیر استفاده می‌شود:

جریان وجوه نقد بانک مبلغ هزینه های سرمایه ای و به تبع آن هزینه استهلاک آن را بسیار کم تر از واقع نشان می‌دهد. تغییر در میزان این اقلام می‌تواند بسیار زیاد و پرنوسان باشد بدون اینکه با سرمایه‌گذاری مجدد بانک ارتباطی داشته باشد.

### ۲-۳-۲- مدل‌های موجود برای ارزش‌گذاری

#### مؤسسات مالی

### ۲-۳-۲-۱- مدل ارزش‌گذاری تنزیل جریان های

#### نقدی

در مدل تنزیل جریان های نقدی، ارزش یک دارایی با محاسبه ی ارزش حال جریان های نقدی آتی حاصل از آن دارایی محاسبه می‌شود. همان طور که در ابتدای بحث ارزش‌گذاری بانک‌ها بیان گردید، بدهی برای مؤسسات مالی به عنوان ماده اولیه محسوب می‌شود و از آنجایی که نرخ بهره در تبدیل

نام روش	رابطه محاسباتی	شرح عملیاتی
میانگین حسابی	$AM = \frac{\sum HPY}{n}$	$\sum HPY =$ مجموع بازده های سالانه دوره نگهداری $HPY$ = برابر است با $HPR$ منهای یک $HPR =$ از تقسیم ارزش سرمایه‌گذاری پایان دوره بر ارزش سرمایه‌گذاری اول دوره
میانگین هندسی	$GM = [\pi HPR]^{1/n}$	در این روش، به بازده سالانه آینده مورد انتظار اوراق قرضه عدد ۱ اضافه گردد. به عبارتی ریشه $n$ م حاصل ضرب $HPR$ ها برای $n$ سال است. $\pi =$ حاصل ضرب نرخ های سالانه دوره نگهداری به صورت زیر است: $(HPR_1)(HPR_2) \dots (HPR_n)$
بازده داخلی تا سررسید	$IRR = \frac{\sum CFAT^{(1)}}{(1+r)^n} - I_0$ $r =$	$CFAT =$ جریان نقد خالص آینده (مورد انتظار سرمایه گذار) $r =$ نرخ بازده داخلی $I_0 =$ سرمایه‌گذاری اولیه ( ارزش اولیه )

## ۲-۲-۳-۲- مدل ارزش گذاری تنزیل سودهای

### تقسیمی

در مدل اصلی تنزیل سودهای تقسیمی ارزش یک سهم، عبارت است از «ارزش فعلی سودهای تقسیمی مورد انتظار برای آن سهم» می‌باشد. با فرض اینکه سهم معامله شده دارای عمر نامحدودی است، ارزش سهم به صورت زیر خواهد بود.

$$V = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{DPS_t}{(1+k_e)^t}$$

$DPS_1$  = سود تقسیمی مورد انتظار هر سهم در زمان  $t$   
 $K_e$  = نرخ مورد انتظار صاحبان سهام

در موارد به خصوصی انتظار می رود تا سودهای تقسیمی از رشدی ثابت و پایدار برخوردار باشند، در این حالت از فرمول رشد گوردن استفاده خواهیم کرد.

$$V = \frac{DPS_1}{(k_e - g)}$$

$g$  = نرخ رشد ثابت مورد انتظار

در حالت کلی برای ارزش گذاری یک سهم با استفاده از مدل تنزیل سودهای تقسیمی نیاز است تا نرخ هزینه ی سهم، نسبت سود سهام پرداختی مورد انتظار و نرخ مورد انتظار رشد سودآوری هر سهم در طی سال های آتی برآورد گردد. بنابراین هزینه سهام عبارتست از:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

$R_f$ : نرخ بازده بدون ریسک

$R_m$ : نرخ بازده بازار

$$\beta = \frac{\text{cov}(\text{بازدهی بازار} \times \text{بازدهی سهم})}{\text{var}(\text{بازدهی بازار})}$$

سود تقسیمی مورد انتظار برای هر سهم در یک دوره ی آتی می‌تواند از طریق حاصل ضرب سود مورد انتظار برای هر سهم در آن دوره و نسبت سود پرداختی مورد انتظار در آن دوره محسوب شود. اگر سودهای تقسیمی منحصر بر مبنای سودآوری باشد، نرخ رشد مورد انتظاری که ارزش شرکت را تعیین خواهد نمود، نرخ رشد مورد انتظار در سود آوری است.

