



## ارزیابی تفسیر گرایانه‌ی محورهای اثرگذار در ارزشیابی سهام با صرفه در بازار سرمایه

زهرا جعفری<sup>۱</sup>

زهرا مرادی\*<sup>۲</sup>

شهره یزدانی<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۸/۰۸ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۳/۱۳

### چکیده

با رشد سطح تحلیلی در تصمیم‌گیری‌های مالی، ارزشیابی سهام با صرفه به عنوان یکی از کارکردهای واکاوی در بازده و ریسک‌های سرمایه‌گذاری مالی محسوب می‌شود که اثر رفتاری سرمایه‌گذاری و فرآیندهای تحلیلی در بازار را متوازن می‌نماید و باعث می‌گردد تا شکاف بین ارزش‌های فعلی با ارزش‌های بازار سهام شرکت‌ها به عنوان سیگنالی در تصمیم‌گیری‌های مالی باعث افزایش بازده و کنترل ریسک در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران شود. هدف این پژوهش ارزیابی تفسیری ابعاد ارزشیابی سهام با صرفه در بازار سرمایه می‌باشد. روش‌شناسی این پژوهش ترکیبی بود، به طوریکه در بخش کیفی ابتدا ابعاد ارزشیابی سهام با صرفه به عنوان مبنای تحلیل مشخص شد و سپس براساس تحلیل دلفی، حد اجماع نظری تعیین شد تا چارچوب نظری پژوهش ارائه گردد. در بخش کمی نیز از تحلیل رتبه‌بندی تفسیری استفاده شد. در این تحلیل هدف تعیین مهم‌ترین بُعد تحلیلی ارزشیابی سهام با صرفه جهت دستیابی به نقطه بهینه در سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه بود. نتایج پژوهش از وجود ۷ معیار تحلیلی برای ارزشیابی سهام با صرفه از طریق تحلیل فراترکیب حکایت داشت که طی دو راند دلفی، این مولفه‌ها تأیید شدند. نتایج در بخش کمی نشان داد، درصد تأثیرگذاری مولفه‌ی ارزشیابی خالص ارزش‌داری‌ها نسبت به بقیه مولفه‌های ارزشیابی سهام با صرفه نقش موثرتری در تعیین سطح بهینه سرمایه‌گذاری دارد، که به معنای آن است که ارزش خالص‌داری‌ها در ارزشیابی سهام با صرفه نسبت به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا از طریق نسبت تفاوت بین ارزش‌داری‌ها با ارزش روز بدهی‌ها با تعداد سهام شرکت‌ها، نسبت به اتخاذ تصمیم سرمایه‌گذاری مناسب اقدام نمایند و بازده ناشی از سرمایه‌گذاری خود را در زمان حال تاحدی ارزیابی نمایند.

**کلید واژه:** ارزشیابی سهام با صرفه؛ تعیین حد بهینه سهام؛ فرآیند رتبه‌بندی تفسیری

<sup>۱</sup> دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد دماوند، دانشگاه آزاد اسلامی، دماوند، ایران [zahra\\_jafari53@yahoo.com](mailto:zahra_jafari53@yahoo.com)

<sup>۲</sup> استادیار، گروه حسابداری، واحد دماوند، دانشگاه آزاد اسلامی، دماوند، ایران [z-Moradi@damavandiau.ac.ir](mailto:z-Moradi@damavandiau.ac.ir)

<sup>۳</sup> استادیار، گروه حسابداری، واحد دماوند، دانشگاه آزاد اسلامی، دماوند، ایران [yazdani\\_82@yahoo.com](mailto:yazdani_82@yahoo.com)

## مقدمه

همبستگی بین سود حسابداری و قیمت های اوراق بهادار را بررسی کردند. اما می توان دلایل زیادی ارائه کرد که تنها نمی توان به سود حسابداری جهت پیش بینی قیمت آتی سهام بنا به دلیلی همچون نظریه نمایندگی (دالتون و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۰۷)؛ فرضیه طرح پاداش<sup>۹</sup> (کلی و همکاران<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۹) و هموارسازی سود<sup>۱۱</sup> (غزالی و همکاران<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۵) اتکا کرد. اما حتی با وجود چنین مکانیزم هایی در ارزشیابی سهام، بازهم به دلیل پیچیدگی بازار سرمایه عملاً دستیابی به سطح بهینه ایی از ارزشیابی سهام بدون یک واکاوی محتوایی امکان پذیر نمی باشد. زیرا بی توجهی به علل اثرگذار در پیش بینی بهینه ارزشیابی سهام و فقدان یکپارچگی نظری در این حوزه، می تواند سبب شود تا سرمایه گذاران؛ کارگزاری ها و مشاورین سرمایه گذاری که به تحلیل های تکنیکی و بنیادی اعتقاد دارند، از مدل های ناکارآمد ارزشیابی قیمت سهام در راستای پیش بینی قیمت سهام شرکت های فعال در بازار سرمایه استفاده نمایند و با علل اثرگذار جدیدتر در این حوزه آشنا نشوند که این موضوع در نهایت به تحمل زیان اقتصادی توسط سرمایه گذاران منتهی خواهد شد (گوئل و سینگه<sup>۱۳</sup>، ۲۰۲۲). لذا به منظور پیش گیری از وقوع این قبیل پیامدهای منفی ضرورت دارد تا مدل های جدیدی که به منظور پیش بینی قیمت سهام ارائه شود و پایایی آن ها مورد بررسی قرار گیرد تا محتوای اطلاعاتی آن ها با مدل های سنتی مورد مقایسه قرار گیرند و در نهایت مدل بهینه ایی به منظور ارزیابی و پیش بینی قیمت سهام شرکت ها در قالب یک چارچوب نظری ارائه شود. از طرفی دیگر بی توجهی به سوگیری های رفتاری سرمایه گذاران نیز در کاهش تورش ارزشیابی قیمت سهام می تواند موثر باشد چراکه تحقیقات بسیاری در زمینه انواع خطاهای ادراکی و چگونگی تأثیر این خطاها بر تصمیم گیری های مالی سرمایه گذاران در بازارهای مالی انجام شده است که بیان نمودند، تصمیم های سرمایه گذاران همواره تحت تأثیر وجود چنین خطاهایی می تواند به کاهش ارزشیابی بهینه سهام باصرفه در بازار سرمایه منجر شود (سیدلیکا و همکاران<sup>۱۴</sup>، ۲۰۲۱؛ بارانی و

قیمت سهام به عنوان یکی از اقلامی است که نهادهای مالی و سرمایه گذاران تمایل زیادی به پیش بینی آن دارند، زیرا قیمت سهام مورد توجه ذینفعان درونی (مانند مدیران مالی و مدیران اجرایی) و ذینفعان بیرونی (مانند اعتبار دهندگان و سهامداران بالقوه و بالفعل) است. اما مسئله ی اصلی در پیش بینی قیمت سهام به منظور کسب بازده بیشتر، تعیین حد بهینه و مطلوب در ارزشیابی سهام می باشد (کوکبو و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۲). به عبارت دیگر، پیش بینی قیمت سهام از جمله اقداماتی است که سرمایه گذاران باهدف رسیدن به سطح مطلوبی از سهام انجام می دهند، تا با کسب بازده بالاتر و کنترل ریسک به سودآوری و عایدات بیشتر دستیابند (قائم مقامی و همکاران، ۱۴۰۰). معمولاً شیوه های ارزیابی سهام به سه دسته ی تجزیه و تحلیل پرتفوی<sup>۲</sup>؛ تجزیه و تحلیل تکنیکی<sup>۳</sup> و تجزیه و تحلیل بنیادی<sup>۴</sup> تقسیم می شوند. تجزیه و تحلیل پرتفوی بر مباحث کارایی بازار استوار است. در تجزیه و تحلیل پرتفوی فرض می شود که قیمت سهام در هر لحظه، با لحظه بعد آن هیچ رابطه ای ندارد و تغییر قیمت سهام کاملاً تصادفی است. بنابراین مدیران پرتفوی، وظیفه ایجاد بهترین مجموعه ی ممکن از سرمایه گذاری ها را بر مبنای خواسته ها و شرایط هر سرمایه گذار بر عهده دارند و سرمایه گذاران نیز می کوشند که مجموعه ای متنوع از اوراق بهادار را نگهداری کنند، تا بتوانند به نرخ بازدهی مطلوب خود، که نزدیک نرخ بازده بازار است، دست یابند (آدبی و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۲۲). در تجزیه و تحلیل تکنیکی، تمرکز اصول ارزیابی یا پیش بینی بر این است که «چه زمانی» ارزش ها تغییر می کنند (ایچمپاتی و اسریواستاوا<sup>۶</sup>، ۲۰۲۱). در تجزیه و تحلیل بنیادی، محور تمرکز اصول ارزیابی بر این است که «کدام» عوامل، ارزش را تعیین می کنند و چرا ارزش ها تغییر می یابند. در حالیکه در تجزیه و تحلیل بنیادی، باید عوامل تأثیرگذار بر قیمت سهام مشخص شوند. در گذشته پژوهش های زیادی انجام شد که سود حسابداری را به عنوان نماینده متغیرهای حسابداری در نظر گرفته اند (صفدر<sup>۷</sup>، ۲۰۲۰) و میزان

<sup>8</sup> Dalton et al<sup>9</sup> Reward Responsivity Hypothesis<sup>10</sup> Kelley et al<sup>11</sup> Earning Management<sup>12</sup> Ghazali et al<sup>13</sup> Goel and Singh<sup>14</sup> Siedlecka et al<sup>1</sup> Queku et al<sup>2</sup> Portfolio Analysis<sup>3</sup> Technical Analysis<sup>4</sup> Fundamental Analysis<sup>5</sup> Adebisi et al<sup>6</sup> Eachempati and Srivastava<sup>7</sup> Safdar

برای ارزیابی و تعیین قیمت سهام مورد مبادله در میان تحلیلگران مالی و سرمایه‌گذاران دارای اعتبار خاصی است، شواهد نشان می‌دهد که اغلب درآمدها متأثر از دستکاری‌های مدیریتی هستند و این موضوع عملاً ارزشیابی سهام را با چالش مواجه می‌کند (نیل و راکس<sup>۷</sup>، ۲۰۱۷). چنین دستکاری‌هایی که با بیشتر یا کمتر نشان دادن درآمد مورد انتظار، اهداف خاص مدیریت را برآورده می‌کنند، کیفیت درآمد را کاهش می‌دهند و این موضوع نیازمند تحلیل واقعی سرمایه‌گذاران در زمان تصمیم‌گیری در یک بازار ناکارآمد می‌باشد (فاسرئوک و فاسرئوک<sup>۸</sup>، ۲۰۰۸). براساس فرضیه بازار کارا، یافتن اوراق بهاداری که زیر ارزش ذاتی قیمت گذاری شده باشند بسیار مشکل است. معمولاً تحلیلگران بازار سرمایه برای کشف این اوراق از مدل‌های مختلفی استفاده می‌نمایند، چراکه همواره سرمایه‌گذاران باهدف کسب بازدهی بالاتر نسبت به سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری به دنبال خرید سهام رشدی هستند. باتوجه به اینکه سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار، نخست توسط کمیته قیمت‌گذاری سهام، ارزشیابی و سپس به بازار سرمایه عرضه می‌شود، لیکن پس از مدت زمان کوتاهی، فرآیند خودکار صعود یا نزول قیمت سهام که ناشی از جریان عرضه و تقاضای سهام؛ توقعات و پیش‌بینی‌های سهامداران و سرمایه‌گذاران است، باعث بروز اختلاف فاحش نسبت به قیمت اولیه ارائه شده توسط کمیته قیمت‌گذاری می‌شود که در این شرایط به دلیل عدم تطابق مدل ارزشیابی کمیته قیمت‌گذاری با شرایط حاکم بر بازار عملاً بازار سهام دچار تشویش می‌شود و سرمایه‌گذاران دارای دانش تحلیلی می‌توانند اقدام به خرید یا فروش سهام خود برای کسب بازده بالاتر نمایند (اسلامی بیدگلی و کریم‌خانی، ۱۳۹۵). این فرآیند استدلالی ساده به عنوان ارزشیابی سهام مشهور است که می‌تواند از طریق تمرکز بر فرآیندهای تحلیلی، بهترین نتیجه را برای سرمایه‌گذاران از طریق سرمایه‌گذاری بر سهام با صرفه برایشان به همراه داشته باشد. تحلیلگران بازار سرمایه تلاش می‌کنند تا یک خط ارتباطی بین چگونگی ارزش بازار شرکت و سایر عوامل تأثیرگذار بر آن مانند سود تقسیم‌شده و یا سود باقیمانده ایجاد کنند و اغلب این خط ارتباطی را

همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۰؛ زاهیرا و باسال<sup>۲</sup>، ۲۰۱۸). از شاخص‌ترین پژوهشگران در این حوزه، کانمن و تورسکی<sup>۳</sup> (۱۹۸۴) و (۱۹۷۹) بودند که با طرح تئوری انتظار، به بسط این دانش در پیش‌بینی بهینه سهام و کاربرد ارزشیابی سهام کمک چشم‌گیری نمودند. همچنین اشنایدر<sup>۴</sup> (۲۰۰۷)، بودسکو و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۰۹) از جمله پژوهشگران دیگری بودند که به موضوع اثرگذاری زمینه‌های مالی با حوزه‌های تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری پرداختند و نقش سوگیری‌های ادراکی را مورد توجه قرار دادند. اما باید توجه نمود با وجود پژوهش‌های متعدد در خصوص مدل‌های ارزشیابی در بازار سرمایه ایران در کمتر تحقیقی نسبت به ارایه یک چارچوب نظری و تعیین تأثیرگذارترین ابعاد آن اقدام نمودند و خلاء ایجاد شده از پژوهش‌های صورت گرفته در این حوزه می‌تواند به پُر نمودن شکاف ادبیات نظری و کاربردی پژوهش کمک نماید. بنابراین، می‌توان اهمیت این پژوهش را در ارتقاء غنای پژوهش‌های بازار سهام تلقی نمود. سرمایه‌گذاران بازار سرمایه نیازمند مدل‌های ساده و قابل درک، با توان توضیحی و پیش‌بینی بالا هستند. بنابراین انجام پژوهش‌های تجربی از این گونه و نتایج حاصل از آن‌ها می‌تواند برای تصمیم‌گیری در خصوص خرید و فروش اوراق بهادار، مفید واقع شده و کارایی بازار را تغییر دهد.

### مبانی نظری

#### ارزشیابی سهام با صرفه<sup>۶</sup>

توسعه صنعت و تجارت و مناسبات و فرایندهای مالی امروزه بازار سهام را موظف به ایجاد شرایطی کرده است که اطلاعات مورد نیاز سرمایه‌گذاران و ذینفعان به راحتی در اختیار آن‌ها قرار گیرد تا آن‌ها باضریب اطمینان بالا به تجزیه و تحلیل پرداخته و اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند. با این فرآیند، بازار بورس می‌تواند از طریق جذب سرمایه‌های راکد کوچک و خرد سبب رشد اقتصادی شود. نکته قابل توجه این است، اساس هر سرمایه‌گذاری، ارزشیابی صحیح و دقیق آن است. انتخاب یک روش ارزشیابی مناسب برای ارزیابی سهام می‌تواند در یک افق زمانی محدود، ویژگی‌های ریسک و هزینه را پوشش داده و پاسخگوی نیاز سرمایه‌گذاران در تعیین منصفانه‌ترین ارزش برای تصمیم‌گیری باشد. علیرغم این که محاسبه‌ی درآمدهای شرکت،

<sup>5</sup> Budescu et al

<sup>6</sup> Equity Valuations

<sup>7</sup> Nel & Roux

<sup>8</sup> Faseruk & Faseruk

<sup>1</sup> Barany et al

<sup>2</sup> Zahera and Bansal

<sup>3</sup> Kahneman & Tversky

<sup>4</sup> Schnidler

منوط به وجود دانش تحلیلی در حوزه‌های مختلفی همچون ارزشیابی سهام تلقی می‌نماید و یا با تفکیک سطح تخصصی کارگزاران بورس در صنایع و سهام شرکت‌های مختلف آنان به دنبال ارائه مشاوره‌های تخصصی در سطح چنین بازارهایی هستند (حیدرزاده هنزائی و حسین‌زاده ظروفچی، ۱۳۹۸). در واقع بکارگیری روش‌های علمی و کاربردی ارزشیابی باتوجه به شرایط بومی و مجموعه عواملی که در تعیین ارزش یک شرکت موثر هستند، نکته‌ی دیگری است که می‌تواند با رشد تحقیق و توسعه در بازار به ایجاد یکپارچگی بیشتر در این حوزه کمک نماید.

#### دلایل ارزشیابی نادرست

یانگ و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۰) براساس مرور سیستماتیک ادبیات نظری پژوهش‌های مرتبط با ارزشیابی سهام، ضمن اینکه گستردگی ویژگی‌های فردی و رفتاری را در دسته علل غیرقابل کنترل در ارزشیابی سهام قرار دادند، مهمترین علل ارزشیابی نادرست را به ۴ عامل زیر تفکیک نمودند.

با بکارگیری مدل‌های پیش‌بینی تعیین می‌کنند، چراکه هدف این کار جلوگیری از برهم خوردن تعادل در سطح بازار می‌باشد (ریسچریتز<sup>۱</sup>، ۲۰۰۹). برای مثال تحلیلگران مالی با تمرکز بر مدل جریان نقد تنزیلی (DCF<sub>M</sub>)، به عنوان یک مدل پذیرفته شده برای ارزشیابی حسابداری سهام عادی، تلاش دارند تا قیمت شرکت را مساوی ارزش تنزیل شده جریان نقد آتی فرض کنند؛ زیرا معتقدند این امر باعث می‌شود که پرداخت سود نقدی، با سیاست‌های الزام‌آوری اعمال گردد تا این طریق، تفاوت زیادی بین قیمت بازار با قیمت واقعی سهام ایجاد نشود و سرمایه‌گذاران را به واکنش سریع در بازار سوق دهند. اما اکثر روش‌ها و تکنیک‌هایی که در آموزه‌های متون مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری برای ارزشیابی سهام معرفی شده‌اند، عموماً به عنوان یک چارچوب نظری قابل استفاده هستند و نمی‌توانند به تنهایی بیانگر ارزش واقعی یک سهام باشند. لذا نگاهی به تجارب برخی از کشورهای موفق نشان می‌دهد، آزادسازی جریان اطلاعات ضمن تناسب بین عرضه و تقاضا در سهام، کسب بازده بالاتری در چنین بازارهایی را



شکل (۱) دلایل ارزشیابی نادرست پیش‌بینی روند سهام

همانطور که در تمامی نظریه‌های مالی و حسابداری مورد تأکید است، فقدان اطلاعات و همسانی برابری اطلاعات می‌تواند باعث کاهش صحت تصمیم‌گیری‌های مالی گردد. در ارزشیابی‌های نادرست نیز عدم تقارن اطلاعات بین درون با بیرون سازمان موضوعی است که بسیار حائز اهمیت است

همانطور که چارچوب فوق نشان می‌دهد، ابعاد ارزشیابی نادرست پیش‌بینی روند سهام توسط تحلیلگران و تصمیم‌گیرندگان مالی را می‌توان به ترتیب زیر تشریح نمود:

#### ❖ عدم تقارن اطلاعات

<sup>2</sup> Yang et al

<sup>1</sup> Reschreiter

اطلاعات غیرعمومی و ناآشکار (محرمانه)، واضح است. این نکته برای دیگر دلایل نادرستی ارزش نیز صحیح است. اگر، مدیران و تحلیلگران مالی به اندازه کافی، معامله‌گران را نسبت به اینکه قیمت‌های سهام به وجود آمده به صورت ذهنی از ارزش واقعی منحرف است و احتمالاً به سطوح صحیح‌تری بر می‌گردند، آگاه کنند، دوره‌های معاملاتِ ذهنی متوقف می‌شود که معمولاً در هر رویدادی نسبتاً کوتاه و بی دوام است (آسیکوآلو و مالونی<sup>۵</sup>، ۲۰۲۰).

مسلماً فقدان اطلاعات از مهمترین عوامل مشترک در تمامی ارزشیابی‌های نادرست است که می‌تواند باعث انحراف در تصمیم‌گیری‌ها گردد. قسمت عمده ارزشگذاری‌های نادرست اوراق بهادار در مسیر بیش ارزشیابی اتفاق می‌افتد. احتمال وقوع و استمرار بیش ارزشیابی بسیار بیشتر از کمتر ارزشیابی است؛ زیرا وقتی کمتر ارزشیابی اتفاق بیفتد، واحد اقتصادی در أسرع وقت اطلاعاتی را منعکس می‌کند که ارزشگذاری‌های نادرست را تصحیح خواهد کرد. وقتی ارزش سهام شرکت افزایش می‌یابد، مدیر منفعت‌های بسیاری به دست می‌آورد:

❖ اول اینکه ثروت مدیران و پاداش آن‌ها با افزایش قیمت سهام از طریق انگیزه‌های مبتنی بر عملکرد سهام افزایش می‌یابد (بشیری‌جوئیاری و پاکیزه، ۱۳۹۲).

❖ دوم اینکه امنیت شغلی مدیران، نسبت به قیمت سهام افزایش می‌یابد. احتمال کمی هست که مدیر شغلش را، وقتی عملکرد قیمت سهام خوب است از دست بدهد (یای و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۹).

❖ سوم اینکه عملکرد سهام قوی، ارزش مدیر را در بازار کار اجرایی افزایش می‌دهد در حالی که اگر قیمت سهام کاهش یابد، متضاد با همه این موارد می‌تواند اتفاق بیفتد.

تحریک‌شدن توسط یک چنین انگیزه‌هایی، سبب می‌شود که مدیران به طور طبیعی برای داشتن قیمت سهام بیشتر تلاش کنند. تحلیلگران، رشدی زیاد، رشدی قابل پیش‌بینی و مطلوب و رشد ثابت سالانه‌ای را از شرکت‌ها انتظار دارند. آن‌ها شرکت‌هایی را جریمه می‌کنند که رشد ثابت و قابل پیش‌بینی را نمایش نمی‌دهند. بنابراین، مدیران برای به

و در واقع توصیف‌کننده‌ی شرایطی است که اطلاعات غیرعمومی و ناآشکار (محرمانه) وجود دارد و یک طرف معامله از طرف دیگر اطلاعات بیشتری دارد و این موضوع می‌تواند باعث عدم تقارن اطلاعاتی گردد (لی<sup>۱</sup>، ۲۰۲۰).

### ❖ عدم آگاهی و دانش مالی

بخش مهم دیگری از ارزشیابی‌های نادرست پیش‌بینی روند تغییرات سهام مربوط به عدم آگاهی و دانش مربوط به قیمت سهام است که در نتیجه ارزشیابی نادرست از اطلاعات عمومی می‌تواند تصمیم‌های مالی را با بحران مواجه کند چراکه اوزان اختصاص داده شده به هر یک از عوامل مهم در تصمیم‌گیری‌های مالی می‌تواند باعث انحراف در کسب بازده و افزایش ریسک ناشی از سرمایه‌گذاری‌ها خواهد شد (رُویج و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۱).

### ❖ معاملات ذهنی<sup>۳</sup>

معاملات ذهنی به عنوان سومین عامل شناسایی شده در ارزشیابی نادرست پیش‌بینی روند تغییرات سهام، به معنای آن است که سرمایه‌گذاران تمایلاتشان را برای پرداخت، نه از طریق اعتقادشان در مورد ارزش ذاتی سهام، بلکه به دلیل باورشان در مورد آنچه که دیگر سرمایه‌گذاران به منظور پرداخت برای سهام تمایل دارند، جهت می‌دهند که شاید نمونه‌ی بارز این ارزشیابی‌های نادرست، توده واری رفتار و وجود شایعات به عنوان عامل تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران تلقی گردد (کریمی و همکاران، ۱۳۹۲).

