

ارزیابی تطبیقی کارآمدی شیوه‌های فعلی قیمت‌گذاری بنگاه‌های مصوب شورای عالی اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ و شیوه‌های نوین قیمت‌گذاری بنگاه‌ها

ساسان مهرانی^۱، * علی اکبر نونهال نهر^۲، فرهاد فرقانی^۳

۱. دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، تهران، ایران.

۲. استادیار، گروه حسابداری، واحد بستان آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، بستان آباد، ایران.

۳. دانشجوی دکتری حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت و حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران.

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۲/۱۸ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۴/۱۵

The Comparative Evaluation of the Efficiency of Current Pricing Practices of Firms Approved by the High Council for the Implementation of General Policies of Principle 44 and the Modern Pricing Practices of Firms

S. Mehrani¹, * A. Nonahal Nahr², F. Forghani³

1. Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Management, Tehran University, Tehran, Iran.

2. Assistant Professor, Department of Accounting, Bostan Abad branch, IAU, Bostan Abad, Iran.

3. PhD. student of Accounting, Faculty of Economics, Management and Accounting, Tabriz branch, IAU, Tabriz, Iran.

Received: 2020/5/7

Accepted: 2020/7/5

Abstract

Subject and Purpose of the Article: The purpose of the present study is the comparative evaluation of the efficiency of current pricing practices of firms approved by the High Council for the implementation of general policies of Principle 44 and the modern pricing practices of firms.

Research Method: This research is an applied type of research and is a descriptive research method. The base rate of each share is based on future earnings forecasts with the three proposed methods and discounted to rates 30% on the valuation date, as well as the base rate calculated by official financial experts according to models specified by the Supreme Council for the Implementation of the General Policies of Article 44 of the Constitution, and calculate the results at the price of the first transaction and the geometric average of the first six months after Admission to the exchange is compared.

Research Findings: There is a meaningful difference between stock price evaluated by experts and the average price of the first six months after entering stock market.

Conclusion, Originality and its Contribution to the Knowledge: Stock evaluation model of firms by predicting and discounting future cash flows is more efficient. In other words, the use of classical valuation methods (at least publicly) in the Iranian environment cannot lead to valid results, and contingent and case valuation methods should be used to evaluate the companies being outsourced.

Keywords: Privatization, Corporate Pricing Practices, Article 44 of the Constitution, Tehran Stock Exchange.

JEL Classification: M48

چکیده

موضوع و هدف مقاله: هدف پژوهش حاضر ارزیابی تطبیقی کارآمدی شیوه‌های فعلی قیمت‌گذاری بنگاه‌های مصوب شورای عالی اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ و شیوه‌های نوین قیمت‌گذاری بنگاه‌ها است.

روش پژوهش: این تحقیق از نظر هدف کاربردی و از نظر روش اجرا، توصیفی است. تعیین نرخ پایه هر سهم بر اساس پیش‌بینی سود سنوات آتی با سه روش پیشنهادی و تنزیل آن به نرخ ۳۰ درصد به تاریخ ارزیابی، و نیز نرخ پایه محاسبه شده توسط کارشناسان رشته مالی طبق مدل‌های مشخص شده توسط شورای عالی اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، محاسبه و نتایج با قیمت اولین معامله و میانگین هندسی معاملات شش ماهه اول بعد از پذیرش در بورس مقایسه شده است.

یافته‌های پژوهش: بین قیمت سهام ارزیابی شده توسط کارشناسان با میانگین قیمت شش ماهه اول پس از ورود به بورس تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

نتیجه‌گیری، اصالت و افزودن آن به دانش: مدل ارزیابی سهام شرکت‌ها به روش پیش‌بینی و تنزیل جریان‌های نقدی آتی از کارایی مناسب‌تری برخوردار می‌باشد. به عبارتی روش‌های ارزیابی کلاسیک ارزش‌گذاری (حداقل به صورت عمومی) در محیط ایران نمی‌تواند به نتایج معتبری بیانجامد و بایستی از روش‌های اقتضایی و موردی برای ارزش‌گذاری شرکت‌های مورد واگذاری استفاده نمود.

واژه‌های کلیدی: اصل ۴۴ قانون اساسی، بورس اوراق بهادار تهران، خصوصی‌سازی، شیوه‌های قیمت‌گذاری بنگاه‌ها.

طبقه‌بندی موضوعی: M48

* Corresponding Author: A. Nonahal Nahr

E-mail: Anonahal@gmail.com

* نویسنده مسئول: علی اکبر نونهال نهر

مقدمه

امروزه یکی از راه‌های دستیابی به توسعه پایدار، انتقال مالکیت از مالکیت دولتی به مالکیت خصوصی بیان شده است. تصویب سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی توسط مجلس شورای جمهوری اسلامی ایران نیز گویای همین امر است. موفقیت سیاست خصوصی‌سازی و اجرای آن به یکی از پیچیده‌ترین دغدغه‌های اقتصادی مسئولان و مدیران تبدیل شده و مباحث زیادی را به دنبال آورده است (بحری ثالث و همکاران، ۱۳۹۴). یکی از بهترین روش‌های خصوصی‌سازی، واگذاری سهام از طریق بورس اوراق بهادار است و یکی از مسائل مهم جهت تحقق آن، نحوه قیمت‌گذاری سهام و واگذار شده می‌باشد. قیمت‌گذاری سهام یکی از کلیدی‌ترین و حساس‌ترین مراحل واگذاری است. قیمت‌گذاری بالای سهام می‌تواند با کاهش تقاضا برای سهام قابل واگذاری، فرآیند خصوصی‌سازی را با شکست مواجه سازد و قیمت‌گذاری پایین سهم نیز با ایجاد شبهات متعدد در زمینه نحوه واگذاری اموال عمومی، شکست بلندمدت سیاست واگذاری را به دنبال دارد. به دلیل اهمیت و حساسیت موضوع قیمت‌گذاری سهام، تاکنون مدل‌های زیادی مبتنی بر دیدگاه‌های مختلف ارائه گردیده که با توجه به شرایط اقتصادی، سیاسی، منطقه‌ای و غیره، نتایج و کاربردهای متنوع و متفاوتی، داشته است.

پس از شکل‌گیری بازار اوراق بهادار در ایران، این بازار به شکل روزافزونی اهمیت یافته و دو جریان باعث افزایش مستمر شرکت‌های پذیرفته شده در آن بوده است. یک جریان مربوط به شرکت‌های خصوصی غیر عضو می‌باشد که جهت دستیابی به این بازار بزرگ سرمایه، می‌کوشند هر چه سریع‌تر به استانداردهای مدیریتی و گزارشگری مالی قابل قبول جهت پذیرش در بورس دست یابند و جریان دیگر مربوط به سیاست‌های اخیر دولت، یعنی سیاست خصوصی‌سازی است که سعی دارد بار مدیریت دولت را کاهش داده و با واگذاری شرکت‌های دولتی به بخش خصوصی باعث ایجاد انگیزه‌های اقتصادی، جذب منابع مدیریتی و فن‌آوری بخش خصوصی، و گسترش مالکیت از شکل سهامداری و تقلیل دیون هنگفت بخش دولتی شود. در این فرآیند، یکی از اهداف مهم پذیرش شرکت‌ها در بورس، جذب سرمایه‌های سرگردان و راکد مردم و به کارگیری آن در چرخه‌های مولد اقتصادی است. از سوی دیگر، سرمایه‌گذاران با استفاده از خرید سهام به دنبال کسب بازده بالاتر نسبت به سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری هستند. در این راستا، عامل اصلی انتقال سرمایه، قیمت اوراق بهادار عرضه شده است که در ابتدا در بورس تعیین می‌گردد.