بازده حقوق صاحبان سهام  $\times$  نرخ سود تقسیم نشده = نرخ رشد مورد انتظار در سود هر سهم

اگر انتظار داشته باشیم که نرخ بازده حقوق صاحبان سهام در طول زمان تغییر کند، نرخ رشد مورد انتظار سود هر سهم نیز می‌تواند به صورت زیر محاسبه گردد.

$$(1 - \text{نسبت سود پرداختی} + ROE_{t+1} + (ROE_{t+1} - ROE_t) / ROE_t) = \text{نرخ رشد مورد انتظار سود هر سهم}$$

در خاتمه برای استفاده از مدل تنزیل سودهای تقسیمی، مجبوریم فرض نماییم که مؤسسات خدمات مالی که قصد ارزش گذاری آن ها را داریم، از یک مقطع زمانی به بعد در آینده از رشد ثابت برخوردار خواهند شد. این رشد ثابت برابر و یا کمتر از نرخ رشد اقتصادی تعریف شده است.  
 $ROE / g$  ثابت رشد  $1 -$  = نسبت سود تقسیمی در زمان رشد ثابت

## ۲-۴- پیشینه پژوهش

سورنسون و ویلیامسون تعداد 150 سهم از شرکت های عضو S&P400 را در دسامبر ۱۹۸۰ توسط مدل ارزش فعلی سود های تقسیمی ارزشگذاری نمودند. آنها با استفاده از اختلاف بین قیمت بازار و ارزش های بدست آمده از مدل، پنج

سال های ۱۳۷۴ و ۱۳۷۵ بین این دو اختلاف معنی داری وجود دارد. یعنی در سال های ۱۳۷۲ و ۱۳۷۳ این مدل در بازاریارای کارآیی و در سال های ۱۳۷۴ و ۱۳۷۵ فاقد کارآیی می باشد.

مجتهد زاده و جهانخانی در تحقیق خود در سال ۱۳۸۲ به معرفی مدل های محرک ارزش، جریانانات نقد آزاد و ارزش افزوده اقتصادی می پردازند. آنها عنوان می نمایند که مدل تنزیل جریانانات نقد از طریق تنزیل جریانانات نقد آتی، ارزش واقعی از شرکتها ارائه می دهد. در انتها آنها به معرفی مدل ارزش افزوده اقتصادی می پردازند و عنوان می نمایند که این مدل مبانی روشنی برای ارزیابی عملکرد یک پروژه سرمایه گذاری جدید و یا انجام یک استراتژی نو ارائه می دهد.

در تحقیق دیگری که توسط حسن قالیباف اصل، محمد رضا رستمی و حجت اله انصاری در سال ۱۳۸۶ با عنوان نقد روش های متداول ارزشگذاری شرکت ها و معرفی مدل های مناسب، انجام پذیرفت، چهار مدل ارزشگذاری، مدل گودون، روش تنزیل جریانانات نقدی آزاد، روش ارزش افزوده اقتصادی و روش ارزش فعلی تعدیل شده، بررسی گردید. ایشان چنین نتیجه گرفتند که وضعیت صنعت، وضعیت شرکت، سود آوری حاصل از فعالیت مالی (سرمایه گذاری مالی) فعلی شرکت، سود آوری ناشی از طرح های سرمایه گذاری شرکت و ریسک شرکت در ارزش گذاری باید مورد توجه قرار گیرد.

غلامرضا اسلامی بیدگلی، سعید باجلان و وحید محمودی در سال ۱۳۸۷ به ارزیابی عملکردشش مدل ارزشیابی گوردن، تنزیل سود تقسیمی دو مرحله ای، تنزیل جریانانات نقد آزاد قابل پرداخت به سهامداران، ارزش فعلی تعدیل شده، نسبت قیمت به عایدات و مدل تنزیل عایدات پسماند پرداختند و این چنین نتیجه

پرتفوی تشکیل دادند. آنها مشاهده نمودند که پرتفوی که ارزش ذاتی آن بیش از ارزش بازار بوده انحراف مثبت از بازده تعیین شده توسط مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای را نشان می دهد در حالیکه پرتفوی که ارزش ذاتی آن کمتر از ارزش بازار می باشد انحراف منفی را نشان می دهد.

کاپلان و روبک شواهدی را مبنی بر توانایی مدل تنزیل جریانانات نقدی در توضیح ارزش مبادلاتی برای یک نمونه 51 تایی از سهام ارائه نموده اند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که میانه تخمین مدل ارزش جریانانات نقد در فاصله 10% ارزش بازار قرار دارد و این مدل در مقایسه با مدل های مبتنی بر شرکت های قابل مقایسه بهتر عمل می نماید.

فرانک و لی در تحقیقی که انجام دادند دریافتند که روش عایدات غیرعادی در مقایسه با تخمین های مبتنی بر عایدات، ارزش های دفتری و یا ترکیبی از هر دو بخش قابل ملاحظه ای از تغییرات قیمت سهام را توضیح می دهند.

تهرانی در پایان نامه دکتری خود در سال ۱۳۷۴ عوامل موثر بر قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران نظیر سود هر سهم، سود تقسیمی، نرخ رشد و ... را مورد بررسی قرار می دهد و از میان آنها سود هر سهم و سود تقسیمی را به عنوان موثرترین عوامل بر قیمت سهام شناسایی می نماید.