### ❖ بحران نقدینگی<sup>۴</sup>

آخرین بُعد عامل نادرستی ارزشیابی سهام، بحران نقدینگی است که نشان‌دهنده‌ی تمایل سرمایه‌گذاران به تبدیل وجه نقد به سهام و نیز تبدیل سهام به وجه نقد است و بیشتر در مورد سهامدارانی اتفاق می‌افتد که درگیر معاملات ذهنی شده‌اند. در واقع غالب سرمایه‌گذاری‌های عامه در بازار سرمایه باهدف رسیدن به سود کوتاه مدت است که به دلیل بروز سفته‌بازی در بازار سرمایه، به مرور بحران نقدینگی به یکی از مهمترین دغدغه‌های سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه بدل می‌گردد که می‌تواند ادراک درست ارزشیابی سهام را تحت تأثیر قرار دهد (قائم مقامی و همکاران، ۱۴۰۰).

برای هر یک از این دلایل نادرستی ارزش، اطلاعات، پادزهر است. این نکته برای نادرستی‌های ایجاد شده از طریق

<sup>4</sup> Liquidity Crunches

<sup>5</sup> Asciglu and Maloney

<sup>6</sup> Yi et al

<sup>1</sup> Lee

<sup>2</sup> Rooij et al

<sup>3</sup> Speculative Trading

کاهش واریانس ارزشیابی سهام براساس دارایی ایجاد شود. نتایج براساس مقایسه‌ی تحلیلی نشان داد که ارزش‌گذاری توسط مدل هستون کسری - پرشی به نتایج واقعی قیمت اوراق تبعی نزدیک‌تر است و در مقایسه با دو مدل معروف نوسان‌های تصادفی، هستون و بیتز، عملکرد بهتری دارد. میسینولا و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۲۱) پژوهشی تحت عنوان «رویکردهای مدرن ارزشیابی سهام: مطالعه موردی توسعه ادبیات نظری» انجام دادند. در این پژوهش با استفاده از روش آینده پژوهشی «MDI - R» نسبت به شناسایی شیوه‌های متناسب‌تر با ارزشیابی سهام از بیش از ۳۱ پژوهش دوسال گذشته اقدام گردید. ابزار پژوهش مصاحبه و چک‌لیست‌های امتیازی بود. نتایج پژوهش از وجود سه رویکرد مبتنی بر درآمد؛ رویکرد مبتنی بر دارایی و رویکرد مبتنی بر بازار حکایت داشت که از طریق معیارهای همچون دارایی‌ها؛ درآمدها؛ بازده حقوق صاحبان سهام و سرمایه در گردش قابل ارزیابی می‌باشد. نتایج این پژوهش در واقع باهدف پُر نمودن شکاف ادبیات نظری و توسعه‌ی شیوه‌های ارزشیابی سهام باصرفه صورت پذیرفت و در نهایت انتخاب یک مبنای اقتضایی برحسب شرایط و شناخت از بازار سهام را مهمترین کارکرد ارزشیابی در سرمایه‌گذاری در سهام باصرفه بیان می‌نمایند. قائم مقامی و همکاران (۱۴۰۰) پژوهشی تحت عنوان «رابطه بین ارزشیابی سهام و بحران مالی شرکت‌ها» انجام دادند. به منظور آزمون فرضیه‌ها، داده‌های ۱۰۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۸ انتخاب گردید. تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه‌ها با استفاده از الگوی پانلی تعمیم یافته و الگوی پانلی لجیستیک ادغام شده برای داده‌های ترکیبی از طریق نرم‌افزار R انجام شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین ارزشیابی سهام و بحران مالی شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. به عبارت دیگر، بیش ارزشیابی سهام (افزایش خطاهای ارزشیابی)، ریسک بحران مالی شرکت‌ها را افزایش می‌دهد. سایر یافته‌ها حاکی از آن است که مدیریت سود رابطه بین بیش ارزشیابی سهام و بحران مالی را تعدیل نمی‌کند. در

دست آوردن این رشد ثابت و قابل پیش‌بینی، تعهدات و حتی تصمیم‌های عملیاتی را تغییر می‌دهند (سودها را مدیریت می‌کنند) (هو و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۱). لذا باتوجه به مبانی نظری تشریح شده، سوالات پژوهش به ترتیب زیر ارائه می‌شود:

❖ سوال اول پژوهش) ابعاد ارزشیابی سهام باصرفه در بازار سرمایه کدامند؟

❖ سوال دوم پژوهش) تاثیرگذارترین بُعد ارزشیابی سهام باصرفه در بازار سرمایه کدامند؟

لازم به توضیح است که برای پاسخ به سوال اول پژوهش از فرآیند تحلیل کیفی پژوهش و برای پاسخ به سوال دوم پژوهش از فرآیند تحلیل کمی استفاده می‌شود.

### پیشینه پژوهش

دوو و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۳) پژوهشی تحت عنوان «مزیت اطلاعات نهادی کوتاه‌مدت و بیش‌ارزشیابی سهام» انجام دادند. این پژوهش که در بازه زمانی ۱۹۹۶ تا ۲۰۱۴ را در بر می‌گیرد ۶۳۳۰ سال-شرکت مشاهده را مورد بررسی قرار داد تا براساس رویکرد پرتفوی چهارعاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳) بازده غیرعادی سهام شرکت‌ها ارزیابی شوند. نتایج پژوهش نشان داد، که سهام‌هایی که به دلیل محدودیت‌های فروش کوتاه‌مدت بیش از حد ارزش‌گذاری شده‌اند، بیشترین کاهش را در مالکیت نهادی کوتاه‌مدت دارند، چراکه سهامداران نهادی حداقل در کوتاه‌مدت قادر به ارزیابی و کنترل علل اثرگذار افزایش ارزش سهام هستند. شارما و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۲) پژوهشی تحت عنوان «ارزشیابی سهام به عنوان مبنای تحلیلی دارایی‌های شرکت‌ها با استفاده از مدل هستون کسری - پرشی<sup>۴</sup> انجام دادند. در این پژوهش جهت ارزشیابی سهام باتوجه به اینکه قیمت دارایی‌های پایه در بازارهای مالی دستخوش تغییرهای ناگهانی ناشی از عوامل گوناگون قرار می‌گیرند تلاش شده است تا با اضافه کردن معیار پرش و توان هرست، مدل جدیدی به نان هستون کسری-پرشی را ارائه دهند. لذا با تعیین تابع مشخصه فرآیند قیمت دارایی پایه در قالب مدل یاد شده، تلاش شد تا معیاری جدید برای قیمت‌گذاری اوراق تبعی ایجاد شود و براساس روش مونت کارلو همراه با تکنیک

<sup>4</sup> Correlated Jump-Diffusion Processes

<sup>5</sup> Micuila et al

<sup>1</sup> Hu et al

<sup>2</sup> Du et al

<sup>3</sup> Sharma et al

براساس فرآیند تحلیل فراترکیب مورد شناسایی قرار می‌گیرد تا براساس آن ساختار مسئله که شامل یک مقایسه زوجی بین مولفه‌های پژوهش است، مورد کنکاش قرار گیرد. لذا براین اساس می‌توان بیان نمود، از نظر ماهیت روش‌شناسی نتیجه، این پژوهش در دسته پژوهش‌های توسعه‌ای قرار می‌گیرد، چراکه عدم‌انجام تئوریک در باب مفاهیم و تئوری‌های مرتبط به این حوزه، باعث گردیده است تا این پژوهش به دنبال ایجاد یک رویکرد یکپارچه در مورد ارزشیابی سهام باصرفه باشد. از طرف دیگر نیز براساس نوع داده این پژوهش ترکیبی است، زیرا در بخش کیفی از طریق غربالگری نظری براساس روش سیستماتیک فراترکیب، این پژوهش به دنبال شناسایی مولفه‌های ارزشیابی سهام باصرفه می‌باشد و سپس در بخش کمی از طریق تحلیل ماتریس قطبی براساس روش تصمیم‌گیری چندمعیاره، الگویی از ارزشیابی سهام باصرفه را مورد بررسی قرار دهد. معمولاً فرآیندهای تصمیم‌گیری براساس مولفه و گزاره که در قالب تحلیل ماتریسی و براساس مقایسه زوجی مورد بررسی قرار می‌گیرند، یکی از بهترین فرآیندهای رتبه‌بندی تفسیری<sup>۴</sup> (IRP) می‌باشند (سوشیل<sup>۵</sup>، ۲۰۰۹). در اجرای فرآیند رتبه‌بندی تفسیری (IRP)، روابط بین معیارها در قالب روابط ضمنی و انتقال‌پذیر همانند فرآیند رتبه‌بندی تفسیری (ISM) مورد استفاده قرار می‌گیرد (سوشیل، ۲۰۱۷). براساس توضیح‌های داده شده می‌توان فرآیند رتبه‌بندی تفسیری را در قالب فرآیندهای زیر بیان نمود:

الف) فرآیند رتبه‌بندی تفسیری کارآمد برای ارزشگذاری چندمعیاره  
روش فرآیند رتبه‌بندی تفسیری کارآمد<sup>۶</sup> برای انجام ارزشگذاری چندمعیاره تفسیری ارزشیابی سهام باصرفه می‌بایست مدنظر قرار گیرند شامل طی نمودن گام‌های مهم زیر هستند:

- (۱) شناسایی مولفه‌های ارزشیابی سهام باصرفه
- (۲) مرتبط ساختن مولفه‌ها با به صورت سطری و ستونی در قالب یک ماتریس تعامل متقاطع (ماتریس باینری). در واقع درایه‌های ماتریسی براساس مشارکت خبرگان تفسیر شده و به یک ماتریس تفسیری<sup>۷</sup> تبدیل می‌شوند.

بورس اوراق بهادار تهران، هنگامی که ارزش بازار سهام از ارزش ذاتی آن بیشتر باشد و شرکت، فاقد توانایی لازم برای دستیابی به سطح عملکرد مورد انتظار، برای توجیه ارزش بازار سهام خود باشد، (بیش ارزشیابی سهام)، می‌تواند سبب کاهش قدرت سودآوری شرکت و افزایش احتمال عدم توانایی بازپرداخت بهره و اصل بدهی، زیان ده شدن، و یا منفی شدن ارزش ویژه شرکت شود که در واقع هر کدام از این موارد نشان‌دهنده ورود شرکت به بحران مالی است، که در آخرین و حادثترین مرحله بحران مالی، می‌تواند منجر به ورشکستگی شرکت‌ها گردد. رستمی‌جاز و همکاران (۱۴۰۰) پژوهشی تحت عنوان «بررسی اثرات گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر ارزشیابی سهام» انجام دادند. به همین منظور با استفاده از داده‌های ۹۵ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵، تاثیر شاخص گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و نوسانات سود بر نرخ رشد سودهای موردانتظار و نرخ بازده مورد نیاز، با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه بررسی شده است. نتایج پژوهش نشان داد که گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر نرخ رشد سودهای مورد انتظار و نرخ بازده مورد نیاز آتی تاثیر می‌گذارد. متغیر نوسانات سود هم به عنوان عامل عدم اطمینان اطلاعاتی، دارای اثر تعدیل‌کنندگی نمی‌باشد و بر رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت سهام تاثیر نمی‌گذارد.