در خصوص بنگاه‌های واگذاری موضوع اصل ۴۴، ابتدا قیمت سهام توسط کارشناسان رسمی حسابداری و حسابرسی بر اساس مدل‌های تعیین شده توسط شورای عالی اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی تعیین و اولین قیمت با اولین معامله مشخص می‌شود و سپس در مدت زمان کوتاهی که معاملات سهام انجام می‌شود، فرآیند خودکار شکل‌گیری قیمت سهام در بازار بورس بر اساس جریان عرضه و تقاضای سهام که ناشی از انتظارات و واکنش‌های سهامداران و عوامل بازار است، عمدتاً باعث ایجاد تفاوت‌های عمده در قیمت تعیین شده توسط کارشناسان رسمی و قیمت تعیین شده سهام در بازار می‌شود. به نظر می‌رسد این امر ناشی از ضعف یا نارسایی مدل‌های قیمت‌گذاری تعیین شده توسط شورای عالی اجرایی سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی می‌باشد، لذا در این پژوهش ابتدا الگوهایی جدید برای ارزش‌گذاری اولیه سهام مشمول این قانون و حداقل نمودن این اختلاف‌ها معرفی گردیده و سپس به ارزیابی تطبیقی کارایی آنها و معرفی روش‌های برتر در بازار سرمایه ایران می‌پردازیم.

مبانی نظری و مرور پیشینه پژوهش

در فرهنگ لغت اقتصادی پالگریو، واژه خصوصی‌سازی اینگونه تعریف شده است: خصوصی‌سازی انتقال دارایی از مالکیت عمومی به مالکیت خصوصی یا واگذاری کنترل کاربری‌های خدماتی به بخش خصوصی است که این سیاست از سال ۱۹۸۰ به بعد به‌طور فزاینده‌ای در بیشتر نقاط جهان بکار برده شده است. در تعریف دیگر، خصوصی‌سازی وسیله‌ای است برای بهبود بهره‌وری و افزایش کارایی در سطح اقتصاد یک کشور که نهایتاً به رشد اقتصادی آن کشور می‌انجامد. در مرجعی دیگر نیز، خصوصی‌سازی وسیله‌ای برای بهبود عملکرد فعالیت‌های اقتصادی از طریق افزایش نقش نیروهای بازار تعریف شده است، در صورتی که حداقل پنجاه درصد (۵۰٪) سهام مؤسسه‌ها و بنگاه‌های اقتصادی دولتی به بخش خصوصی یا غیردولتی واگذار شود (استناد شده از التجائی و عباس‌زاده، ۱۳۹۷).

در اصل چهل و چهارم قانون اساسی با اشاره به این که نظام اقتصادی جمهوری اسلامی ایران برپایه سه بخش دولتی، تعاونی و خصوصی با برنامه‌ریزی منظم و صحیح استوار است، صراحتاً به نقش بخش خصوصی و مردم در نظام اقتصادی کشور توجه داشته و در خصوص مالکیت این بخش‌ها چنین بیان شده است که مالکیت در این سه بخش تا

الف) روش بازار (استفاده از قیمت‌های بورس اوراق بهادار)

قیمت پایه و قیمت واگذاری در مورد سهام با عرضه تدریجی دارای بازار فعال برابر قیمت تابلوی بورس در زمان معامله سهام است. حداقل قیمت پایه در مورد سهام دارای بازار فعال که به شکل بلوکی از طریق بورس اوراق بهادار عرضه می‌شود، قیمت تابلوی بورس در زمان معامله است. هیئت واگذاری می‌تواند به استناد گزارش سازمان خصوصی‌سازی مبلغی را به قیمت پایه بیافزاید و بدین ترتیب قیمت جدید پایه را مشخص نماید.

ب) روش سودآوری

در این روش، قیمت سهام از حاصل تقسیم میانگین موزون سود تعدیل شده قبل از کسر مالیات تا سه سال آخر قبل از سال قیمت‌گذاری (بر اساس صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت با لحاظ کردن عوامل تعدیل‌کننده سود که در زیر توصیف شده است) بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری تعیین می‌شود، سپس این قیمت پس از لحاظ کردن عوامل مندرج در بند (۲) تعدیل می‌شود.

تبصره ۱- برای محاسبه میانگین موزون سود لازم است به ترتیب نسبت به سودهای تعدیل شده قبل از کسر مالیات، سال اول قبل از قیمت‌گذاری ضریب سه، سال دوم قبل از قیمت‌گذاری ضریب دو و سال سوم قبل از قیمت‌گذاری ضریب یک در نظر گرفته شود و سپس مجموع این حاصل ضرب‌ها بر عدد ۶ تقسیم شود.

تبصره ۲- این روش تنها در مورد شرکت‌هایی کاربرد دارد که میانگین موزون سود سال‌های گذشته قبل از کسر مالیات آنها پس از لحاظ کردن عوامل تعدیل‌کننده سود، دست کم معادل پنج درصد ارزش جاری خالص دارایی‌های آنها (طبق بند ج این ماده) باشد.

تبصره ۳- در شرکت‌هایی که طبق استانداردهای حسابداری لازم است صورت‌های مالی تلفیقی تهیه شود، سود تلفیقی قبل از کسر مالیات تا سه سال آخر قبل از سال قیمت‌گذاری، مبنای محاسبه خواهد بود.

ج) روش ارزش جاری خالص دارایی‌های شرکت

ارزش جاری خالص دارایی‌های شرکت برابر است با ارزش جاری کلیه دارایی‌ها پس از کسر کلیه بدهی‌های شرکت که به شرح زیر تعیین می‌شود. در شرکت‌هایی که طبق استانداردهای حسابداری لازم است صورت‌های مالی تلفیقی تهیه شود، ارزش جاری خالص دارایی‌ها، طبق ترازنامه تلفیقی

جایی که با اصول دیگر این فصل مطابق باشد و از حدود قوانین اسلام خارج نشود و موجب رشد و توسعه اقتصادی کشور گردد و مایه زیان جامعه نشود مورد حمایت قانونی جمهوری اسلامی است. در همین راستا و به دنبال ابلاغ سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی از سوی مقام معظم رهبری، اهتمام دولت بر اصلاح ساختار اقتصادی بر مبنای عدالت واقعی‌تر، منجر به تدوین برنامه‌ای جامع برای اجرای اصلاحات اقتصادی بزرگ و سامان‌دهی توزیع منابع و در رأس آن هدفمندکردن پارانه‌ها شد.

روش‌های مهم و متداول خصوصی‌سازی

روش‌های متعدد و متنوعی برای واگذاری سهام بنگاه‌ها و مؤسسات دولتی به بخش خصوصی وجود دارد ولی راهبردهای کلی جامعه (اهداف ملی)، برنامه‌های اقتصادی، اهداف خصوصی‌سازی، امکانات، محدودیت‌ها، مشکلات و تنگناهای عملی هستند که در هر کشور روش‌های مناسب خصوصی‌سازی را تعیین می‌کنند. بنابراین، برای خصوصی‌سازی می‌توان از دو روش کلی زیر استفاده نمود: الف) خصوصی‌سازی همراه با واگذاری مالکیت شرکت‌ها، و ب) خصوصی‌سازی بدون واگذاری مالکیت شرکت‌ها. مهم‌ترین و متداول‌ترین روش‌های خصوصی‌سازی همراه با واگذاری مالکیت عبارتند از عرضه عمومی سهام واحدهای دولتی؛ فروش خصوصی سهام؛ سرمایه‌گذاری جدید بخش خصوصی در واحدهای دولتی؛ فروش دارایی‌های شرکت یا مؤسسه دولتی؛ تجزیه واحدهای دولتی بزرگ‌تر به واحدهای کوچک‌تر (خصوصی‌سازی جزئی)؛ و فروش شرکت به کارکنان و مدیران. همچنین، مهم‌ترین روشی که برای انجام خصوصی‌سازی بدون واگذاری مالکیت مورد استفاده قرار می‌گیرد، عبارت است از انعقاد قرارداد واگذاری مدیریت یا اجاره واحدها به بخش خصوصی.