هواس بیگی در تحقیق دیگری که در فاصله زمانی ۱۳۷۲ تا ۱۳۷۵ انجام داد، ارزش معاملاتی سهام را با ارزش ذاتی آن که بر مبنای مدل گوردن به دست آمده مورد مقایسه قرار داده است. فرضیه اصلی تحقیق وی این بود که بین قیمت معاملاتی و ارزش ذاتی تفاوت فاحشی وجود ندارد. نتایج حاصله نشان داد که در سال های ۱۳۷۲ و ۱۳۷۳ اختلاف معنی داری بین ارزش ذاتی و معاملاتی وجود ندارد اما در



جلسات آنها جهت انجام محاسبات و آزمون فرضیه‌ها به صورت میدانی از طریق گزارشهای ادواری و آمارهای سازمان بورس و اوراق بهادار تهران.

✓ فیش برداری از ادبیات تحقیق تحقیقات پیشین و سایر منابع کتابخانه‌ای برای تدوین مبانی نظری تحقیق.

برای دستیابی به اهداف تحقیق، از بین شرکتهای پذیرفته شده و فعال در صنایع مختلف در سازمان بورس اوراق بهادار تهران، کلیه بانکهای خصوصی حاضر در بورس اوراق بهادار تهران که از تاریخ ۱۳۸۸/۰۱/۰۱ تا تاریخ ۱۳۹۰/۱۲/۲۹، نام آنها اولین بار در فهرست شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران درج شده باشد به عنوان جامعه آماری تحقیق در نظر گرفته شده است.

برای تعیین میزان ارتباط دو متغیر مورد بررسی پژوهش از معیار همبستگی استفاده می‌شود. تحلیل همبستگی ابزار آماری است که به وسیله آن می‌توان درجه ارتباط خطی دو متغیر را اندازه‌گیری نمود.

برای اجرای روشهای آماری و محاسبه آماره آزمون مناسب و استنتاج منطقی در باره فرضیه‌های پژوهش، آگاهی از توزیع داده‌ها از اولویت اساسی برخوردار است. برای همین منظور در این پژوهش از آزمون معتبر کولموگروف - اسمیرنوف برای بررسی فرض نرمال بودن داده‌های پژوهش استفاده شده است. این آزمون برای گرفتن مجوز لازم برای استفاده از رگرسیون و ضریب همبستگی پیرسون بر متغیرهای مستقل و وابسته اعمال می‌گردد تا نرمال بودن اطلاعات اثبات گردد.

روش آزمون فرضیات در مطالعه حاضر مقایسه میانگین نمونه‌های مستقل می‌باشد که با بهره‌گیری از نرم افزارهای Spss انجام شده است.

گیری نمودند که در ایران برتری کلی از آن مدل‌های نسبت قیمت به عایدات و گوردن می‌باشد. این امر را شاید بتوان به کاربرد گسترده این مدل‌ها توسط سرمایه‌گذاران ایرانی نسبت داد. به بیان دیگر با توجه به اینکه اکثر سرمایه‌گذاران ایرانی برای قیمت‌گذاری از این مدل‌ها استفاده می‌نمایند، قیمت عرضه و تقاضای آنها که تعیین‌کننده قیمت بازار می‌باشد بسیار به قیمت‌های حاصل از این مدل‌ها نزدیک است.

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

- بین ارزش ذاتی سهام بانکهای خصوصی بورس اوراق بهادار تهران از طریق مدل‌های ارزش‌گذاری تنزیل جریان‌ات نقدی و قیمت واقعی بازار آنها رابطه معناداری وجود دارد. (فرضیه فرعی)
- بین ارزش ذاتی سهام بانکهای خصوصی بورس اوراق بهادار تهران از طریق مدل‌های ارزش‌گذاری نسبی و قیمت واقعی بازار آنها رابطه معناداری وجود دارد. (فرضیه فرعی)
- بین ارزش ذاتی سهام در بانکهای خصوصی بورس اوراق بهادار تهران و قیمت واقعی بازار آنها رابطه معناداری وجود دارد. (فرضیه اصلی)

### ۴- روش شناسی پژوهش

این تحقیق توصیفی از نوع همبستگی است که از لحاظ هدف کاربردی و از نظر جهت پس‌رویدادی است. روش جمع‌آوری اطلاعات به گونه‌ی میدانی و کتابخانه‌ای منابع جمع‌آوری اطلاعات عبارتند از:

✓ اطلاعات بانکهای خصوصی حاضر در بورس اوراق بهادار تهران شامل: صورتهای مالی، گزارش‌های فعالیت هیات مدیره و صورت

۵- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن

در این پژوهش متغیرها با توجه به فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر است:

الف) متغیرهای مستقل

نام متغیر	رابطه محاسباتی	شرح عملیاتی
DDM	$\sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{DPS_t}{(1+k_e)^t}$	در این متغیر ارزش سهام، با استفاده از تنزیل سودهای تقسیم شده بین سهامداران محاسبه می‌گردد.
FCO	$\sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{OCF_t}{(1+k_e)^t}$	در این متغیر ارزش سهام، با استفاده از تنزیل جریان نقد عملیاتی محاسبه می‌گردد.
P/E	$\frac{P}{E} = \frac{P}{E_t}$	این متغیر به محاسبه ارزش سهام، از طریق تحلیل روند نسبت قیمت به درآمد می‌پردازد.
P/BV	$\frac{P}{BV} = \frac{P}{BV_t}$	این متغیر به محاسبه ارزش سهام، از طریق تحلیل روند نسبت قیمت به ارزش دفتری می‌پردازد.