### روش شناسی

یکی از روش‌های تحلیل ماتریسی، تحلیل ماتریس قطبی براساس روش تصمیم‌گیری چند معیاره<sup>۱</sup> (MCDM) می‌باشد (چیتهمبارانتهان و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵). اما خود روش‌های تصمیم‌گیری چندمعیاره (MCDM) در حالت ساده برحسب موقعیت تحلیل به تحلیل‌های نظیر AHP یا ANP و غیره دسته بندی می‌شود (ساتی<sup>۳</sup>، ۱۹۹۰). هریک از گزینه‌ها بسته به طراحی مساله تصمیم‌گیری براساس هریک از ضوابط مربوط به ماهیت تحلیل، ارزشگذاری می‌شوند چه به تنهایی و چه دو به دو در مقایسه با گزینه‌های دیگر مورد بررسی قرار می‌گیرند. در این پژوهش همانند فرآیند تحلیل در روش‌های تصمیم‌گیری چندمعیاره، ابتدا مولفه‌های پژوهش ارزشیابی سهام باصرفه

<sup>5</sup> Sushil

<sup>6</sup> The Efficient IRP

<sup>7</sup> Interpretive Matrix

<sup>1</sup> Multi-Criteria Decision Making

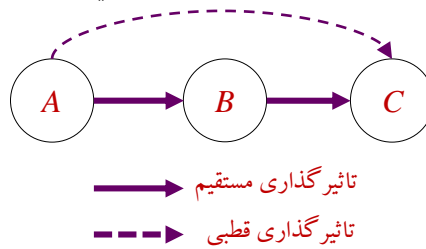
<sup>2</sup> Chithambaranathan et al

<sup>3</sup> Saaty

<sup>4</sup> Interpretive Ranking Process

نظر گرفته شود و به صورت «۰» در ماتریس تعامل غالب برای آن معیار وارد شود.

(۴) همچنین اگر ارتباط بین دو مولفه مستقیم باشد و مولفه‌ی مرتبطی نیز با یکی از مولفه‌ها در ارتباط مستقیم باشد و عدد ۱ بگیرد، مولفه‌ی دیگر نیز با مولفه‌ی مربوطه دارای ارتباط قطبی است. مثلاً اگر مولفه A بر مولفه B تاثیر مستقیم دارد، آنگاه مولفه B بر مولفه C نیز تاثیر مستقیم داشته باشد، مولفه A بر مولفه C یک تاثیر قطبی است یا اصطلاحاً انتقال پذیر است.



شکل (۴) فرآیند تاثیرگذاری مستقیم و قطبی گزاره‌ها در ماتریس تفسیری

و تهیه می‌شوند و بین اعضای جامعه هدف پژوهش توزیع می‌گردند. مقایسه زوجی به صورت ستونی و سطری بین تک تک متغیرها صورت می‌پذیرد تا مشخص شود مولفه سطر «i» عامل ایجاد مولفه ستون «j» شده است یا بلعکس، یا ارتباط متقابل وجود دارد و یا ارتباطی وجود ندارد. همچنین میزان تقارن ارتباط بین مولفه‌ها را نشان می‌دهد.

▪ مرحله سوم) در این مرحله ماتریس خودتعاملی ایجاد و تفسیر می‌شوند. در واقع مقایسه زوجی عناصر با تشکیل ماتریس خودتعاملی ساختاری «SSIM» صورت می‌پذیرند. تفسیری که تنها مسیر ارتباط را در تحلیل «ISM» مشخص می‌نماید، درحالی‌که در روش تفسیری ساختاری فراگیر «TISM» به طور کامل هر مقایسه زوجی را با پاسخ به سوال تفسیری ذکر شده در گام قبل تفسیر می‌نماید. برای مقایسه‌های زوجی i امین شاخص به صورت دو به دو با تمام عناصر از (i + 1) ام تا n ام مقایسه می‌گردد. برای هر ارتباط پاسخ بله «Y» یا خیر «N» داده شده و در صورت پاسخ مثبت، دلیل آن بیان می‌گردد. در اینصورت منطق تفسیری روابط زوجی به فرم پایه علمی منطقی تفسیری ارائه شده است. جدول زیر فرم مقایسه زوجی بین مولفه‌های پژوهش را نشان می‌دهد.

(۳) شناسایی یک رابطه ضمنی متمرکز برای مقایسه‌ی هر یک از گزاره‌ها براساس ۰ و ۱ سنجش می‌شود. اگر گزاره A تاثیرگذار بر گزاره B باشد، خانه مورد نظر عدد ۱ و اگر برعکس باشد عدد ۰ و اگر متقابل باشند هم خانه‌ی مذکور عدد ۱ می‌گیرد و هم قرینه‌ی آن. اگر هم بی ارتباط باشند هر دو خانه صفر به آن تعلق می‌گیرد. به عبارت دیگر چنانچه دو گزینه برای یک معیار دارای درایه‌های «۰» باشند، آنگاه باید به عنوان یک رابطه غیرغالب ضمنی در

(۵) جمع تمامی ماتریس‌های تعاملی غالب با نماد  $[D_i]$  و ماتریس متقابل با نماد  $[D]$  نمایش داده می‌شود. معادله (۱) برای فرآیند رتبه‌بندی تفسیری ساده و معادله (۲) برای فرآیند رتبه‌بندی تفسیری وزنی با وزن  $W_i$  برای i مین معیار استفاده می‌شود:

$$D = \sum_i D_i \quad (1)$$

$$D = \sum_i w_i D_i \quad (2)$$

مشتق وزن‌ها با استفاده از مدلسازی تحلیل جامع ساختاری تفسیری (TISM) در بخش بعدی توضیح داده می‌شود. مدلسازی جامع تفسیری ساختاری می‌تواند برای تولید سلسله‌مراتب معیارهای یکپارچه‌سازی ارزش جهت بدست آوردن اوزان مولفه‌ها یعنی ارزشیابی سهام باصرفه طبق رویکرد سوشیل (۲۰۱۷) مورد استفاده قرار گیرد. این مراحل را می‌تواند در قالب فرآیندهای تفسیری زیر مشاهده نمود:

- مرحله اول) در این مرحله می‌بایست براساس روش‌های تحلیل کیفی همچون فراترکیب مولفه‌ها مشخص گردند.
- مرحله دوم) در این مرحله چک‌لیست‌ها به صورت مقایسه زوجی برای تعیین ماتریس خودتعاملی تدوین



در فاز دوم، به منظور انجام بخش تحلیل تفسیری رتبه‌بندی، از ۱۶ نفر از کارگزاران بورس اوراق بهادار که چه به لحاظ دانشی و چه به لحاظ تجربی دارای سابقه بودند، خواسته شده تا براساس پرسشنامه‌های ماتریسی نسبت به مقایسه سطری «i» و ستونی «j» مولفه‌ها را یکدیگر اقدام شود. قابل ذکر است که باتوجه به اینکه تحلیل رتبه‌بندی تفسیری (IRP) یک تحلیل مبتنی بر تجزیه و تحلیلی ماتریسی و تحلیل در عملیات می‌باشد، می‌بایست براساس معیار مشخصی همچون تجربه یا دانش تخصصی توسط مشارکت‌کنندگان صورت پذیرد که براین مبنا از نظر حجم نمونه محدود است و مطابق با پژوهش‌هایی همچون سوشیل (۲۰۱۷)؛ چیتهمبارانتهان و همکاران (۲۰۱۵) می‌باشد.

### یافته‌های پژوهش

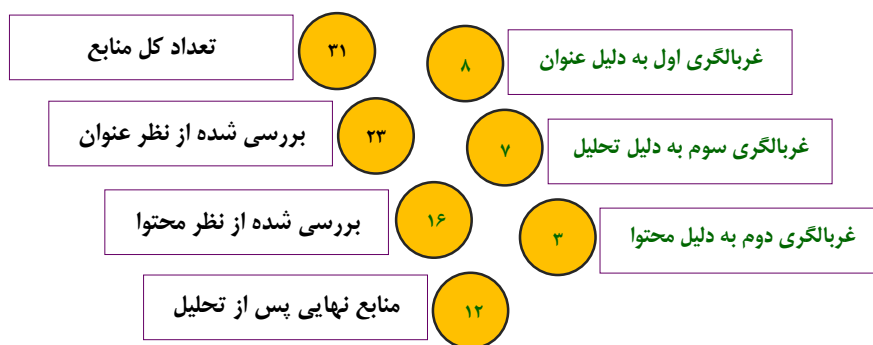
براساس مفهوم حاضر در این پژوهش باتوجه به اینکه، چارچوب منسجمی در این‌باره وجود ندارد، ابتدا از طریق شیوه‌های تحلیل کیفی نسبت به انتخاب مولفه‌های پژوهش و تعیین پایایی آن استفاده می‌شود و سپس براساس تحلیل رتبه‌بندی تفسیری در بخش تحلیل کمی نسبت به تعیین تأثیرگذارترین مولفه‌ها اقدام می‌شود. باوجود این، یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که مشارکت‌کنندگان در این مطالعه باتوجه به تشریح ابتدایی محقق درباره موضوع برای آن‌ها، توانستند ادراک مناسبی جهت شناسایی مولفه‌های موردنظر پژوهش بدست آورند و ویژگی‌ها و ابعاد آن را در قالب چک لیست‌های ماتریسی تعیین نمایند. براین اساس ابتدا در بخش تحلیل کیفی، تحلیل فراترکیب؛ دلفی و سپس در بخش کمی، تحلیل تفسیری رتبه‌بندی ارائه خواهد شد.

لذا در بخش اول براساس تحلیل فراترکیب طی بازه زمانی ۲۰۲۲-۲۰۱۸ نسبت به تعیین پژوهش‌های مشابه جهت غربالگری محتوایی اقدام می‌شود تا بتوان مولفه‌های ارزشیابی سهام باصرفه تعیین شود. لذا ابتدا می‌بایست براساس مرور پژوهش‌های تجربی مشابه، براساس عنوان: محتوا و تحلیل، پژوهش‌هایی مورد بررسی قرار گیرد که بیشترین غرابت را با موضوع پژوهش دارد. براین اساس این غربالگری به ترتیب زیر ارائه شده است:

- مرحله چهارم) در این مرحله ماتریس دستیابی براساس مقایسه‌های زوجی انجام شده توسط جامعه هدف به صورت ۱+ و یا ۰ در جدول ماتریسی مشخص می‌شوند. این روابط به صورت زیر تعریف می‌شوند:
  - اگر i منجر به j شود و تقارن +ve وجود داشته باشد، در خانه ij عدد ۱+ و در خانه ji عدد ۰ را قرار می‌دهیم
  - اگر j منجر به i شود و تقارن +ve وجود داشته باشد، در خانه ij عدد ۱+ و در خانه ji عدد ۰ را قرار می‌دهیم
  - اگر i برابر با j شود و تقارن +ve وجود داشته باشد، در هر دو خانه ij و ji عدد ۱+ را قرار می‌دهیم
  - اگر ارتباطی بین i با j وجود نداشته باشد، در هر دو خانه ij و ji عدد ۰ را قرار می‌دهیم
- مرحله پنجم) در این مرحله تقسیم‌بندی سلسله‌مراتبی ماتریس دستیابی صورت می‌گیرد. تعیین روابط بین متغیرها ابتدا باید مجموعه خروجی، مجموعه ورودی و عناصر مشترک را شناسایی نمود. نمره تعیین سطح و اولویت متغیرها مجموعه دستیابی و مجموعه پیش‌نیاز برای هر متغیر تعیین می‌شود.
- مرحله ششم) در این مرحله، نمودار سلسله‌مراتبی باتوجه به تقارن روابط بین مولفه‌ها تهیه می‌شود. مولفه‌های سطوح سلسله‌مراتبی ابتدا مرتب می‌شوند و سپس براساس ماتریس قابلیت دستیابی با تقارن‌گرایی ارتباط مستقیم بین مولفه‌ها پیوند خورده می‌شوند.
- مرحله هفتم) ماتریس تفسیری با تقارن‌گرایی تهیه می‌شود که تفسیر گره‌ها و لینک‌های مربوط به شاخص‌های تدوین شده در قالب مدل ساختاری تفسیری فراگیر می‌باشند.