شیوه‌های قیمت‌گذاری سهام قابل واگذاری به بخش خصوصی

در ماده ۲ آیین‌نامه اجرایی "شیوه‌های قیمت‌گذاری بنگاه‌ها و نحوه اعمال شیوه‌های مذکور در همین چارچوب" در خصوص نحوه قیمت‌گذاری سهام قابل واگذاری به بخش خصوصی موارد لازم به شرح زیر پیش‌بینی شده است.

آن گروه از سهام قابل واگذاری که دارای بازار فعال است طبق روش مندرج در بند الف) این ماده و بقیه سهام قابل واگذاری، طبق سایر روش‌های مندرج در این آیین‌نامه، حسب مورد قیمت‌گذاری می‌شود.

پایان آخرین سال قبل از سال قیمت‌گذاری تعیین می‌شود.

د) تعیین قیمت سهام جزیی

در شرایط خاص و در صورتی که برای تعیین قیمت سهام طبق روش‌های توصیف شده در بندهای (الف) تا (ج) بالا به دلیل جزیی بودن میزان یا ارزش سهام، اعمال روش‌های فوق فاقد توجیه اقتصادی باشد، قیمت پایه سهام به پیشنهاد سازمان خصوصی‌سازی و تصویب هیئت واگذاری براساس ارزش اسمی یا ارزش خالص دفتری دارایی‌ها (ارزش ویژه) و یا هر روش مناسب دیگر تعیین می‌شود.

ه) ملاحظات خاص

۱- کارشناس قیمت‌گذاری سهام باید با اتکای به دانش و مهارت خویش عواملی چون نوع تولید، فناوری مورد استفاده، مدیریت، نیروی انسانی کارآمد، بازار داخلی و بین‌المللی محصولات، موقعیت شرکت در مقایسه با رقبای تجاری اعم از داخلی و خارجی، سهم تولیدات شرکت در بازار را در قیمت‌گذاری سهام لحاظ کند.

۲- چنانچه کارشناس قیمت‌گذاری سهام در نتیجه اعمال روش‌های مندرج در بندهای (ب) و (ج) بالا به نتایج کاملاً متفاوتی دست یابد یا تعیین قیمت سهام براساس روش سودآوری میسر نباشد، لازم است با استفاده از قضاوت حرفه‌ای خویش و با بکارگیری ابزارهای تحلیل مالی، نظیر نسبت‌های مالی و روندها، قیمت‌های به دست آمده را تحلیل و در نهایت قیمت واحدی برای پایه سهام شرکت که معرف ارزش عادلانه شرکت باشد همراه با دلایل و تحلیل‌های مستند، مشخص و ارائه کند.

سو و بانگاسا (۲۰۱۱)، به بررسی اثر شهرت متعهد پذیرهنویسی بر بازده‌های اولیه و عملکرد بلندمدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از آن بود که شهرت متعهد پذیرهنویسی بر بازده‌های اولیه تعدیل شده با بازده بازار اثر اندکی دارد، در حالی که این متغیر بر عملکرد بلندمدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه دارای تأثیر مثبت و معناداری است.

گالوی و همکاران (۲۰۱۱)، با انجام تحقیقی نشان دادند که هر چقدر میزان عدم‌تقارن اطلاعاتی پذیرهنویسان بیشتر باشد، قیمت‌گذاری کمتر از حد در عرضه‌های اولیه بیشتر است.

آگاتی و همکاران (۲۰۱۲)، با انجام تحقیقی بر روی عرضه‌های عمومی اولیه در بورس لندن نشان دادند که بین شهرت ناشر پذیرهنویس و بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه شده

رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

هوگو (۲۰۱۴)، تحقیقی با عنوان "نقش عدم‌تقارن اطلاعاتی و مخاطرات اخلاقی در قیمت‌گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه در فاصله زمانی بین سال‌های ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۶ در بورس لندن" انجام داد. وی برای اندازه‌گیری عدم‌تقارن اطلاعاتی از سه فاکتور کوچک بودن شرکت، نوع بازاری که سهام در آن عرض می‌گردد و شهرت عرضه‌کننده استفاده نمود و برای مخاطرات اخلاقی میزان مالکیت مدیریتی را استفاده نمود. نتایج تحقیق وی نشان داد که عدم‌تقارن اطلاعاتی با قیمت‌گذاری کمتر از حد عرضه اولیه رابطه معناداری دارد، و همچنین دوره الزام به نگهداشت سهام و بازده پایانی دوره الزام به نگهداشت سهام با مخاطرات اخلاقی رابطه معناداری دارد.

ایکانیبیب (۲۰۱۸)، برای درک اجرای سیاست خصوصی‌سازی و لیبرالیزه نمودن نیجریه از مدل سیاست بوروکراتیک استفاده نمود. او با استفاده از این مدل انگیزه‌ها و فعالیت‌های مؤسسات بوروکراتیک و مدیران آنها را برای جداسازی و خصوصی‌سازی شرکت ملی نفت نیجریه و برخی شرکت‌های تابعه آن را مطالعه کرد تا سیاست‌های اجرایی را توضیح دهد که با منافع بین‌سازمانی مرتبط بود. او چنین نتیجه‌گیری نمود که مدیران و مقامات کلیدی سازمان‌های بوروکراتیک بخش نفت، برای تقویت نفوذ سازمان‌های خود و حفظ وظایف مهم آن، خصوصی‌سازی را منحرف می‌کنند و به تأخیر می‌اندازند.

طالبی (۱۳۷۴) به بررسی مشکلات روش‌های قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های مشمول واگذاری در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته و در این راستا، قیمت پایه معامله شده سهام شرکت‌های مشمول خصوصی‌سازی که سهام آنها در بورس اوراق بهادار تهران عرضه شده است را با توجه به مدل‌های تئوریک و علمی مورد ارزیابی قرار داده تا میزان مطابقت این قیمت‌ها با مبانی علمی مشخص گردد. نتایج حاصل از تحقیق وی نشان می‌دهد که قیمت‌گذاری اولیه سهام شرکت‌های مشمول خصوصی‌سازی بر مبانی علمی متکی نبوده و با رویدادهای بعدی بازار سازگاری ندارد. قیمت‌گذاری‌های کنونی از دیدگاه‌های اقتصادی، اجتماعی و حسابداری امکانات لازم را برای ارزش‌گذاری دقیق فراهم نمی‌آورد و فقدان چنین امکانی بدون تردید به کند شدن هر چه بیشتر جریان واگذاری شرکت‌ها منجر می‌شود.

ودبعی و آسیابانی (۱۳۸۷)، به مقایسه قیمت واگذاری سهام شرکت‌های دولتی مشمول خصوصی‌سازی با قیمت محاسبه شده بر مبنای مدل نسبت قیمت بازار به سود هر

تهران پرداخته و نشان دادند که رابطه معناداری میان خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی و نقدشوندگی بازار سهام با استفاده از دو معیار گردش معاملات بازار و عدم نقدشوندگی سهام وجود ندارد؛ ولی اخبار بین‌المللی تأثیر مستقیمی بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

معین‌الدین و همکاران (۱۳۹۲)، به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام به هنگام عرضه اولیه عمومی پرداختند. آنها نشان دادند که متغیرهای ساختار مالکیت شامل دو مؤلفه تمرکز مالکیت و مالکیت نهادی، تأثیری بر قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام به هنگام عرضه اولیه عمومی ندارد.

کامیابی و بوبوری (۱۳۹۵)، به بررسی مخاطرات اخلاقی و عدم‌تقارن اطلاعاتی در قیمت‌گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه عمومی سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته و نشان دادند که مخاطرات اخلاقی و عدم‌تقارن اطلاعاتی از مهمترین عوامل مؤثر بر قیمت‌گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه عمومی می‌باشند.