۶- نتایج پژوهش

تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار<sup>۱۵</sup>، چولگی<sup>۱۶</sup> و کشیدگی<sup>۱۷</sup> انجام پذیرفته است. وضعیت آمار توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق به کمک نرم افزار SPSS در نگاره ۱ ارائه شده است.

آزمون نرمال بودن توزیع متغیرهای تحقیق

برای تعیین استفاده از آمار پارامتریک یا ناپارامتریک در آزمون فرضیات لازم است نرمال بودن توزیع متغیرهای تحقیق مورد آزمون قرار گیرد. در این مطالعه این موضوع از طریق کولموگروف - اسمیرنوف مورد بررسی قرار گرفت. فرض صفر و فرض مقابل در این آزمون به صورت زیر می‌باشد:

$$\begin{cases} H_0 : Z = N(1,0) \\ H_1 : Z \neq N(1,0) \end{cases}$$

الف) متغیرهای وابسته

ارزش ذاتی سهام بدست آمده از مدل‌های مختلف ارزشگذاری متغیر وابسته و محور اصلی تحقیق می‌باشد.

نگاره ۱) آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	میانگین	انحراف معیار	کمترین مقدار	بیشترین مقدار	چولگی	کشیدگی
ارزش ذاتی سهام در مدل تنزیل سود تقسیمی (DDM)	۱۹۰۸/۱۶	۷۰۴/۱۵	۱۱۳۹/۳۷	۳۱۲۳/۲۵	۰/۵۹۶	-۰/۹۴۱
ارزش ذاتی سهام در مدل تنزیل جریان نقد عملیاتی (OCF)	۲۹۲۵/۱۷	۸۷۴/۷۱	۱۶۴۵/۷۹	۴۰۸۷/۵۶	-۰/۵۰۸	-۱/۰۶۴
ارزش ذاتی سهام در مدل نسبت قیمت به عایدی (P/E)	۷۳۰۵/۰۷	۳۱۱۴/۴۵	۳۳۴۰/۶۸	۱۴۳۴۳/۰۸	۱/۲۱۲	۱/۲۹۳
ارزش ذاتی سهام در مدل نسبت قیمت به ارزش دفتری (P/BV)	۷۲۵۱/۷۲	۱۰۸۴/۲۵	۵۴۷۵/۱۴	۹۵۰۷/۰۹	۰/۵۵۰	۰/۸۳۰
قیمت واقعی بازار (P)	۲۷۷۳/۱۶	۶۵۸/۸۰	۱۴۷۱	۳۶۳۷	-۰/۶۶۲	-۰/۲۵۷

## نگاره ۲) نتایج آزمون نرمال بودن متغیرهای تحقیق

متغیر	آماره KS	سطح اهمیت
ارزش ذاتی سهام در مدل تنزیل سود تقسیمی	۰/۱۵۰	۰/۲۰۰
ارزش ذاتی سهام در مدل تنزیل جریان نقد عملیاتی	۰/۱۷۷	۰/۲۰۰
ارزش ذاتی سهام در مدل نسبت قیمت به درآمد	۰/۱۹۴	۰/۲۰۰
ارزش ذاتی سهام در مدل نسبت قیمت به ارزش دفتری	۰/۱۹۹	۰/۲۰۰
قیمت واقعی بازار	۰/۱۵۲	۰/۲۰۰

$H_1$ : بین ارزش ذاتی سهام بانکهای خصوصی بورس اوراق بهادار تهران از طریق مدل تنزیل سود تقسیمی و قیمت واقعی بازار آنها همبستگی معناداری وجود دارد.

با توجه به نتایج بدست آمده، ضریب همبستگی پیرسون بین ارزش ذاتی محاسباتی در مدل تنزیل سود تقسیمی و قیمت واقعی بازار برابر با ۰/۷۱۶ بوده و در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار می باشد (P-Value=0/009). در نتیجه با اطمینان ۹۵٪ می توان گفت بین ارزش ذاتی محاسباتی سهام بانکهای خصوصی بورس اوراق بهادار تهران در مدل تنزیل سود تقسیمی و قیمت واقعی بازار رابطه معناداری وجود داشته و فرضیه فرعی ۱-۱ تحقیق تأیید می شود.

در فرضیه فرعی ۱-۲ پژوهش رابطه ارزش ذاتی محاسباتی سهام بانکهای خصوصی بورس اوراق بهادار تهران در مدل ارزش گذاری تنزیل جریان نقد عملیاتی با قیمت واقعی بازار از طریق تحلیل همبستگی مورد بررسی قرار گرفته و فرضیه آماری آن به صورت زیر بیان می شود:

$H_0$ : بین ارزش ذاتی سهام بانکهای خصوصی بورس اوراق بهادار تهران از طریق مدل تنزیل جریان نقد عملیاتی و قیمت واقعی بازار آنها همبستگی معناداری وجود ندارد.