### جامعه آماری پژوهش

جامعه آماری در بخش کیفی، شامل ۱۵ نفر از متخصصان و خبرگان رشته حسابداری در سطح دانشگاهی هستند، که به واسطه انجام پژوهش‌های علمی در زمینه مشابه، دارای رویکردی تخصصی و علمی در این رابطه می‌باشند. این افراد از طریق روش نمونه‌گیری همگن انتخاب شدند، چراکه هدف این بود، افرادی که در این بخش مشارکت می‌کنند، که دارای دید نظری در رابطه با موضوع پژوهش باشند. همچنین براساس تحلیل فراترکیب، در این بخش از پژوهش‌هایی مرتبط با مفاهیم پژوهش بهره برده می‌شود.



شکل (۵) مرور پژوهش‌های متناسب با ماهیت ارزشیابی سهام باصرفه

۵۰ باشد که اگر پژوهشی امتیاز ۳۰ و بیش از آن را کسب نماید، وارد گام چهارم می‌شود. لذا در این گام، با مشارکت خبرگان پژوهش، ۱۲ پژوهش اولیه‌ی تاییدشده، مورد واکاوی امتیازی براساس تحلیل ارزیابی انتقادی قرار می‌گیرد.

براساس این سه مرحله، ۱۲ پژوهش تأیید گردید. در گام سوم از نظر ارزیابی انتقادی<sup>۱</sup> با مشارکت خبرگان پژوهش مورد تحلیل قرار گیرد. این فرآیند شامل ۱۰ معیار زیر است که براساس امتیاز حداقل (۱) و حداکثر (۵) مورد بررسی قرار می‌گیرد. مجموع امتیازها براساس ۱۰ معیار می‌تواند

جدول (۱) تحلیل ارزیابی انتقادی

پژوهش‌های داخلی		پژوهش‌های بین‌المللی										معیارهای ارزیابی انتقادی
۱۲	۱۱	۱۰	۹	۸	۷	۶	۵	۴	۳	۲	۱	
												پژوهش‌های تاییدشده
												آگودجو و همکاران <sup>۲</sup> (۲۰۲۱)
												شارما و همکاران <sup>۳</sup> (۲۰۲۱)
												فاتما و هیدایت <sup>۴</sup> (۲۰۲۰)
												بویسجولی و همکاران <sup>۵</sup> (۲۰۲۰)
												گانو و همکاران <sup>۶</sup> (۲۰۱۹)
												واسکونسلوس و مارتینز <sup>۷</sup> (۲۰۱۹)
												بیسلند <sup>۸</sup> (۲۰۱۹)
												بادو و آپیاه <sup>۹</sup> (۲۰۱۸)
												ما و همکاران <sup>۱۰</sup> (۲۰۱۸)
												کریانی و دهقان (۱۳۹۹)
												قنبری ممشی و همکاران (۱۳۹۹)
												حکمت و همکاران (۱۳۹۸)
هدف	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴
روش	۴	۵	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴
طرح	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴
نمونه‌گیری	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴
جمع‌آوری	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۵	۴
تعمیم	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴
اخلاقی	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۵	۴	۴	۴
تحلیل	۳	۴	۳	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴
تئوریک	۴	۴	۲	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۵
ارزش	۳	۴	۳	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴
جمع	۳۲	۳۶	۲۸	۲۷	۲۳	۳۴	۲۷	۳۶	۲۳	۳۶	۳۳	۴۸

<sup>6</sup> Gao et al

<sup>7</sup> Vasconcelos and Martins

<sup>8</sup> Beislend

<sup>9</sup> Badu & Appiah

<sup>10</sup> Ma et al

<sup>1</sup> Critical Appraisal Process

<sup>2</sup> Agbodjo et al

<sup>3</sup> Sharma et al

<sup>4</sup> Fatma & Hidayat

<sup>5</sup> Boisjoly et al

تا با قراردادن علامت «» در جلوی هر پژوهش، در نهایت مشخص شود، بیشترین فراوانی مولفه ارزشیابی سهام باصرفه کدام است. به عبارت دیگر برمبنای استفاده از هر پژوهشگر از معیارهای فرعی نوشته شده در ستون جدول، علامت «» درج می‌شود، سپس امتیازهایی هر  در ستون معیارهای فرعی، باهم جمع می‌شود و امتیازهای بالاتر از میانگین پژوهش‌های انجام شده، به عنوان مولفه‌های پژوهش انتخاب می‌شوند.

پس از انجام فرآیند ارزیابی انتقادی مشخص گردید، ۳ پژوهش از مجموع پژوهش‌های تایید شده، به دلیل اینکه امتیاز زیر ۳۰ را کسب نمودند، حذف گردیدند. در ادامه به منظور تعیین مولفه‌های ارزشیابی سهام باصرفه از فرآیند انتخاب بیشترین جمع توزیع فراوانی با واکاوی محتوایی در دل پژوهش‌های تایید شده، استفاده می‌شود. لذا براساس پژوهش‌های تایید شده، ابتدا کلیه‌ی معیارهای مربوط به مفهوم پژوهش تعیین و در ستون جدول (۲) آورده می‌شود

جدول (۲) فرآیند تعیین مولفه‌های ارزشیابی سهام باصرفه

شماره مولفه‌ها	محققان	پژوهش‌های خارجی							داخلی	
		آگیودیو و همکاران (۲۰۲۱)	شارما و همکاران (۲۰۲۱)	فاتما و همکاران (۲۰۲۰)	گائو و همکاران (۲۰۱۹)	بیساند (۲۰۱۹)	ما و همکاران (۲۰۱۸)	قنبری مشقی و همکاران (۱۳۹۹)		حکمت و همکاران (۱۳۹۸)
۱	ارزیابی خالص ارزش دارایی‌ها	<input checked="" type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	۵
۲	ارزیابی قیمت بازار سهام عادی	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	۵
۳	تحلیل روش درآمدهای حاصله	-	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	۵
۴	تحلیل دو مرحله‌ای سهم سود عادی	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	-	۵
۵	ارزش اسمی سهام از طریق نسبت سهام سرمایه	-	-	-	-	-	-	-	<input checked="" type="checkbox"/>	۱
۶	تحلیل نرخ رشد ثابت سهم سودپرداختی	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	۵
۷	تحلیل ارزش دفتری سهام از طریق نسبت مجموع حقوق صاحبان سهام بر تعداد سهام	-	-	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	-	-	<input checked="" type="checkbox"/>	۳
۸	تحلیل تک‌مرحله‌ای سود سهام عادی از طریق نسبت رشد سهم سود پرداختی	-	-	-	<input checked="" type="checkbox"/>	-	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	۳
۹	تحلیل توده واری رفتار در قیمت سهام	<input checked="" type="checkbox"/>	-	-	-	-	<input checked="" type="checkbox"/>	-	-	۲
۱۰	تحلیل درآمدهای محدود	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	-	۶
۱۱	تمرکز بر ارزش تصفیه سهام	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	-	۶
۱۲	تحلیل مبتنی بر ارتباطات سیاسی در قیمت سهام	-	-	-	<input checked="" type="checkbox"/>	-	-	-	<input checked="" type="checkbox"/>	۳
۱۳	تحلیل مبتنی بر تحقیق و توسعه در قیمت سهام	<input checked="" type="checkbox"/>	-	-	-	-	-	-	<input checked="" type="checkbox"/>	۲

سهام باصرفه، از تحلیل دلفی براساس دو معیار میانگین و ظریب توافق استفاده می‌شود. لذا برای انجام این بخش با توجه به مقیاس ۷ گزینه‌ای ارزیابی، طبق جدول (۴) نتایج تحلیل دلفی ارائه شده است.

در این بخش ۷ مولفه اصلی به عنوان مبانی اصلی ارزشیابی سهام باصرفه براساس بیشترین فراوانی در پژوهش‌های تایید شده، انتخاب شدند که در گام بعدی، به منظور تعیین اجماع نظر خبرگان برای متناسب بودن مولفه‌های ارزشیابی

جدول (۴) فرآیند تحلیل دلفی برای تعیین اجماع نظر خبرگان

	نتیجه	دور دوم دلفی		دور اول دلفی	
		میانگین	ضریب توافق	میانگین	ضریب توافق
مولفه‌های ارزشیابی ارزشیابی سهام باصرفه	ارزشیابی خالص ارزش دارایی‌ها	تایید	۵/۳۰	۵/۲۰	۵/۲۰
	ارزشیابی قیمت بازار سهام عادى	تایید	۶/۲۰	۶	۶
	تحلیل روش درآمدهای حاصله	تایید	۵/۱۰	۵	۵
	تحلیل دو مرحله‌ای سهم سود عادى	تایید	۵/۵۰	۵/۳۰	۵/۳۰
	تحلیل نرخ رشد ثابت سهم سودپرداختى	تایید	۵/۵۰	۵/۳۰	۵/۳۰
	تحلیل درآمدهای محدود	تایید	۵/۳۰	۵/۲۰	۵/۲۰
	تمرکز بر ارزش تصفیه سهام	تایید	۶/۲۰	۶	۶

تحلیل رتبه‌بندی تفسیری می‌شوند. در این بخش به عنوان گام آخر تحلیل کیفی، الگوی نظری پژوهش برای تحلیل ابعاد ارزشیابی سهام باصرفه ارائه می‌شود.

نتایج پس از دو دور تحلیل در گام دلفی نشان داد، تمامی مولفه‌های پژوهش براساس ضریب توافق و میانگین مورد تأیید قرار گرفتند. لذا مجموعاً ۷ مولفه‌ی ارزشیابی سهام باصرفه براساس چارچوب نظری تدوین‌شده‌ی زیر، وارد فاز



شکل (۶) الگوی نظری ارزشیابی سهام باصرفه

استفاده می‌شود. لذا به منظور ایجاد ماتریس‌های تعاملی ابتدا می‌بایست سطح ارتباط مستقیم، متقارن و یا غیرمستقیم را همسو با توضیح‌ها مور توجه قرار داد. برای تعیین نوع روابط پیشنهاد شده است که از نظر خبرگان براساس نمادهای مندرج در جدول (۵) استفاده می‌شود:

در ادامه همانطور که پیش‌تر توضیح داده شد، پژوهش وارد فاز تحلیل رتبه بندی تفسیری می‌شود تا اثرگذارترین مولفه‌ی مربوط به ارزشیابی سهام باصرفه را مشخص نماید. لذا جهت مقایسه زوجی مولفه‌های پژوهش از فرآیند ارزشیابی تأثیرگذاری سطر «I» بر ستون «J» و یا برعکس و یا متقابل،

جدول (۵) روابط مفهومی در تشکیل ماتریس خود تعاملی ساختاری

اختصارات تعریف شده				
O	X	A	V	
$i \nleftrightarrow j$	$i \leftrightarrow j$	$i \Leftarrow j$	$i \Rightarrow j$	تشریح ریاضی
عدم وجود اثر سطر و ستون	اثر متقابل سطر و ستون	اثر مستقیم ستون بر سطر	اثر مستقیم سطر بر ستون	تشریح تفسیری

جدول (۶) ماتریس خود تعاملی مولفه‌های ارزشیابی سهام باصرفه

		A1	A2	A3	A4	A5	A6	A7
مولفه‌های مستقر سطر «i»	ارزیابی خالص ارزش دارایی‌ها	A1	-	V	V	O	V	O
	ارزیابی قیمت بازار سهام عادی	A2		-	O	X	V	A
	تحلیل روش درآمدهای حاصله	A3			-	A	A	X
	تحلیل دو مرحله‌ای سهم سود عادی	A4				-	O	A
	تحلیل نرخ رشد ثابت سهم سودپرداختی	A5					-	X
	تحلیل درآمدهای محدود	A6						-
	تمرکز بر ارزش تصفیه سهام	A7						
		مولفه‌های مستقر ستون «j»						

در این بخش می‌بایست نسبت به تعیین ماتریس تفسیری براساس مقایسه سطر «i» و ستون «j» و شاخص مُد به ترتیب زیر اقدام شود.

با عنایت به اختصارات این تحلیل، در ادامه نسبت به تشکیل ماتریس خود تعاملی ساختاری (SSIM) اقدام می‌شود.