رستمی و همکاران (۱۳۹۶)، به ارائه مدل ارزش‌گذاری سهام در عرضه‌های عمومی اولیه با استفاده از مدل عصبی ژنتیک پرداختند. آنها یک شبکه پیشنهادی چند لایه رو به جلو با بهینه‌سازی الگوریتم ژنتیک برای متغیرهای مورد استفاده در تعیین قیمت سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس را ارائه نموده و نشان دادند که این مدل می‌تواند قیمت‌گذاری صحیحی را در اکثر موارد مورد نظر داشته باشد.

التجائی و عباس‌زاده (۱۳۹۷)، به تأثیر خصوصی‌سازی بر بهره‌وری نیروی کار و سودآوری شرکت‌های واگذار شده در ایران پرداخته و نشان دادند که میان عملکرد شرکت‌ها از نظر سودآوری و بهره‌وری در دوره‌های قبل و بعد از خصوصی‌سازی تفاوت معنی‌داری وجود دارد و خصوصی‌سازی عملکرد این شرکت‌ها را بهبود داده است.

اهداف علمی پژوهش

۱- ارزیابی میزان کارآمدی بورس اوراق بهادار تهران در ارتباط با نحوه ارزیابی سهام شرکت‌های مشمول اصل ۴۴ قانون اساسی.

۲- ارزیابی میزان کارآمدی روش‌های ارزیابی سهام مورد استفاده توسط مسئولین و کارشناسان اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی.

۳- بررسی میزان کارآمدی مدل‌های نوین ارزیابی سهام در ارتباط با شرکت‌های مشمول اصل ۴۴ قانون اساسی.

سهام (P/E) شرکت‌های مشابه پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق بیانگر این است که تنها قیمت‌های تعیین شده در عرضه تدریجی توسط سازمان خصوصی‌سازی تا حدود زیادی به ارزش ذاتی محاسبه شده برای سهام شرکت‌های مشمول واگذاری نزدیک است. بنابراین سازمان خصوصی‌سازی می‌تواند با اطمینان بیشتری از قیمت‌های محاسبه شده بر مبنای شرکت‌های مشابه، برای قیمت‌گذاری عرضه تدریجی سهام (P/E) مدل نسبت قیمت بازار به سود هر سهم استفاده کند.

حق‌بین (۱۳۸۷)، به بررسی انواع ناهنجاری‌های مربوط به عرضه عمومی اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته و نشان می‌دهد که در بورس اوراق بهادار تهران به هیچ وجه ارزان‌فروشی سهام عرضه اولیه مشاهده نمی‌شود، بلکه در ارتباط با اینگونه سهام گران‌فروشی صورت می‌گیرد. همچنین، افت قیمت سهام عرضه عمومی اولیه در بلندمدت با وقفه زمانی ۶ ماه پس از عرضه اولیه در بورس ایجاد می‌شود، به این معنی که امکان دسترسی اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران در زمان اولین عرضه به بورس بسیار محدود است، در نتیجه پس از ورود این شرکت‌ها به بورس و با توجه به ارائه گزارش‌های میان‌دوره‌ای مورد تقاضای بورس، تأثیر این اطلاع‌رسانی بر تصمیم افراد پس از شش ماه ظهور می‌نماید.

ودیدی و آسیابانی (۱۳۸۹)، نشان دادند که بین قیمت‌های واگذاری سهام (تعیین شده توسط سازمان خصوصی‌سازی) و قیمت‌های حاصل از مدل شاخص رشد ارزش سهام شرکت‌های مشابه تفاوت معنی‌داری وجود ندارد، ولی بین قیمت‌های واگذاری سهام و قیمت‌های حاصل از مدل ارزش بازار به ارزش دفتری سهام شرکت‌های مشابه تفاوت معنی‌داری وجود داشته است.

اثنی عشری و اعتمادنیا (۱۳۹۰)، به مقایسه تئوریک انواع روش‌های خصوصی‌سازی و قابلیت به‌کارگیری این روش‌ها در واگذاری مراکز تلفن به بخش خصوصی پرداخته و نشان دادند که برای انتخاب یک روش خصوصی‌سازی جهت پیاده‌سازی در سازمان دولتی نیاز به مطالعه و بررسی دقیق دارد تا امکان انتخاب روش بهینه فراهم گردد و از تحمیل هزینه‌های اجرای روش نادرست پیشگیری به عمل آورد و نمی‌توان یک روش را به‌عنوان بهترین روش خصوصی‌سازی برای تمام سازمان‌ها با ساختارها و هدف‌های متفاوت از اجرای فرایند خصوصی‌سازی تعیین نمود.

یحیی‌زاده فر و همکاران (۱۳۹۲)، به بررسی نقش خصوصی‌سازی بر نقدشوندگی سهام بورس اوراق بهادار

اهداف کاربردی پژوهش

- ۱- ارائه شواهد علمی و تجربی به مسئولین و کارشناسان اصل ۴۴ قانون اساسی در ارتباط با میزان کارایی روش‌های مورد استفاده برای ارزیابی سهام شرکت‌های مشمول.
- ۲- ارائه راهکارها و پیشنهاد‌های مناسب و علمی به مسئولین سازمان بورس اوراق بهادار در خصوص شرکت‌های جدی‌الورود مشمول اصل ۴۴ قانون اساسی.
- ۳- ارائه راهکارهای مناسب به سرمایه‌گذاران بورس تهران در خصوص اتخاذ سیاست‌های سرمایه‌گذاری مناسب در ارتباط با شرکت‌های مشمول اصل ۴۴ قانون اساسی.

روش شناسی پژوهش

نوع و روش اجرای پژوهش

این تحقیق از نظر هدف، با توجه به اهداف عینی و کاربردی آن، از نوع تحقیقات کاربردی است؛ البته با توجه به ارائه الگوهای جدید و ارزیابی اعتبار و دقت آنها در محیط ایران، از نوع تحقیقات توسعه‌ای می‌باشد. همچنین، از نظر روش و ماهیت اجرا نیز از نوع تحقیقات توصیفی می‌باشد. به‌طور خلاصه می‌توان مراحل اجرای تحقیق حاضر را به شرح زیر بیان نمود:

- ۱- جمع‌آوری قیمت‌های تعیین شده برای سهام شرکت‌های مورد بررسی طبق مدل قیمت‌گذاری مصوب شورای عالی اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی طبق نظر کارشناسان رسمی در فایل صفحه گسترده اکسل؛
- ۲- استخراج و محاسبه میانگین قیمت‌های معامله شده بر

روی سهام شرکت‌های فوق‌الذکر برای دوره‌های ۳ ماهه و ۶ ماهه از سایت بورس اوراق بهادار؛

۳- مقایسه قیمت‌های تعیین شده طبق مدل قیمت‌گذاری مصوب شورای عالی اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی توسط کارشناسان رسمی و میانگین قیمت‌های استخراج شده در مرحله دوم و تعیین اختلافات احتمالی موجود؛

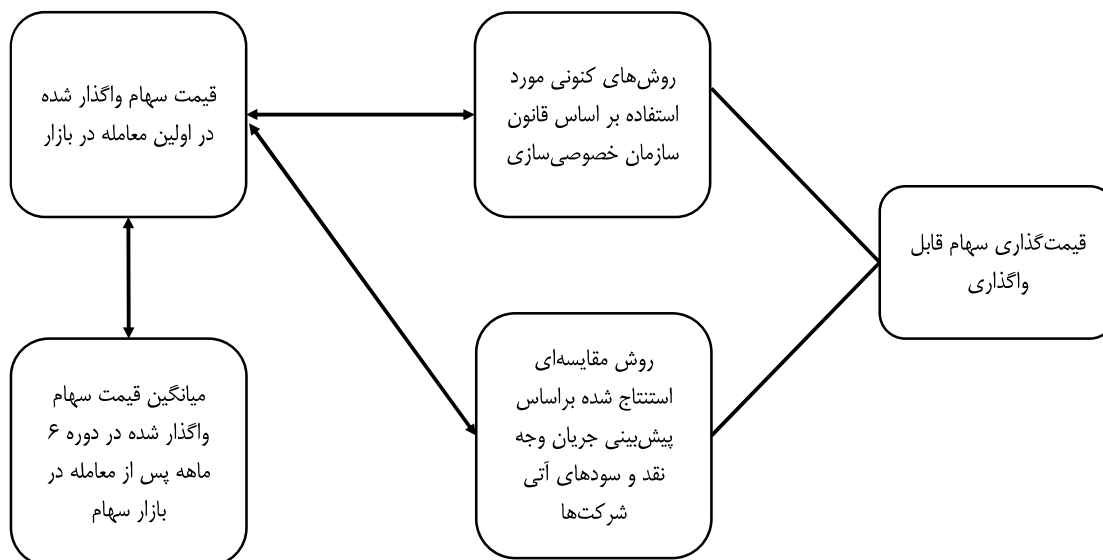
۴- محاسبه قیمت سهام شرکت‌های مورد نظر تحقیق بر اساس مدل پیشنهادی تحقیق و مقایسه آن با میانگین قیمت‌های محاسبه شده طبق بند ۲ فوق و استخراج اختلافات احتمالی موجود مابین آنها؛ و