با توجه به این که سطح اهمیت آماره جارکیو - برا برای تمامی متغیرهای بیشتر از ۰/۰۵ می باشد (۰/۲۰۰) بنابراین فرضیه  $H_0$  مبنی بر نرمال بودن توزیع متغیرها در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار می گیرد و بیانگر این است که متغیرها از توزیع نرمال برخوردار می باشند. بنابراین برای آزمون فرضیه ها از آمار پارامتریک استفاده می شود.

### تحلیل و تفسیر نتایج آزمون فرضیه‌ها

#### • نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

هدف از آزمون فرضیه اول تحقیق بررسی رابطه ارزش ذاتی سهام بانکهای خصوصی بورس اوراق بهادار تهران در مدل ارزش گذاری تنزیل جریانات نقدی با قیمت واقعی بازار می باشد. در این مطالعه رابطه فوق در سطح دو مدل تنزیل سود تقسیمی و تنزیل جریان نقد عملیاتی مورد آزمون قرار گرفته است.

فرضیه فرعی ۱-۱ از طریق تحلیل همبستگی مورد بررسی قرار گرفته و فرضیه آماری آن به صورت زیر بیان می شود:

$H_0$ : بین ارزش ذاتی سهام بانکهای خصوصی بورس اوراق بهادار تهران از طریق مدل تنزیل سود تقسیمی و قیمت واقعی بازار آنها همبستگی معناداری وجود ندارد.

• **نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق**

هدف از آزمون فرضیه دوم تحقیق بررسی رابطه ارزش ذاتی محاسباتی سهام بانکهای خصوصی بورس اوراق بهادار تهران از طریق مدل های ارزشگذاری نسبی با قیمت واقعی بازار می باشد. در این مطالعه رابطه فوق در سطح دو مدل قیمت به عایدی و قیمت به ارزش دفتری مورد آزمون قرار گرفته است. در ادامه به تشریح نتایج هر یک از آن ها پرداخته می شود.

در فرضیه فرعی ۱-۲ تحقیق رابطه ارزش ذاتی محاسباتی سهام بانکهای خصوصی بورس اوراق بهادار تهران در مدل قیمت به سود با قیمت واقعی بازار از طریق تحلیل همبستگی مورد بررسی قرار گرفته و فرضیه آماری آن به صورت زیر بیان می شود:

$H_0$ : بین ارزش ذاتی سهام بانکهای خصوصی بورس اوراق بهادار تهران از طریق مدل قیمت به عایدی و قیمت واقعی بازار آنها همبستگی معناداری وجود ندارد.

$H_1$ : بین ارزش ذاتی سهام بانکهای خصوصی بورس اوراق بهادار تهران از طریق مدل قیمت به عایدی و قیمت واقعی بازار آنها همبستگی معناداری وجود دارد.

با توجه به نتایج بدست آمده، ضریب همبستگی پیرسون بین ارزش ذاتی محاسباتی در مدل قیمت به عایدی و قیمت واقعی بازار برابر با ۰/۴۹۹ بوده ولی در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار نمی باشد (P-Value=0/098). در نتیجه فرضیه فرعی ۱-۲ در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده و بیانگر این است که بین ارزش ذاتی محاسباتی سهام بانکهای خصوصی بورس اوراق بهادار تهران از طریق مدل

$H_1$ : بین ارزش ذاتی سهام بانکهای خصوصی بورس اوراق بهادار تهران از طریق مدل تنزیل جریان نقد عملیاتی و قیمت واقعی بازار آنها همبستگی معناداری وجود دارد.

با توجه به نتایج بدست آمده، ضریب همبستگی پیرسون بین ارزش ذاتی محاسباتی در مدل تنزیل جریان نقد عملیاتی و قیمت واقعی بازار برابر با ۰/۷۸۳ بوده و در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار می باشد (P-Value=0/003). در نتیجه با اطمینان ۹۵٪ می توان گفت بین ارزش ذاتی محاسباتی سهام بانکهای خصوصی بورس اوراق بهادار تهران در مدل تنزیل سود تقسیمی و قیمت واقعی بازار رابطه معناداری وجود داشته و فرضیه فرعی ۱-۲ پژوهش تأیید می شود.

با توجه به نتایج بدست آمده از آزمون فرضیات فرعی ۱-۱ و ۲-۱ می توان گفت ارزش ذاتی محاسباتی سهام بانکهای خصوصی بورس اوراق بهادار تهران در مدل ارزشگذاری تنزیل جریان نقدی در هر دو سطح مدل تنزیل سود تقسیمی و مدل جریان نقد عملیاتی با قیمت واقعی بازار رابطه مستقیم و معنی دار دارد. بنابراین فرضیه اول تحقیق نیز در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می شود.