جدول (۷) تحلیل تفسیری متقابل مولفه‌های ارزشیابی سهام باصرفه

A7	A6	A5	A4	A3	A2	A1	
		ارزیابی خالص ارزش دارایی‌ها مبنایی برای تحلیل نرخ رشد ثابت سهم سودپرداختی	ارزیابی خالص ارزش دارایی‌ها مبنایی برای تحلیل نرخ رشد ثابت سهم سودپرداختی	ارزیابی خالص ارزش دارایی‌ها مبنایی برای تحلیل نرخ رشد ثابت سهم سودپرداختی	ارزیابی خالص ارزش دارایی‌ها مبنایی برای تحلیل نرخ رشد ثابت سهم سودپرداختی	ارزیابی خالص ارزش دارایی‌ها مبنایی برای تحلیل نرخ رشد ثابت سهم سودپرداختی	A1
		تحلیل ارزشیابی قیمت بازار سهام مبنایی برای تحلیل دو مرحله‌ای سهم سودپرداختی	تحلیل ارزشیابی قیمت بازار سهام مبنایی برای تحلیل دو مرحله‌ای سهم سودپرداختی	تحلیل ارزشیابی قیمت بازار سهام مبنایی برای تحلیل دو مرحله‌ای سهم سودپرداختی	تحلیل ارزشیابی قیمت بازار سهام مبنایی برای تحلیل دو مرحله‌ای سهم سودپرداختی	تحلیل ارزشیابی قیمت بازار سهام مبنایی برای تحلیل دو مرحله‌ای سهم سودپرداختی	A2
	تحلیل روش درآمدهای حاصله مبنایی برای تحلیل درآمدهای محدود	تحلیل روش درآمدهای حاصله مبنایی برای تحلیل درآمدهای محدود	تحلیل روش درآمدهای حاصله مبنایی برای تحلیل درآمدهای محدود	تحلیل روش درآمدهای حاصله مبنایی برای تحلیل درآمدهای محدود	تحلیل روش درآمدهای حاصله مبنایی برای تحلیل درآمدهای محدود	تحلیل روش درآمدهای حاصله مبنایی برای تحلیل درآمدهای محدود	A3
		تحلیل دو مرحله‌ای سهم سود عادی	تحلیل دو مرحله‌ای سهم سود عادی	تحلیل دو مرحله‌ای سهم سود عادی	تحلیل دو مرحله‌ای سهم سود عادی	تحلیل دو مرحله‌ای سهم سود عادی	A4
		تحلیل نرخ رشد ثابت سهم سودپرداختی	تحلیل نرخ رشد ثابت سهم سودپرداختی	تحلیل نرخ رشد ثابت سهم سودپرداختی	تحلیل نرخ رشد ثابت سهم سودپرداختی	تحلیل نرخ رشد ثابت سهم سودپرداختی	A5

مولفه‌های مستقر سطر «i»

مبنایی برای تحلیل درآمدهای محدود	مبنایی برای تحلیل روش درآمدهای حاصله	
تحلیل نرخ رشد ثابت سهم سودپرداختی مبنایی برای تحلیل دو مرحله‌ای سهم سود عادی	تحلیل درآمدهای محدود مبنایی برای تحلیل روش درآمدهای حاصله سود عادی	<b>A6</b>
	تحلیل مبتنی بر ارزش تصفیه سهام مبنایی برای ارزیابی خالص ارزش دارایی‌ها	<b>A7</b>

**مولفه‌های مستقر ستون «j»**

در این بخش براساس این مفاهیم، اقدام به تشکیل ماتریس دستیابی جهت تعیین مقایسه سطر «i» و ستون «j» براساس ۰ و ۱ می‌شود.

در این بخش می‌بایست براساس فرآیند تبدیل اختصارهای تعریف شده در جدول (۵)؛ ماتریس خودتعاملی ارائه شده در جدول (۶) و فرآیند تبدیل نمادهای اختصاری در جدول (۸) نسبت به تعیین ماتریس دستیابی در جدول (۹) اقدام نمود.

**جدول (۸) فرآیند تبدیل نمادهای اختصاری به ۰ و ۱**

تبدیل نمادهای مفهومی به اعداد کمی	
V	خانه‌ی مربوط به این زوج در ماتریس دستیابی عدد ۱ و خانه‌ی قرینه‌ی آن عدد ۰ قرار می‌گیرد.
A	خانه‌ی مربوط به این زوج در ماتریس دستیابی عدد ۰ و خانه‌ی قرینه‌ی آن عدد ۱ قرار می‌گیرد.
X	خانه‌ی مربوط به این زوج در ماتریس دستیابی عدد ۱ و خانه‌ی قرینه‌ی آن عدد ۱ قرار می‌گیرد.
O	خانه‌ی مربوط به این زوج در ماتریس دستیابی عدد ۰ و خانه‌ی قرینه‌ی آن عدد ۰ قرار می‌گیرد.

**جدول (۹) ماتریس دستیابی مولفه‌های ارزشیابی سهام باصرفه**

		A	A1	A2	A3	A4	A5	A6	A7
مولفه‌های مستقر سطر «i»	ارزیابی خالص ارزش دارایی‌ها	A1	1	1	1	0	1	0	0
	ارزیابی قیمت بازار سهام عادی	A2	0	1	0	1	1	0	0
	تحلیل روش درآمدهای حاصله	A3	0	0	1	0	0	1	0
	تحلیل دو مرحله‌ای سهم سود عادی	A4	0	1	1	1	0	A	0
	تحلیل نرخ رشد ثابت سهم سودپرداختی	A5	0	0	1	0	1	1	0
	تحلیل درآمدهای محدود	A6	0	1	1	1	1	1	0
	تمرکز بر ارزش تصفیه سهام	A7	1	0	0	0	0	0	1

**مولفه‌های مستقر ستون «j»**

ام مورد مقایسه قرار می‌گیرد. برای هر ارتباط پاسخ بله از گزینه «» استفاده شده است که به معنای وجود ارتباط قطبی بین مولفه‌های پژوهش است.

در ادامه‌ی تحلیل جهت تعیین ارتباط غیرمستقیم بین مولفه‌های ارزشیابی سهام باصرفه، مقایسه‌ی زوجی  $i$  امین مولفه به صورت دو به دو با تمام عناصر از  $(i + 1)$  ام تا  $n$

جدول (۱۰) مقایسه زوجی بین مضامین گزاره‌ای براساس فرم ماتریس

ماتریس متقابل A1...A7											
A7 - A1	A1 - A7	A6 - A1	A1 - A6	A5 - A1	A1 - A5	A4 - A1	A1 - A4	A3 - A1	A1 - A3	A2 - A1	A1 - A2
<input checked="" type="checkbox"/>											A1
ماتریس متقابل A2...A7											
A7 - A2	A2 - A7	A6 - A2	A2 - A6	A5 - A2	A2 - A5	A4 - A2	A2 - A4	A3 - A2	A2 - A3		
		<input checked="" type="checkbox"/>				<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>				A2
ماتریس متقابل A3...A7											
A7 - A3	A3 - A7	A6 - A3	A3 - A6	A5 - A3	A3 - A5	A4 - A3	A3 - A4				
		<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>			<input checked="" type="checkbox"/>				A3
ماتریس متقابل A4...A7											
A7 - A4	A4 - A7	A6 - A4	A4 - A6	A5 - A4	A4 - A5						
		<input checked="" type="checkbox"/>									A4
ماتریس متقابل A5-A7											
A7 - A5	A5 - A7	A6 - A5	A5 - A6								
		<input checked="" type="checkbox"/>									A5
ماتریس متقابل A6-A7											
A7 - A6	A6 - A7										
											A6

براساس، ماتریس مقایسه زوجی، در این بخش اقدام به تشریح روابط ماتریس متقابل هر یک از مضامین تایید شده از مرحله‌ی کیفی پژوهش می‌شود تا براساس آن نسبت به ایجاد روابط انتقالی در مدل نهایی اقدام لازم صورت گیرد.

جدول (۱۱) تشریح روابط ماتریس متقابل زوجی

ماتریس متقابل	تشریح ماتریس متقابل
<b>«A1» ارزیابی خالص ارزش دارایی‌ها</b>	
<b>A7 → A1</b>	تحلیل مبتنی بر ارزش تصفیه سهام مبنایی برای ارزیابی خالص ارزش دارایی‌ها
<b>«A2» ارزیابی قیمت بازار سهام عادی</b>	
<b>A2 - A4</b>	تحلیل ارزیابی قیمت بازار سهام مبنایی برای تحلیل دو مرحله‌ای سهم سود عادی
<b>A4 - A2</b>	تحلیل دو مرحله‌ای سهم سود عادی مبنایی برای ارزیابی قیمت بازار سهام عادی
<b>A6 - A2</b>	تحلیل درآمدهای محدود مبنایی برای ارزیابی قیمت بازار سهام عادی
<b>«A3» تحلیل روش درآمدهای حاصله</b>	
<b>A4 - A3</b>	تحلیل دو مرحله‌ای سهم سود عادی مبنایی برای تحلیل روش درآمدهای حاصله
<b>A5 - A3</b>	تحلیل نرخ رشد ثابت سهم سودپرداختی مبنایی برای تحلیل روش درآمدهای حاصله
<b>A3 - A6</b>	تحلیل روش درآمدهای حاصله مبنایی برای تحلیل درآمدهای محدود
<b>A6 - A3</b>	تحلیل درآمدهای محدود مبنایی برای تحلیل روش درآمدهای حاصله
<b>«A4» تحلیل دو مرحله‌ای سهم سود عادی</b>	
<b>A6 - A4</b>	تحلیل درآمدهای محدود مبنایی برای تحلیل دو مرحله‌ای سهم سود عادی
<b>«A5» تحلیل نرخ رشد ثابت سهم سودپرداختی</b>	
<b>A5 - A6</b>	تحلیل نرخ رشد ثابت سهم سودپرداختی مبنایی برای تحلیل درآمدهای محدود
<b>A6 - A5</b>	تحلیل نرخ رشد ثابت سهم سودپرداختی مبنایی برای تحلیل دو مرحله‌ای سهم سود عادی
<b>«A6» تحلیل درآمدهای محدود</b>	

قالب «\*۱» تعیین شود. لذا نتایج این بخش در جدول (۱۲) به ترتیب زیر ارائه شده است. با توجه به مشخص شدن، سطح تاثیرگذاری مستقیم و انتقالی مولفه‌های ارزشیابی سهام باصرفه، در گام بعد اقدام به تعیین درصدهای امتیاز مجموع سطح تاثیرگذاری‌ها می‌شود که این نتایج در قالب جدول (۱۳) ارائه شده است.