۵- در نهایت، اقدام به مقایسه تفاوت‌های دو مدل (مدل ارائه شده در تحقیق و مدل قیمت‌گذاری مصوب شورای عالی اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی) خواهیم نمود. طرح کلی اجرای تحقیق حاضر در شکل ۱ نشان داده شده است.

تدوین فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: بین قیمت سهام ارزیابی شده توسط کارشناسان با میانگین قیمت شش ماهه اول پس از ورود به بورس تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین قیمت سهام ارزیابی شده بر اساس روش پیش‌بینی و تنزیل جریان‌های نقدی آتی با میانگین قیمت شش ماهه اول پس از ورود به بورس تفاوت معنی‌داری وجود ندارد.



شکل ۱. طرح کلی اجرای تحقیق

شرط مثبت بودن).

روش‌های) مورد نظر برای مقایسه با روش‌های فوق
در تحقیق حاضر روش‌های زیر جهت بهبود و توسعه روش‌های ارزش‌گذاری قبلی معرفی گردیده و نتایج حاصل از آنها با نتایج روش‌های مورد استفاده کنونی مورد مقایسه و ارزیابی قرار گرفته است:

۱) روش تنزیل عواید نقدی سهام

در این روش سود نقدی بر اساس اطلاعات تاریخی سه سال قبل، برای سه یا پنج سال آتی پیش‌بینی و به تاریخ ارزیابی بر اساس نرخ مشخص (به شرح ذیل) تنزیل می‌شود. لازم به ذکر است که پیش‌بینی سود نقدی می‌تواند با نرخ رشد یا کاهش (برابر نرخ نوسانات سود نقدی اطلاعات تاریخی سه سال قبل ارزیابی) و یا بدون رشد و یا کاهش باشد.

۲) نحوه جمع‌آوری اطلاعات پیش‌بینی سود نقدی

کلیه گزارشات کارشناسان رسمی شامل صورت‌های مالی مقایسه‌ای سه سال قبل می‌باشند و مبلغ سود سهام مصوب به سهامداران در اکثر گردش حساب سود (زیان) انباشته همراه صورت‌های مالی، و یا از طریق صورت جریان وجه نقد آنها قابل دسترس می‌باشد و در قلمرو زمانی تحقیق داده‌های نزدیک به ۳۰ شرکت از سایت سازمان بورس جمع‌آوری شده است.

پیش‌بینی سود نقدی برای ۳ یا ۵ سال بعد از تاریخ ارزیابی بر اساس اطلاعات تاریخی سه سال قبل از تاریخ ارزیابی و در دو حالت با نرخ رشد یا کاهش و یا بدون تغییرات خواهد بود؛ همچنین این پیش‌بینی می‌تواند بر اساس اطلاعات واقعی سنوات بعد از ورود به بورس نیز انجام گیرد. تنزیل بر اساس نرخ بهره بدون ریسک و نرخ مورد انتظار سرمایه‌گذاران در بورس (۳۰ درصد بر اساس تحقیقات قبلی و همچنین حداقل نرخ تورم و یا سایر نرخ‌ها) می‌باشد در ضمن بدیهی است استفاده از نرخ‌های متنوع نیاز سرمایه‌گذاران را برآورد نموده و جهت تصمیم‌گیری آنها مربوطتر می‌باشد و امکان تنزیل با وجود نرم‌افزار اکسل با نرخ‌های مختلف وجود دارد.

۳) نحوه پیش‌بینی قیمت پایانی سهام

مبلغ ارزش ویژه دفتری سهام در تاریخ ارزیابی (که در گزارش‌های کارشناسی موجود است) به اضافه پیش‌بینی سود انباشته تقسیم نشده (با نرخ رشد و یا نرخ ثابت) پیش‌بینی سود انباشته تقسیم نشده نیز بر اساس پیش‌بینی سود ۳ یا ۵ سال

شیوه ارزیابی فعلی کارشناسان رسمی طبق مصوبه شورای عالی

قیمت پایه سهام توسط کارشناسان رسمی بر اساس بند (ب) ماده ۲ آیین‌نامه اجرایی شیوه‌های قیمت‌گذاری بنگاه‌ها مصوبه شورای عالی مزبور به سه روش به شرح ذیل محاسبه می‌شود. لازم به ذکر است که در جمع بندی گزارش و تعیین قیمت پایه نهایی، میانگین مبالغ حاصل از سه روش مزبور توسط کارشناس محاسبه و معمولاً درصدی با نظر کارشناس -که معمولاً مبنای علمی خاصی ندارد- به میانگین حاصل اضافه شده و به‌عنوان قیمت پایه سهام با در نظر گرفتن محدودیت‌هایی که در گزارش ذکر شده اعلام می‌شود.

روش اول: روش بازدهی (سودآوری)

در این روش ارزش شرکت از تقسیم سود قبل از کسر مالیات و پس از تعدیل بابت هزینه‌ها و درآمدهای استثنایی به نرخ بازده مورد انتظار به اضافه عوامل تعدیل‌کننده قیمت پایه سهام محاسبه می‌شود.

لازم به ذکر است که سود استفاده شده در داخل فرمول مزبور بعد از تعدیلات لازم (کسری ذخیره، بندهای حساسی، اقلام استثنایی، کسری ذخیره و ...) بر اساس میانگین موزون سود گزارش شده شرکت در سه سال قبل می‌باشد. لازم به ذکر است قبل از محاسبه میانگین موزون سود، سود سال‌های دوم و سوم ماقبل سال قیمت‌گذاری براساس شاخص بهای خرده فروشی بانک مرکزی تعدیل می‌شود سپس سود سال سوم با ضریب یک و سال دوم با ضریب ۲ و سال اول (جاری) با ضریب ۳ در میانگین موزون لحاظ می‌شود.

نرخ بازده سرمایه‌گذاری معمولاً نرخ اوراق مشارکت (بازده با ریسک صفر) + درصد ریسک اعلامی بورس (حدوداً ۵ درصد) محاسبه می‌شود و در گزارشات بررسی شده از ۲۱ درصد در سنوات قبل تا ۲۵ درصد متغیر بوده است.

روش دوم: روش ارزش روز خالص دارایی‌ها

در این روش ارزش روز دارایی‌ها و بدهی‌ها محاسبه و خالص آنها مبنای ارزش شرکت می‌باشد. جهت تعیین ارزش اموال شرکت از نظر کارشناسان رسمی مربوطه استفاده می‌شود (مثل ماشین‌آلات، وسایل نقلیه و ...).

روش سوم: روش ارزش ویژه دفتری

طبق این روش ارزش شرکت عبارتست از ارزش دفتری دارایی‌ها پس از کسر ارزش دفتری بدهی‌ها که عبارت است از ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت در ترازنامه (به

رسمی به شرح فوق، بر اساس روش‌های ذیل انجام گرفته است. لازم به ذکر است کلیه محاسبات براساس اطلاعات تاریخی (سه سال قبل از ارزش‌گذاری) می‌باشد.