نتایج و یافته های این فرضیات، با برخی از تحقیقات مشابه همخوانی داشته است. برای مثال با نتایج تحقیق کاپلان و روبک (۲۰۰۰)، تهرانی (۱۳۷۴)، حسن قالیباف اصل، محمد رضا رستمی و حجت اله انصاری (۱۳۸۶) و هواس بیگی و همچنین با تحقیق غلامرضا اسلامی بیدگلی، سعید باجلان و وحید محمودی در سال ۱۳۸۷ در خصوص مدل تنزیل سود تقسیمی موافق است.

قیمت به عایدی و قیمت واقعی بازار آنها همبستگی و رابطه معناداری وجود ندارد.

در فرضیه فرعی ۲-۲ تحقیق رابطه ارزش ذاتی سهام بانکهای خصوصی بورس اوراق بهادار تهران در مدل قیمت به ارزش دفتری با قیمت واقعی بازار از طریق تحلیل همبستگی مورد بررسی قرار گرفته و فرضیه آماری آن به صورت زیر بیان می‌شود:

$H_0$ : بین ارزش ذاتی سهام بانکهای خصوصی بورس اوراق بهادار تهران از طریق مدل قیمت به ارزش دفتری و قیمت واقعی بازار آنها همبستگی معناداری وجود ندارد.

$H_1$ : بین ارزش ذاتی سهام بانکهای خصوصی بورس اوراق بهادار تهران از طریق مدل قیمت به ارزش دفتری و قیمت واقعی بازار آنها همبستگی معناداری وجود دارد.

با توجه به نتایج بدست آمده، ضریب همبستگی پیرسون بین ارزش ذاتی محاسباتی در مدل قیمت به ارزش دفتری و قیمت واقعی بازار برابر با ۰/۵۸۷ بوده و در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار می باشد (P-Value=0/045). در نتیجه با اطمینان ۹۵٪ می توان گفت بین ارزش ذاتی محاسباتی سهام بانکهای خصوصی بورس اوراق بهادار تهران در مدل قیمت به ارزش دفتری و قیمت واقعی بازار رابطه معناداری وجود داشته و فرضیه فرعی ۲-۲ تحقیق تأیید می‌شود. مثبت بودن ضریب همبستگی و میزان عددی آن گویای آن است که همبستگی مستقیمی و شدیدی میان این دو متغیر وجود دارد.

با توجه به نتایج بدست آمده از آزمون فرضیات فرعی ۲-۲ و ۱-۲ می توان گفت ارزش ذاتی محاسباتی سهام بانکهای خصوصی بورس اوراق بهادار تهران در مدل ارزش گذاری نسبی تنها در

سطح مدل قیمت به ارزش دفتری معنی دار می باشد. بنابراین فرضیه دوم تحقیق تنها در سطح مدل قیمت به ارزش دفتری پذیرفته می‌شود.

نتایج و یافته‌های این فرضیات، با تحقیق غلامرضا اسلامی بیدگلی، سعید باجلان و وحید محمودی در سال ۱۳۸۷ در خصوص مدل قیمت به عایدی مخالف است که علت آن در قسمت بحث و نتیجه گیری روشن گردیده است.

#### ۷- نتیجه گیری و بحث

هدف از انجام این تحقیق این بود که ضمن بررسی و شناسایی مدل‌های ارزشگذاری سهام، به معنادار بودن یا نبودن تاثیر به کارگیری روشهای مختلف ارزشگذاری در به دست آوردن ارزش ذاتی سهام و رابطه آن با قیمت واقعی بازار سهام در صنعت بانکداری خصوصی ایران پی ببریم، از این باب که ارزش گذاری نقش مهم و وسیعی برای یک سرمایه گذار فعال بازی می کند و حتی میان سرمایه گذاران فعال، ماهیت و نقش ارزش گذاری برای انواع مختلف سرمایه گذاری فرق می کند. از یک طرف در دهه اخیر بانکهای خصوصی به سرعت رو به افزایش گذاشته اند و از طرف دیگر با توجه به عدم کارایی لازم در بازار، میزان جذب سپرده ها در این بانکها روند صعودی به خود گرفته است. بنابراین با توجه به سرمایه ی بسیار بالای بانکهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و سهم پررنگ آنها در معاملات بورس لازم بود تا بررسی گردد که آیا می توان برای بدست آوردن ارزش واقعی سهام بانکها بر مدلی علمی و تجربه شده در تحقیقات پیشین تکیه کرد تا بتوان سرمایه گذاری امن و مطمئنی در این صنعت انجام داد؟ خصوصا اینکه با توجه به

اختلافاتی که در روند بانکداری ایران با سایر کشورها وجود دارد، پیش بینی دقیق صورتهای مالی بانکها کار بسیار دشواری است. به طور مثال بر خلاف استانداردهای جهانی در سیستم بانکداری ایران برای مطالبات معوق درآمد شناسایی می‌شود و اینکار موجب شناسایی درآمدی غیر واقعی می‌گردد. این در حالی است که نسبت مطالبات معوق به کل تسهیلات اعطایی در دنیا حدود ۰.۵٪ و در ایران بین ۱۵٪ تا ۲۰٪ است.

یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که در حالت کلی بین ارزش ذاتی محاسباتی سهام بانکهای خصوصی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از طریق روشهای ارزش‌گذاری تنزیل جریان‌ات نقدی سهام که از طریق دو مدل تنزیل سود تقسیمی و مدل تنزیل جریان نقد عملیاتی آزمون گردید، با قیمت واقعی بازار سهام رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. که این نتیجه، مبانی نظری مطرح شده در پژوهش و تاثیر به سزای ساختار زمانی نرخ بهره را در این صنعت نیز کاملاً تایید می‌نماید. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت مدل کلی که قیمت بازار سهام بانکهای خصوصی بورس اوراق بهادار تهران از آن تبعیت می‌کند بسیار نزدیک به ارزش ذاتی بدست آمده از طریق تنزیل جریان‌ات نقدی است. به عبارت دیگر این روش ارزش‌گذاری قادر است تصویر قابل قبولی از قیمت واقعی بازار برای سرمایه‌گذاران، مدیران و سایر استفاده‌کنندگان ارائه دهد. شواهد تجربی بدست آمده گویای آن است که مدل تنزیل جریان نقد عملیاتی بیشترین ضریب همبستگی را با قیمت واقعی سهام از خود نشان می‌دهد. بنابراین این مدل می‌تواند به عنوان مدل بهینه در این صنعت مورد توجه قرار گیرد.

اما در خصوص مدل‌های ارزش‌گذاری نسبی، نتایج تحقیق بیانگر اینست که بر خلاف سایر صنایع، قیمت بازار سهام بانکهای خصوصی از مدل قیمت به عایدی پیروی نمی‌نماید و میان ارزش ذاتی محاسباتی از طریق مدل قیمت به عایدی و قیمت واقعی بازار رابطه معنی‌داری در سطح اطمینان ۹۵ درصد قابل مشاهده نمی‌باشد و این روش نمی‌تواند جایگزین مناسبی برای قیمت بازار این سهام باشد. این امر می‌تواند بدان علت باشد که با توجه به تاثیر مستقیم نرخ ارز و تورم بر فعالیت بانکها از یک سو و همچنین تاثیر به سزای قوانین حاکم بر عملیات بانکی، بر عملکرد بانکها از سوی دیگر خصوصاً در دوره زمانی مورد بررسی در این تحقیق منجر به عدم پیش بینی دقیق عایدی سهام و در نتیجه قیمت سهام گردد. البته به نظر می‌رسد برداشت بانک مرکزی از حساب بانکها در سال ۹۰ نیز بر قیمت بازار سهام بانکها بی‌تاثیر نبوده است. اما در خصوص مدل قیمت به ارزش دفتری سهام، رابطه معناداری بین ارزش ذاتی و قیمت بازار به دست آمد. شاید بتوان عملکرد موفق مدل نسبت قیمت به ارزش دفتری را به متداول بودن کاربرد آن بین سرمایه‌گذاران نسبت داد. به بیان دیگر، با توجه به اینکه اکثر فعالان بورس ایران از این مدل جهت قیمت‌گذاری سهام شرکتها استفاده می‌کنند قیمت آنها که تعیین‌کننده قیمت بازار می‌باشد بسیار به قیمت‌های حاصل از این مدل‌ها نزدیک است. نتایج پژوهش حاضر، امکان ارائه‌ی پیشنهاداتی به شرح زیر را فراهم نمود:

- **پیشنهاد مبتنی بر فرضیه اول:** با توجه به نتیجه حاصل از فرضیه اول مبنی وجود رابطه بین ارزش ذاتی سهام بانکهای خصوصی بورس اوراق بهادار تهران در مدل ارزش‌گذاری تنزیل جریان‌ات

«بررسی تاثیر نوسانات نرخ ارز بر ارزش ذاتی سهام بانکهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» (۳) تکرار این تحقیق جهت سایر مؤسسات خدمات مالی از جمله صندوق‌های سرمایه‌گذاری و بیمه‌ها.

«بررسی رابطه ارزش ذاتی سهام با استفاده از مدل‌های ارزشگذاری سهام، با قیمت بازار آنها در صندوق‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»

«بررسی رابطه ارزش ذاتی سهام با استفاده از مدل‌های ارزشگذاری سهام، با قیمت بازار آنها در شرکت‌های بیمه ی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»

#### فهرست منابع

\* اسلامی بیدگلی، غلامرضا؛ باجلان، سعید؛ محمودی، وحید. (۱۳۸۷). «ارزیابی عملکرد مدل‌های ارزشگذاری در بورس اوراق بهادار». تحقیقات مالی، دوره ۱۰، شماره ۲۶. از صفحه ۲۱ تا ۴۰

\* تهرانی، رضا. (۱۳۷۴). «(بررسی عوامل مؤثر بر قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران)»، رساله دکتری. دانشگاه تهران.

\* داموداران، آسوات. (۱۳۸۷). «ارزش‌گذاری سهام مفاهیم و مدل‌های کاربردی». ترجمه شرکت تامین سرمایه امین. جلد اول. انتشارات فرا.