براساس، ماتریس مقایسه زوجی، در این بخش اقدام به تدوین ماتریس دستیابی نهایی براساس ارتباط غیرمستقیم مولفه‌های پژوهش می‌شود. در واقع در این بخش اگر مولفه‌ی A1 با مولفه‌ی A2 بدون ارتباط تفسیر شده باشد، اما ارتباط بین A2 با A3 به صورت مستقیم تعریف شده است، براساس اجرای دستور بولین پروداکت در نرم‌افزار متلب می‌توان ارتباط A1 با A3 به صورت متقارن و در

جدول (۱۲) ماتریس دستیابی نهایی مولفه‌های ارزشیابی سهام باصرفه

	A	A1	A2	A3	A4	A5	A6	A7
ارزیابی خالص ارزش دارایی‌ها	A1	1	1	1	1*	1	1*	1*
ارزیابی قیمت بازار سهام عادی	A2	0	1	0	1	1	0	0
تحلیل روش درآمدهای حاصله	A3	0	0	1	0	1*	1	1*
تحلیل دو مرحله‌ای سهم سود عادی	A4	0	1	1	1	1*	0	0
تحلیل نرخ رشد ثابت سهم سودپرداختی	A5	0	0	1	0	1	1	0
تحلیل درآمدهای محدود	A6	0	1	1	1	1	1	0
تمرکز بر ارزش تصفیه سهام	A7	1	0	0	0	0	0	1

مولفه‌های مستقیم سطر «i»

مولفه‌های مستقیم ستون «j»

جدول (۱۳) درصد امتیازهای سطح تاثیرگذاری مضامین استیلای قدرت

	تاثیرگذاری کلی	تاثیرگذاری تفسیری	تاثیرگذاری انتقال‌پذیر	تاثیرگذاری مستقیم	درصد تاثیرگذاری جامع	Rank
A1	۱۰	۳	۳	۴	۲۳/۲۵	1 <sup>st</sup>
A2	۵	۲	۰	۳	۱۱/۶۲	4 <sup>th</sup>
A3	۵	۱	۲	۲	۱۱/۶۲	4 <sup>th</sup>
A4	۶	۲	۱	۳	۱۳/۹۵	3 <sup>rd</sup>
A5	۵	۲	۰	۳	۱۱/۶۲	4 <sup>th</sup>
A6	۹	۴	۰	۵	۲۰/۹۳	2 <sup>nd</sup>
A7	۳	۱	۰	۲	۶/۹۷	5 <sup>th</sup>
مجموع	۴۳	۱۵	۶	۲۲		
درصد	۳۴/۸۸	۱۳/۹۵	۵۱/۱۶			

مولفه‌های ارزشیابی سهام باصرفه

ارزشیابی سهام به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا از طریق نسبت تفاوت بین ارزش روز دارایی‌ها با ارزش روز بدهی‌ها با تعداد سهام شرکت‌ها، نسبت به اتخاذ تصمیم سرمایه‌گذاری مناسب اقدام نمایند و بازده ناشی از سرمایه‌گذاری خود را در زمان حال تا حدی ارزیابی نمایند. در ادامه باهدف تقویت شناخت مولفه‌های پژوهش از نظر ماتریس میک‌مک، اقدام به جایگذاری هریک از مولفه‌های پژوهش در درون این ماتریس می‌شود.

نتایج نشان داد، ۵۱/۱۶ درصد ارتباط بین مولفه‌های ارزشیابی سهام باصرفه، مستقیم و تنها ۱۳/۹۵ درصد دارای تاثیرگذاری انتقالی هستند. از مجموع تاثیرگذاری کلی مبتنی بر مقیاسه زوجی بین مولفه‌های پژوهش مشخص شد، درصد تاثیرگذاری مولفه‌ی ارزیابی خالص ارزش دارایی‌ها نسبت به بقیه مولفه‌های ارزشیابی سهام باصرفه نقش موثرتری در تعیین سطح بهینه سرمایه‌گذاری دارد، که به معنای آن است که ارزش خالص دارایی‌ها در



وابستگی از طریق ترکیب نمودن تقارن مولفه‌های براساس ۴ بُعد نموداری این تحلیل، مولفه‌های جایگذاری می‌شوند.

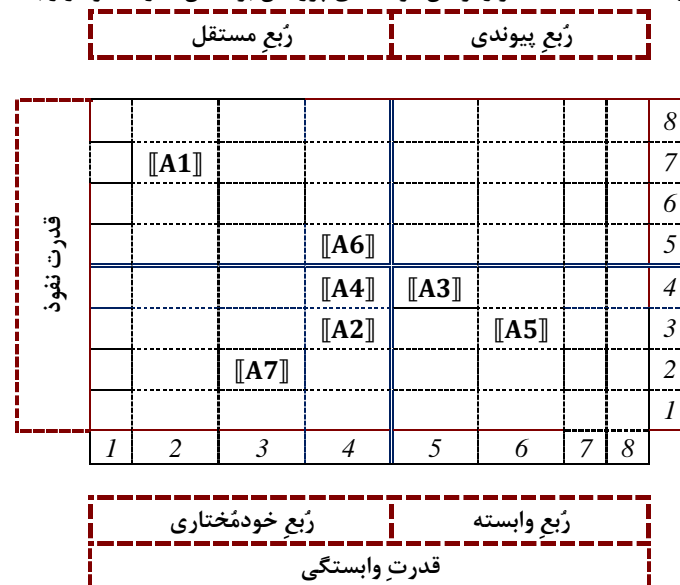
براساس تعیین قدرت نفوذ و وابستگی اقدام به تحلیل گره‌ها و لینک‌های هریک از مولفه‌های پژوهش در قالب تحلیل نموداری می‌گردد. لذا براساس قدرت نفوذ و

جدول (۱۴) تعیین قدرت نفوذ و وابستگی مولفه‌های ارزشیابی سهام باصرفه

		A	A1	A2	A3	A4	A5	A6	A7	قدرت نفوذ
مولفه‌های مستقر سطر «I»	ارزیابی خالص ارزش دارایی‌ها	A1	1	1	1	1*	1	1*	1*	7
	ارزیابی قیمت بازار سهام عادی	A2	0	1	0	1	1	0	0	3
	تحلیل روش درآمدهای حاصله	A3	0	0	1	0	1*	1	1*	4
	تحلیل دو مرحله‌ای سهم سود عادی	A4	0	1	1	1	1*	0	0	4
	تحلیل نرخ رشد ثابت سهم سودپرداختی	A5	0	0	1	0	1	1	0	3
	تحلیل درآمدهای محدود	A6	0	1	1	1	1	1	0	5
	تمرکز بر ارزش تصفیه سهام	A7	1	0	0	0	0	0	1	2
قدرت وابستگی			2	4	5	4	6	4	3	

مولفه‌های مستقر ستون «J»

نمودار (۱) MICMAC) قرار گرفتن مولفه‌های پژوهش براساس قدرت نفوذ و وابستگی



سهام سودپرداختی قرار دارند که اگرچه قدرت نفوذ پایین‌تری از حد معمولی در ارزشیابی سهام باصرفه دارند، اما از قدرت وابستگی بالایی برای تعیین سطح بهینه سهام در سرمایه‌گذاری برخوردار هستند. در رُبع مستقل مشخص شد دو مولفه‌ی ارزیابی خالص ارزش دارایی‌ها و تحلیل درآمدهای محدود قرار دارند که گویایی این موضوع هستند که دارای قدرت نفوذ بسیار بالایی در کارکردهای ارزشیابی سهام باصرفه جهت تعیین سطح بهینه سهام در سرمایه‌گذاری هستند. در نهایت مشخص گردید، هیچ مولفه‌ای از

همانطور که نتایج نشان می‌دهد، در رُبع اول، یعنی خودمختاری، سه مولفه‌ی ارزیابی قیمت بازار سهام عادی؛ تحلیل دو مرحله‌ای سهم سود عادی و تمرکز بر ارزش تصفیه سهام وجود دارد که نشان دهنده‌ی این موضوع است که میزان وابستگی و قدرت هدایت کمی در ارزشیابی سهام باصرفه دارند و نقش چندانی در دستیابی سرمایه‌گذاران به سطح بهینه‌ی سهام برای کسب بازده بالاتر ندارند. از طرف دیگر در رُبع وابسته مشخص شد، دو مولفه‌ی تحلیل روش درآمدهای حاصله و تحلیل نرخ رشد ثابت

ارزشیابی سهام در رُبع چهارم یعنی رُبع پیوندی قرار ندارند. با مرور این فرآیند همسو با نتایج رتبه‌بندی می‌توان استدلال نمود، بالاترین میزان قدرت نفوذ، مولفه‌ی ارزیابی خالص ارزش دارایی‌ها می‌باشد، چراکه قدرت نفوذ بسیار بالایی در ارزشیابی سهام باصرفه برخوردار می‌باشد.

### بحث و نتیجه‌گیری

هدف این پژوهش ارزیابی تفسیرگرایانه‌ی محورهای اثرگذار در ارزشیابی سهام باصرفه در بازار سرمایه می‌باشد. با طی فرآیندهای پژوهش همانطور که تدوین سوال‌های اول و دوم پژوهش مشخص می‌نماید، این پژوهش در بخش کیفی به دنبال شناسایی مولفه‌های مبنایی برای ارزشیابی سهام باصرفه بود. لذا در این بخش از طریق تحلیل فراترکیب با مرور ۱۲ پژوهش اولیه، ۷ بُعد ارزشیابی سهام باصرفه در بازار سرمایه تعیین گردید. سپس به منظور تعیین پایایی مولفه‌های پژوهش از تحلیل دلفی استفاده گردید. در این مرحله طی دو راند با استفاده از دو معیار میانگین و ضریب توافق، هر ۷ مولفه‌ی شناسایی شده مورد تأیید قرار گرفتند. سپس به منظور پاسخ به سوال دوم پژوهش به منظور تعیین تاثیرگذارترین بُعد ارزشیابی سهام باصرفه در بازار سرمایه از تحلیل رتبه بندی تفسیری بهره برده شد. براساس انجام این تحلیل مشخص گردید، درصد تاثیرگذاری مولفه‌ی ارزیابی خالص ارزش دارایی‌ها نسبت به بقیه مولفه‌های ارزشیابی سهام باصرفه نقش موثرتری در تعیین سطح بهینه سرمایه‌گذاری دارد. در تحلیل نتیجه این بخش باید بیان نمود، تمرکز بر خالص ارزش دارایی‌ها از طریق نسبت تفاوت ارزش روز دارایی‌ها با مجموع بدهی‌ها بر تعداد سهام عادی مبنای است که می‌تواند رفتار سرمایه‌گذاری را به طور تحلیلی هدفمند نماید. در واقع تمرکز بر خالص ارزش دارایی‌ها از طریق نسبت تفاوت ارزش روز دارایی‌ها با مجموع بدهی‌ها بر تعداد سهام عادی می‌تواند به سهامداران کمک کند تا نسبت به خرید سهام شرکت‌های بازار سرمایه اقدام نمایند. به عبارت دیگر اگر یک کارگزار با تحلیل سهام در بازار سرمایه مشخص کند که تفاوت ارزش روز دارایی‌ها با مجموع بدهی‌ها نسبت به تعداد سهام عادی عرضه شده به بازار، عددی بالاتر از ۱ باشد، می‌توان دریافت که زمان مناسبی برای سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های بازار سرمایه می‌باشد، چراکه ارزش سهام در حال رشد است و

می‌تواند در آینده بازده بالاتری را به دلیل کاهش بدهی‌ها و افزایش دارایی‌های شرکت کسب نماید. ارزش سهام بر مبنای خالص ارزش دارایی همچنین نیز مبنایی از ظرفیت‌های اهرم مالی شرکت را انعکاس می‌دهد که نشان دهنده‌ی این موضوع است که شرکت از طریق بدهی‌ها به دنبال توسعه طرح‌ها و پروژه‌هایی است که می‌تواند بازده بالاتری را به دلیل افزایش ارزش بازار سهام خریداری شده برای آنان رقم بزند. در واقع نتیجه‌ی کسب شده حاکی از آن است که شرکت‌های بازار سرمایه با تمرکز بر تفاوت ارزش واقعی با ارزش بازار سهام از یک سو و تفاوت بین ارزش دارایی‌ها با بدهی‌های شرکت از سوی دیگر، قادر خواهند بود تا ضمن کاهش محدودیت‌های مالی به دلیل ایجاد اعتماد در بازار سرمایه، منابع مالی مورد نیاز برای پیشبرد طرح‌ها و پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود را حتی در یک اقتصاد ناپایدار، تأمین نماید و از طریق تداوم ارتقای ارزش بازار سهام خود، سرمایه‌گذاران بیشتری را برای سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های بازار سرمایه ترغیب نمایند. نتایج کسب شده با پژوهش‌های بیسلند (۲۰۱۹)؛ ما و همکاران (۲۰۱۸)؛ آگبودیو و همکاران (۲۰۲۱)؛ فاتما و هیدایت (۲۰۲۰) و حکمت و همکاران (۱۳۹۸) مطابقت دارد.