پیش‌بینی سود سنوات آتی (سه ساله) براساس میانگین هندسی سود سه سال قبل از تاریخ ارزیابی
در این روش از تحقیق میانگین هندسی و میانگین سود سه سال قبل از تاریخ ارزش‌گذاری محاسبه و بر اساس آنها سود سه سال آتی محاسبه شده است. میانگین سود سه سال قبل با در نظر گرفتن آیین‌نامه اجرایی شیوه‌های قیمت‌گذاری بنگاه‌ها و نحوه اعمال شیوه‌های مذکور در همین چارچوب (مرجع تصویب این آیین‌شورای عالی اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی) محاسبه شده است به نحوی که سود سال اول و دوم و سوم قبل از تاریخ ارزیابی، به ترتیب با ضریب ۳، ۲ و ۱ جمع جبری و بر عدد $6(3+2+1)$ تقسیم شده است.

پیش‌بینی سود سنوات بعد از تاریخ ارزیابی با لحاظ حصول به اعتبار آماری بر اساس اطلاعات موجود، به شرح محاسبه شده است (جدول ۱):

سال اول بعد از ارزیابی: میانگین سود سه سال قبل (محاسبه شده به شرح فوق) * میانگین هندسی
سال دوم بعد از ارزیابی: سود سال اول پیش‌بینی بعد از ارزیابی (به شرح فوق) * میانگین هندسی
سال سوم بعد از ارزیابی: سود سال دوم پیش‌بینی بعد از ارزیابی (به شرح فوق) * میانگین هندسی

۱- پیش‌بینی سود سنوات آتی (سه ساله) محاسبات براساس میانگین تغییرات شاخص در سطح صنعت-میانگین هندسی: در این روش تغییرات شاخص در سطح صنعت (صنعت مربوط به هر شرکت) طبق اطلاعات موجود در سامانه بورس ایران، مربوط به دوره‌های مربوط به زمان سه سال قبل از تاریخ ارزیابی توسط اصل ۴۴ قانون اساسی به روش میانگین هندسی سه سال محاسبه و به‌عنوان ضریب محاسبه سود سنوات آتی مورد استفاده قرار گرفته است (جدول ۲).

سود سه سال بعد از تاریخ ارزیابی شرکت‌های مورد بررسی بر اساس میانگین هندسی تغییرات شاخص به شرح فوق در سطح صنعت به شرح ذیل محاسبه شده است:

اول: نسبت تغییرات شاخص در سطح صنعت مربوط به هر شرکت در سه سال قبل از تاریخ ارزیابی اولیه توسط کارشناسان رسمی (اصل ۴۴ قانون اساسی) محاسبه شده

بعد از تاریخ ارزیابی بر اساس اطلاعات تاریخی سه سال قبل از تاریخ ارزیابی به کسر سود نقدی پیش‌بینی شده خواهد بود.

جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری تحقیق حاضر شامل کلیه شرکت‌هایی است که سهام آنها بر اساس اصل ۴۴ قانون اساسی از طریق بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی تحقیق واگذار گردیده‌اند. لذا، در حد دسترسی به اطلاعات مندرج در سامانه‌های بورس و فرابورس تقریباً کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در آنها از طریق اصل ۴۴ قانون اساسی مورد بررسی قرار گرفته است.

طبق اطلاعات موجود، کلاً ۹۵ شرکت از طریق اصل ۴۴ قانون اساسی جهت واگذاری در قلمرو زمانی تحقیق (تا پایان سال ۱۳۹۲ به دلیل امکان پیش‌بینی چند سال آتی با استفاده از روش‌های مورد نظر) مشخص شده است که از این تعداد ۶۱ شرکت به دلیل عدم انجام معامله، دارا بودن زیان انباشته و یا عدم وجود اطلاعات مورد نیاز این تحقیق از نمونه آماری حذف و اطلاعات کامل ۳۴ شرکت به ارزش معامله ۱۳،۹۳۳ میلیارد ریال مورد بررسی قرار گرفته است. شرکت‌های مورد بررسی تحقیق از گروه‌های صنعتی متفاوتی بوده و تمامی محاسبات نیز بر اساس اطلاعات تک تک شرکت‌های مذکور انجام گرفته است. در حد دسترسی به اطلاعات مندرج در سامانه فرابورس تقریباً کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در فرابورس از طریق اصل ۴۴ قانون اساسی مورد بررسی قرار گرفته است.

تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

قیمت پایه و مبلغ معامله و مبلغ میانگین شش ماهه اول بعد از عرضه اولیه در بازار فرابورس

تعیین قیمت پایه هر سهم در خصوص بنگاه‌های واگذاری اصل ۴۴ قانون اساسی توسط کارشناسان رسمی (رشته حسابداری و حسابرسی) با در نظر گرفتن آیین‌نامه اجرایی شیوه‌های قیمت‌گذاری بنگاه‌ها، و نحوه اعمال شیوه‌های مذکور در همین چارچوب (مرجع تصویب این آیین‌شورای عالی اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی) انجام می‌گیرد که در بخش‌های قبل توضیح داده شده است. قیمت هر سهم در خصوص شرکت‌های موردنظر از اطلاعات مندرج در سامانه فرابورس استخراج شده است.

پیش‌بینی سود (زیان) شرکت‌های مورد بررسی

در این تحقیق، پیش‌بینی سود (زیان) برای سه سال آتی از تاریخ ارزش‌گذاری قیمت پایه هر سهم توسط کارشناسان

جدول ۱. پیش‌بینی سود سنوات بعد از تاریخ ارزیابی با روش هندسی بر اساس اطلاعات موجود (ارقام بر اساس میلیون ریال)