\* داموداران، آسوات. (۱۳۸۷). «ارزش‌گذاری سهام مفاهیم و مدل‌های کاربردی». ترجمه شرکت تامین سرمایه امین. جلد دوم. انتشارات فرا.

نقدی با قیمت واقعی بازار، پیشنهاد می‌گردد سازمان خصوصی سازی در راستای اجرای اصل ۴۴ و سایر ارزشگذاران در خصوص بانکها، از این روش استفاده نمایند. و بنا بر نتیجه به دست آمده از این فرضیه مبنی بر بهینه بودن مدل ارزش‌گذاری تنزیل جریان نقد عملیاتی، استفاده از این مدل نسبت به مدل تنزیل سود تقسیمی در اولویت قرار دارد.

• **پیشنهاد مبتنی بر فرضیه دوم:** با توجه به نتیجه حاصل از فرضیه دوم مبنی رابطه بین ارزش ذاتی سهام بانکهای خصوصی بورس اوراق بهادار تهران در مدل ارزش‌گذاری نسبی با توجه به فرضیه فرعی ۱-۲ یعنی وجود رابطه بین ارزش ذاتی بدست آمده از طریق مدل نسبت قیمت به ارزش دفتری با قیمت واقعی بازار، و نیز با توجه به فرضیه فرعی ۲-۲ یعنی عدم وجود رابطه بین ارزش ذاتی بدست آمده از طریق مدل نسبت قیمت به عایدی با قیمت واقعی بازار و رد این فرضیه، پیشنهاد می‌گردد که جهت ارزش‌گذاری سهام بانکها، از مدل نسبی « قیمت به ارزش دفتری » استفاده شود و از مدل « قیمت به عایدی » استفاده نگردد.

جهت ادامه پژوهش حاضر، می‌توان موارد زیر را به عنوان پیشنهادات تحقیقات آتی مد نظر قرارداد.

۱) تکرار این تحقیق با در نظر گرفتن کلیه بانکهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اعم از دولتی و خصوصی و مقایسه تحلیلی آنها «بررسی رابطه ارزش ذاتی سهام با استفاده از مدل‌های ارزشگذاری سهام، با قیمت بازار آنها در بانکهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»

۲) تکرار این تحقیق با بررسی تاثیر نوسانات هر یک از عوامل تورم، نرخ ارز و تغییر نرخ تسهیلات و سپرده‌ها.

- \* Sorensen, E.H., and D.A. Williamson. (1985). "Some Evidence on the Value of the Dividend Discount Model". Financial analyst Journal 41:60-69.

#### یادداشت‌ها

1. valuation
2. Asset Based Valuation Approaches
3. Liquidation Value
4. Replacement Cost
5. Discounted Cashflow Valuation Approaches
6. Free Cashflows To Equity
7. Stable Growth
8. Two-Stage Modles
9. Three-Stage Modles
10. Relative Valuation Approaches
11. Option Pricing Approaches
12. Contingent Claim Valuation
13. Net Capital Expenditures
14. Working Capital
15. Std Deviation
16. Skewness
17. Kurtosis

\* راعی، رضا؛ تلنگی، احمد. (۱۳۸۷). (مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته)). سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاهها(سمت).

\* رهنمای رودپشتی، فریدون؛ نیکومرام، هاشم و شاهوردیانی، شادی. (۱۳۸۵). (مدیریت مالی راهبردی(ارزش آفرینی)). انتشارات کساکاووش.

\* قالیباف اصل، حسن؛ رستمی، محمدرضا؛ انصاری، حجت اله. (۱۳۸۶). (( نقد روش های متداول ارزشگذاری شرکت ها و معرفی مدل های مناسب ))، تحقیقات مالی، دوره ۹، شماره ۲۴. از صفحه ۵۷ تا ۸۰

\* کولر، تیم؛ گودهارت، مارک؛ وسلز، دیوید. (۱۳۹۱). ((زنجیره خلق ارزش)). ترجمه عبده تبریزی، حسین؛ لاری، هادی. انتشارات علمی.

\* مجتهد زاده، ویدا؛ جهانخانی، علی. (۱۳۸۲). ((ارزشگذاری شرکت ها)). مجموعه مقالات بازار سرمایه، انتشارات راهبرد، چاپ اول.

\* محامی، ناصر. (۱۳۹۱). (مبانی ارزیابی سهام)). انتشارات جامعه حسابداران رسمی ایران.

\* وکیلی فرد، حمیدرضا. (۱۳۸۸). ((تصمیم گیری در مسائل مالی)). انتشارات جنگل.

\* هواس بیگی، رضا. (۱۳۷۶). ((مقایسه تئوری های ارزشگذاری سهام با روند واقعی تغییرات قیمت آن در بورس اوراق بهادار)). پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت.

\* Frankel, R., and C, Lee. (1998) "Accounting Valuation, Market Expectation and the book toMarket Effect", Journal of Accounting andEconomic (June): 283-319.

\* Kaplan, S., and R, Ruback.(1995)," The Valuation of Cash Flow forecasts:An Empirical Analysis" Journal of Finance(September):1059:93.