براساس نتیجه کسب شده پیشنهاد می‌شود، مدیران مالی شرکت‌های بازار سرمایه از طریق چابک‌سازی مالی خود باید قادر باشند سطح انعطاف‌پذیری مالی را براساس حفظ ارزش‌های روز دارایی‌ها در برابر بدهی‌های دریافتی خود، حفظ نمایند تا با حفظ ارزش پول خود در شرایط تحریم‌های اقتصادی، جایگاه رقابتی خود را در بین سایر شرکت‌ها از دست ندهند. زیرا شرکت‌هایی در بازار سرمایه در این شرایط اقتصادی موفق‌تر عمل می‌نمایند که شناخت بهتری نسبت به پیش‌بینی‌های اقتصادی داشته باشند و از این طریق با احتمال ریسک سقوط کمتری مواجه شوند. لذا افشاء به موقع اطلاعات براساس کارکردهای تصمیم‌گیری در خصوص بدهی‌ها و دارایی‌ها شرکت را در وضعیت چابک‌تری از نظر رقابتی قرار می‌دهد.

### منابع

بشیری‌جویباری، مهدی، پاکیزه، کامران. (۱۳۹۲). تاثیر ارزشیابی نادرست بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت دارایی و تأمین مالی، (۳): ۸۱-۹۸.

- emerging country perspective, *Journal of Accounting & Organizational Change*, 14(4): 473-491. <https://doi.org/10.1108/JAOC-07-2017-0064>
- Beisland, L. A. (2019). *Equity valuation in practice: The influence of net financial expenses*, *Accounting Forum*, 38(2): 122-131. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2019.04.008>
- Boisjoly, R. P., Conine, Th. E., McDonald, M. B. (2020). *Working capital management: Financial and valuation impacts*, *Journal of Business Research*, 108(3): 1-8. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.09.025>
- Chithambaranathan, P., Subramanian, N. and Palaniappan, P.K. (2015). *An innovative framework for performance analysis of members of supply chains*, *Benchmarking: An International Journal*, 22(2): 309-334
- Dalton, D. R., Hitt, M. A., Certo, T. S., Dalton, C. M. (2007). *The Fundamental Agency Problem and Its Mitigation*, *Academy of Management*, 1(1): 100-119. <https://doi.org/10.5465/078559806>
- Du, B., Serrano, A., Vianna, A. (2022). *Short-term institutions' information advantage and overvaluation*, *The North American Journal of Economics and Finance*, 55(2): 108-139. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2020.101299>
- Eachempati, P. and Srivastava, P.R. (2021). *Accounting for unadjusted news sentiment for asset pricing*, *Qualitative Research in Financial Markets*, 13(3): 383-422. <https://doi.org/10.1108/QRFM-11-2019-0130>
- Fatma, N. and Hidayat, W. (2020). *Earnings persistence, earnings power, and equity valuation in consumer goods firms*, *Asian Journal of Accounting Research*, 5(1): 3-13. <https://doi.org/10.1108/AJAR-05-2019-0041>
- Gao, Zh., Myers, J. N., Wu, T. W. (2019). *Can a Hybrid Method Improve Equity Valuation? An Empirical Evaluation of the Ohlson and Johannesson (2016) Model*, *The Accounting Review*, 94(6): 227-252. <https://doi.org/10.2308/accr-52415>
- Ghazali, A. W., Shafie, N. A., Sanusi, Z. M. (2015). *Earnings Management: An Analysis of Opportunistic Behaviour, Monitoring Mechanism and Financial Distress*, *Procedia Economics and Finance*, 28(2): 190-201. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01100-4](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01100-4)
- Hu, C., Liu, Y. J., Xu, X. (2021). *The valuation effect of stock dividends or splits: Evidence from a catering perspective*, *Journal of*
- حکمت، هانیه، رحمانی، علی، ملا نظری، مهناز، موسوی، میرحسین، قالیباف‌اصل، حسن. (۱۳۹۹). مدل‌های ایستا و پویا و ارزیابی کارایی بازار سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، ۲۲(۴): ۴۷۶-۴۹۵.
- رستمی‌جاز، حمید، یعقوب‌نژاد، احمد، تاری‌وردی، یداله. (۱۴۰۰). بررسی اثرات گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر ارزشیابی سهام، دانش سرمایه‌گذاری، ۱۰(۳۹): ۲۸۳-۳۰۳.
- قائم مقامی، کامران، باقرپور ولشانی، محمدعلی، صالحی، مهدی، خلعت‌بری، حسن. (۱۴۰۰). رابطه بین بیش‌ارزشیابی سهام و بحران مالی شرکت‌ها، مجله دانش حسابداری، ۱۲(۴): ۲۳-۴۱.
- قنبری‌ممشی، ابراهیم، نبوی‌چاشمی، سیدعلی، معماریان، عرفان. (۱۳۹۹). ارزیابی ارزش در معرض ریسک شاخص سهام بر مبنای رویکردهای پارامتریک، شبه پارامتریک و غیرپارامتریک (مطالعه بورس اوراق بهادار تهران)، فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۴۴(۳): ۲۷۹-۲۹۹.
- کبریایی، آنتا، دهقان، عبدالمجید. (۱۳۹۹). ارزیابی عوامل تعیین‌کننده مومنتوم قیمت در بازار سهام ایران، مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۱۱(۴۳): ۴۳۱-۴۵۰.
- کریمی، محمدشریف، امام‌وردی، قدرت‌اله، دباغی، نیشتمان. (۱۳۹۲). ارزیابی و شناسایی مناسب‌ترین گزینه سرمایه‌گذاری دارایی و مالی در ایران (در بازه زمانی ۱۳۸۹-۱۳۸۰)، اقتصاد مالی، ۷(۲۵): ۱۷۷-۲۰۷.
- Adebiyi, S.O., Ogunbiyi, O.O. and Amole, B.B. (2022). *Artificial intelligence model for building investment portfolio optimization mix using historical stock prices data*, *Rajagiri Management Journal*, 16(1): 36-62. <https://doi.org/10.1108/RAMJ-07-2020-0036>
- Agbodjo, S., Toumi, K. and Hussainey, K. (2021). *Accounting standards and value relevance of accounting information: a comparative analysis between Islamic, conventional and hybrid banks*, *Journal of Applied Accounting Research*, 22(1): 168-193. <https://doi.org/10.1108/JAAR-05-2020-0090>
- Ascioglu, A. and Maloney, K.J. (2020). *From stock selection to multi-asset investment management: The evolution of a student-managed investment fund*, *Managerial Finance*, 46(5): 647-661. <https://doi.org/10.1108/MF-07-2018-0304>
- Badu, B. and Appiah, K.O. (2018). *Value relevance of accounting information: an*

- Sushil (2009). *Interpretive ranking process*, *Global Journal of Flexible Systems Management*, 10(4): 1-10.
- Sushil (2017<sup>a</sup>). *Multi- criteria valuation of flexibility initiatives using integrated TISM–IRP with a big data framework*, *Production Planning & Control*, 28(11/12): 999-1010
- Vasconcelos, L.N.C.d. and Martins, O.S. (2019). *Value and growth stocks and shareholder value creation in Brazil*, *Revista de Gestão*, 26(3): 293-312. <https://doi.org/10.1108/REGE-12-2018-0127>
- Yang, Zh., Ho, K, Ch., Shen, X., Shi, L. (2020). *Disclosure Quality Rankings and Stock Misvaluation: Evidence from Chinese Stock Market*, *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(14): 3468-3489. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2019.1700499>
- Yi, R., Chang, Y, W., Xing, W., Chen, J. (2019). *Comparing relative valuation efficiency between two stock markets*, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 72(5): 159-167  
<https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.11.008>
- Empirical Finance*, 61(2): 163-179. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2021.01.006>
- Kelley, N, J., Finley, A, J., & Schmeichel, B, J. (2019). *After-effects of self-control: The reward responsivity hypothesis*, *Cognitive, Affective, & Behavioral Neuroscience*, 19(2): 600–618. <https://doi.org/10.3758/s13415-019-00694-3>
- Lee, J. (2020). *Information Asymmetry, Mispricing and Security Issuance*, *Journal of Finance*, Forthcoming, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2918429>
- Ma, J., Vivian, A., Wohar, M, E. (2018). *Global factors and equity market valuations: Do country characteristics matter?*, *International Journal of Finance & Economics*, 23(4): 427-441. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1630>
- Miciula, I., Kadlubek, M., Stepien, P. (2021). *Modern Methods of Business Valuation—Case Study and New Concepts*, *Sustainability*, 12(1): 26-51. <https://doi.org/10.3390/su12072699>
- Queku, I.C., Gyedu, S. and Carsamer, E. (2022). *Stock prices and macroeconomic information in Ghana: speed of adjustment and bi-causality analysis*, *International Journal of Emerging Markets*, 17(1): 47-70. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-05-2019-0342>
- Rooij, M, V., Lusardi, A., Alessie, R. (2011). *Financial literacy and stock market participation*, *Journal of Financial Economics*, 101(2): 449-472. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.006>
- Saaty, T. L. (1990). *How to make decision: the analytical decision process*, *European Journal of Operational Research*, 48(1): 9-26
- Safdar, I. (2020). *Decoupling stock price momentum from accounting fundamentals*, *Pacific Accounting Review*, 32(4): 519-541. <https://doi.org/10.1108/PAR-01-2020-0011>
- Sharma, N., Pasricha, P., Selvamuthu, D. (2021). *Valuation of equity-indexed annuities under correlated jump–diffusion processes*, *Journal of Computational and Applied Mathematics*, 395(15): 226-253. <https://doi.org/10.1016/j.cam.2021.113575>
- Sharma, N., Pasricha, P., Selvamuthu, D. (2021). *Valuation of equity-indexed annuities under correlated jump–diffusion processes*, *Journal of Computational and Applied Mathematics*, 395(15): 226-253. <https://doi.org/10.1016/j.cam.2021.113575>

## **Interpretive Evaluation of the Dimensions of Advantageous Equity Valuations in the Capital Market**

<sup>1</sup>Zahra Jafari

<sup>2</sup>Zahra Moradi\*

<sup>3</sup>Shohreh Yazdani

### **Abstract**

*With the growth of analytical level in financial decisions, advantageous equity valuations is considered as one of the functions of analyzing the returns and risks of financial investment, which balances the behavioral effect of investment and analytical processes in the market and causes The gap between current values and corporate stock market values as a signal in financial decisions increases returns and controls risk in investors' decisions. The Purpose of this research is interpretive evaluation of the dimensions of Advantageous equity valuations in the capital market. The methodology of this research was mix method, so that in the qualitative section, first the dimensions of advantageous equity valuations were identified as the basis of analysis and then based on Delphi analysis, the theoretical consensus was determined to provide a theoretical framework for the research. Interpretive ranking analysis was also used in the quantitative section. In this analysis, the aim was to determine the most important analytical dimension of advantageous equity valuations in order to achieve the optimal point in investing in the capital market. The results of the study indicated the existence of 7 analytical criteria for advantageous equity valuations through Meta Synthesis analysis, which were confirmed during two Delphi rounds. The results in the quantitative part showed that the percentage of net asset value component of assets compared to other components of advantageous equity valuations has a more effective role in determining the optimal level of investment, which means that net asset value helps investors in stock valuation. To make the appropriate investment decision by evaluating the difference between the current value of assets and the current value of debts with the number of shares of companies and to evaluate the return on their investment to some extent at the present time.*

### **Keywords**

*Advantageous Equity Valuations, Optimal Stock Limit, Interpretive Ranking Process*

---

<sup>1</sup> PhD Candidate, Department of Accounting, Damavand Branch, Islamic Azad University, Damavand, Iran .  
zahra\_jafari53@yahoo.com

<sup>2</sup> Assistant Professor, Department of Accounting, Damavand Branch, Islamic Azad University, Damavand, Iran.  
(Corresponding author).z-Moradi@damavandiau.ac.ir

<sup>3</sup> Assistant Professor, Department of Accounting, Damavand Branch, Islamic Azad University, Damavand, Iran  
yazdani\_82@yahoo.com