ردیف	نام شرکت	میانگین هندسی	میانگین سود سه سال قبل	پیش‌بینی سود سال اول بعد کارشناسی	پیش‌بینی سود سال دوم بعد کارشناسی	پیش‌بینی سود سال سوم بعد کارشناسی
۱	سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه - بلوک اول	۱,۹۰	۸۱,۹۸۸	۱۵۶,۰۱۲	۲۹۶,۸۷۰	۵۶۴,۹۰۴
۲	پتروشیمی زاگرس	۰,۸۱	۲۰,۴۳,۱۸۰	۱۶,۴۷,۰۸۵	۱۰,۳۲۷,۷۷۸	۱,۰۷۰,۳۷۳
۳	پتروشیمی پردیس	۱,۱۸	۱,۱۴۳,۷۳۳	۱,۳۴۶,۵۸۹	۱,۵۸۵,۴۲۴	۱,۸۶۶,۶۱۹
۴	فولاد ریل جنوب	۱,۷۲	۳۶,۸۹۹	۶۳,۵۸۲	۱۰۹,۵۵۸	۱۸۸,۷۸۱
۵	کشت و صنعت جیرفت	۴,۰۳	۳,۷۶۱	۱۵,۱۶۵	۶۱,۱۴۴	۲۴۶,۵۲۶
۶	تولید نیروی برق سبز بینالود	۰,۹۶	۶,۸۱۰	۶,۵۳۸	۶,۲۷۷	۶,۰۲۶
۷	صنایع پتروشیمی کرمانشاه	۱,۷۷	۱۶۷,۷۱۷	۲۹۶,۱۶۷	۵۲۲,۹۹۴	۹۲۳,۵۴۲
۸	ورق خودرو چهارمحال بختیاری	۰,۹۷	-۵۲۹	-۵۱۴	-۴۹۹	-۴۸۴
۹	مشائیر	۱,۱۱	۲۹,۱۸۷	۳۲,۳۷۸	۳۵,۹۱۹	۳۹,۸۴۶
۱۰	پتروشیمی ایلام	۱,۳۰	-۴,۲۴۴	-۵,۵۲۶	-۷,۱۹۴	-۹,۳۶۷
۱۱	توسعه صنایع حمل و نقل ریلی گسترش	۰,۹۱	۳۱,۷۲۱	۲۸,۸۴۳	۲۶,۲۲۶	۲۳,۸۴۶
۱۲	فراپورس ایران	۱,۳۵	۱۵,۸۶۷	۲۱,۳۹۰	۲۸,۸۳۶	۳۸,۸۷۲
۱۳	گل‌سار فارس	۱,۲۱	۳۷,۴۷۷	۴۵,۳۳۰	۵۴,۸۲۸	۶۶,۳۱۷
۱۴	خدمات انفورماتیک راهبر	۱,۴۴	۴,۵۳۲	۶,۵۴۷	۹,۴۵۷	۱۳,۶۶۱
۱۵	مختلط امور حمل و نقل ایران و روسیه (ایرسوتر)	۰,۸۵	۱,۵۳۸	۱,۳۱۱	۱,۱۱۷	۹۵۲
۱۶	پتروشیمی ممسنی	۰,۶۰	۱۵,۰۰۷	۸,۹۸۷	۵,۳۸۲	۳,۲۲۳
۱۷	سرامیک البرز	۰,۷۰	۲۴,۸۹۳	۱۷,۴۱۳	۱۲,۱۸۱	۸,۵۲۱
۱۸	صنایع پتروشیمی زنجان	۰,۸۶	۳۱,۳۱۴	۲۶,۹۳۹	۲۳,۱۷۶	۱۹,۹۳۸
۱۹	مرکز پژوهش و مهندسی جوش ایران	۰,۶۸	-۴,۵۲۰	-۳,۰۶۴	-۲,۰۷۷	-۱,۴۰۸
۲۰	شرکت پتروشیمی جهرم	۰,۶۴	۱۰,۰۲۷	۶,۴۵۲	۴,۱۵۲	۲,۶۷۱
۲۱	شرکت پتروشیمی فسا	۰,۳۴	۳,۵۷۳	۸۵۸	۲۰۶	۴۹
۲۲	خدمات غیر صنعتی گاز ایران	۰,۱۹	۱,۱۲۵	۲۱۴	۴۱	۸
۲۳	شرکت هواپیمایی خدمات ویژه	۰,۷۵	-۵,۱۱۷	-۳,۸۴۶	-۲,۸۹۱	-۲,۱۷۳
۲۴	شرکت صنایع چوب خزر کاسپین	۱,۰۳	۳۳,۶۲۳	۳۴,۵۴۲	۳۵,۴۸۶	۳۶,۴۵۶
۲۵	شرکت کالای پتروشیمی	۰,۷۷	۲۴,۷۱۲	۱۹,۰۲۸	۱۴,۶۵۲	۱۱,۲۸۲
۲۶	شرکت تهران بتون	۱,۷۹	۶,۴۱۵	۱۱,۴۶۲	۲۰,۴۸۱	۳۶,۵۹۷
۲۷	سرمایه‌گذاری گسترش و توسعه صنعت	۱,۱۷	۳۴,۵۳۴	۴۰,۴۲۲	۴۷,۳۱۵	۵۵,۳۸۲
۲۸	تولید و بهره‌برداری سد و نیروگاه دز	۰,۹۰	۱,۹۲۳	۱,۷۲۱	۱,۵۴۱	۱,۳۷۹
۲۹	فن آوا کارت	۲,۳۳	۲۹,۱۲۲	۶۷,۹۴۰	۱۵۸,۵۰۰	۳۶۹,۷۷۱
۳۰	داده پردازی فن آوا	۲,۵۲	۹۸۸	۲,۴۸۶	۶,۲۵۲	۱۵,۷۲۸
۳۱	ایران دوچرخ	۰,۷۶	۹,۴۳۹	۷,۱۷۱	۵,۴۴۸	۴,۱۳۹
۳۲	پایانه‌ها و مخازن پتروشیمی	۰,۹۶	۴,۹۶۸	۴,۷۴۸	۴,۵۳۸	۴,۳۳۶
۳۳	سنگ آهن مرکزی	۱,۶۲	۱,۹۴۹,۳۵۲	۳,۱۶۰,۱۹۲	۵,۱۲۳,۱۴۵	۸,۳۰۵,۳۸۵
۳۴	عمران و مسکن‌سازان شمال غرب	۰,۴۲	۲,۰۵۲	۸۵۳	۳۵۵	۱۴۷

جدول ۲. میزان تغییرات شاخص در سطح صنعت به روش میانگین هندسی (ارقام بر اساس میلیون ریال)

میانگین هندسی سه سالانه						شرح شاخص صنعت
۸۸ تا ۸۶	۸۷ تا ۸۹	۸۸ تا ۹۰	۸۹ تا ۹۱	۹۰ تا ۹۲	۹۱ تا ۹۳	
۱/۱۴۲	۱/۵۵۲	۱/۶۴۵	۱/۹۷۳	۲/۴۸۳	۱/۶۳۳	۰۱-زراعت
-/۹۵۱	۱/۱۴۶	۱/۸۹۳	۱/۳۲۶	۱/۱۵۵	۱/۳۹۹	۱۰-ذغال سنگ
-/۹۵۹	۱/۲۲۱	۱/۷۱۹	۱/۵۵۹	۱/۷۸۳	۱/۳۷۴	۱۳-کانه فلزی
-/۸۰۴	۱/۰۸۰	۱/۳۷۳	۱/۱۴۶	۱/۴۷۰	۱/۷۶۰	۱۴-سایر معادن
-/۹۷۳	-/۸۵۵	۱/۲۰۴	۱/۱۷۳	۱/۷۳۷	۲/۱۶۶	۱۷-منسوجات
۱/۳۲۳	۲/۹۴۶	۲/۳۳۸	۱/۰۷۶	-/۶۶۶	-/۹۶۹	۱۹-محصولات چرمی
۱/۰۵۷	۱/۵۵۴	۱/۵۴۴	۱/۰۷۳	۱/۴۵۷	۱/۳۱۶	۲۰-محصولات چوبی
-/۸۷۴	-/۹۶۹	۱/۱۳۴	۱/۱۵۵	۲/۱۹۵	۲/۲۱۹	۲۱-محصولات کاغذ
-/۷۵۸	-/۹۲۳	۱/۰۸۷	۱/۲۸۱	۱/۷۴۲	۱/۹۸۷	۲۲-انتشار و چاپ
-/۹۸۹	۱/۱۶۵	۱/۱۷۹	۱/۵۴۸	۲/۷۳۴	۱/۹۷۰	۲۳-فراورده نفتی
-/۹۸۴	۱/۲۴۸	۱/۶۷۹	۱/۵۴۲	۱/۵۵۴	۱/۲۴۶	۲۷-فلزات اساسی
۱/۰۸۰	۱/۷۵۲	۱/۳۸۵	۱/۰۳۴	۱/۹۰۲	۲/۰۴۰	۲۸-محصولات فلزی
-/۹۹۱	۱/۱۱۲	۱/۱۳۱	۱/۰۳۶	۱/۶۵۰	۱/۸۷۷	۲۹-ماشین آلات
۱/۱۰۲	۱/۶۸۲	۱/۶۶۴	۱/۱۲۵	۱/۴۲۰	۱/۷۸۳	۳۱-دستگاه‌های برقی
-/۷۴۹	۱/۴۵۶	۱/۱۵۳	-/۸۷۹	۲/۰۵۶	۲/۱۰۴	۳۲-وسایل ارتباطی
۲/۶۴۲	۱/۹۲۴	۱/۱۳۴	۱/۳۶۰	۱/۲۸۶	۱/۲۳۹	۳۳-ابزار پزشکی
-/۹۶۹	۱/۴۱۷	۱/۵۶۴	-/۹۷۲	۱/۰۸۵	۱/۴۹۴	۳۴-خودرو
۱/۰۳۳	۱/۰۴۸	۱/۰۱۴	۱/۰۰۴	۱/۰۰۰	-/۹۹۸	۳۵-حمل و نقل
-/۹۰۲	۱/۱۶۹	۱/۳۷۹	۱/۰۷۵	-/۹۹۸	۱/۰۰۰	۳۶-میلمان
-/۷۹۳	۱/۳۴۷	۲/۲۸۸	۲/۱۹۹	۱/۷۱۵	۱/۱۲۵	۳۸-قند و شکر
-/۹۸۴	۱/۲۷۳	۱/۸۱۱	۱/۵۹۹	۱/۶۲۳	۱/۵۸۴	۳۹-چندرشته‌ای
۱/۱۴۸	۱/۴۰۸	۱/۴۸۸	۱/۲۴۵	۱/۷۷۹	۱/۶۴۵	۴۲-غذایی به جز قند
۱/۰۳۳	۱/۴۰۸	۱/۵۸۲	۱/۱۶۲	۱/۵۲۲	۱/۸۵۶	۴۳-مواد دارویی
-/۸۸۸	۱/۲۶۲	۱/۶۴۸	۱/۶۹۶	۲/۰۶۴	۱/۶۴۲	۴۴-شیمیایی
۱/۱۶۴	۲/۱۷۷	۱/۰۳۴	-/۷۲۴	-/۸۷۹	۱/۰۰۲	۴۵-پیمانکاری
۱/۲۱۲	۱/۲۷۶	۱/۴۸۱	۱/۲۵۱	۱/۸۶۳	۱/۹۱۶	۴۹-کاشی و سرامیک
-/۹۲۴	-/۹۸۵	۱/۱۶۹	۱/۲۱۳	۱/۸۲۸	۱/۷۱۰	۵۳-سیمان
۱/۰۶۸	۱/۲۹۷	۱/۲۷۸	۱/۱۸۷	۲/۲۹۵	۲/۲۹۴	۵۴-کانی غیرفلزی
۱/۰۲۴	۱/۲۸۷	۱/۵۱۰	۱/۲۵۶	۱/۴۶۸	۱/۵۷۴	۵۶-سرمایه گذاری‌ها
-/۶۲۲	۱/۰۳۰	۲/۹۱۷	۱/۵۹۴	۱/۴۴۴	۱/۵۰۹	۵۷-بانک‌ها
۱/۳۰۱	۱/۶۶۵	۱/۵۲۲	۱/۰۶۱	۱/۰۴۶	۱/۳۴۹	۵۸-سایر مالی
۲/۹۱۳	-/۹۲۹	-/۷۰۸	۱/۰۱۴	۳/۱۷۷	۱/۶۹۱	۶۰-حمل و نقل
۱/۱۷۱	۱/۴۵۴	۱/۵۶۲	۱/۱۱۳	۱/۳۲۹	۱/۵۱۵	۶۵-مالی
-/۹۴۷	۱/۱۳۲	۱/۳۱۰	۱/۲۶۰	۱/۳۲۲	۱/۲۱۶	۷۰-انپوه‌سازی
۱/۱۳۶	۱/۸۳۸	۲/۲۸۵	۱/۴۷۷	۱/۳۲۲	۱/۵۴۱	۷۲-رایانه
۲۲۲/۱	۱/۸۹۸	۱/۳۶۹	-/۹۱۳	۱/۷۷۸	۲/۰۲۹	۷۴-فنی مهندسی

است.

به شرح فوق و ارزش فعلی خالص ارزش دفتری هر یک از شرکت‌ها به روش پیش‌بینی سود سنوات آتی (سه ساله) محاسبات براساس میانگین تغییرات شاخص در سطح صنعت-میانگین ساده (جدول ۴).

محاسبه ارزش فعلی پیش‌بینی سود سه سال آتی انجام گرفته: محاسبه ارزش فعلی پیش‌بینی سود سه سال آتی انجام گرفته به شرح فوق و ارزش فعلی خالص ارزش دفتری هر یک از شرکت‌ها به روش پیش‌بینی سود سنوات آتی (سه ساله) محاسبات بر اساس میانگین تغییرات شاخص در سطح صنعت-میانگین هندسی (جدول ۵).

مقایسه نتایج حاصل از مدل تحقیق با قیمت پایه تعیین شده توسط کارشناسان رسمی

۱- مقایسه نتایج حاصل از مدل تحقیق به روش پیش‌بینی سود سنوات آتی (سه ساله): مقایسه نتایج حاصل از مدل تحقیق به روش پیش‌بینی سود سنوات آتی (سه ساله) بر اساس میانگین هندسی سود سه سال قبل از تاریخ ارزیابی با قیمت پایه تعیین شده توسط کارشناسان رسمی (رشته حسابداری و حسابرسی) با در نظر گرفتن آیین‌نامه اجرایی شیوه‌های قیمت‌گذاری بنگاه‌ها و نحوه اعمال شیوه‌های مذکور در همین چارچوب (مرجع تصویب این آیین شورای عالی اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی) و قیمت میانگین شش ماهه اول بعد از عرضه اولیه این‌گونه شرکت‌ها (جدول ۶).

۲- مقایسه نتایج حاصل از تحقیق به روش پیش‌بینی سود سنوات آتی (سه ساله): مقایسه نتایج حاصل از تحقیق به روش پیش‌بینی سود سنوات آتی (سه ساله) محاسبات براساس میانگین تغییرات شاخص در سطح صنعت - میانگین هندسی با قیمت پایه تعیین شده توسط کارشناسان رسمی (رشته حسابداری و حسابرسی) با در نظر گرفتن آیین‌نامه اجرایی شیوه‌های قیمت‌گذاری بنگاه‌ها و نحوه اعمال شیوه‌های مذکور در همین چارچوب (مرجع تصویب این آیین شورای عالی اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی) و قیمت میانگین شش ماهه اول بعد از عرضه اولیه این‌گونه شرکت‌ها (جدول ۷).

بحث و نتیجه‌گیری

اهتمام نظام جمهوری اسلامی ایران به تقویت بخش خصوصی و خصوصی‌سازی بنگاه‌های اقتصادی در کشور از

دوم: میانگین سود سه سال قبل با در نظر گرفتن آیین‌نامه اجرایی شیوه‌های قیمت‌گذاری بنگاه‌ها و نحوه اعمال شیوه‌های مذکور در همین چارچوب (مرجع تصویب این آیین شورای عالی اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی) محاسبه شده است به نحوی که سود سال اول و دوم و سوم قبل از تاریخ ارزیابی به ترتیب با ضریب ۱، ۲، ۳ جمع جبری و بر $(1+2+3)$ تقسیم شده است.

سوم: پیش‌بینی سود سنوات بعد از تاریخ ارزیابی آنها به شرح زیر محاسبه شده است:

سال اول بعد از ارزیابی: میانگین سود سه سال قبل (محاسبه شده به شرح فوق) * میانگین هندسی تغییرات سه سال قبل از تاریخ ارزیابی به شرح جدول مزبور،
سال دوم بعد از ارزیابی: سود سال اول پیش‌بینی بعد از ارزیابی (به شرح فوق) * میانگین هندسی تغییرات سه سال قبل از تاریخ ارزیابی به شرح جدول مزبور،
سال سوم بعد از ارزیابی: سود سال دوم پیش‌بینی بعد از ارزیابی (به شرح فوق) * میانگین هندسی تغییرات سه سال قبل از تاریخ ارزیابی به شرح جدول مزبور.

محاسبه ارزش فعلی پیش‌بینی سود سه سال آتی انجام گرفته به شرح فوق و ارزش فعلی خالص ارزش دفتری هر یک از شرکت‌ها

در این بخش سود سه سال آتی محاسبه شده به سه روش مزبور بر اساس نرخ تنزیل ۳۰ درصد تنزیل و ارزش فعلی آنها محاسبه گردیده و با خالص ارزش دفتری سال ارزیابی جمع و خالص ارزش دفتری تنزیل شده محاسبه شده است. محاسبه نرخ تنزیل ۳۰ درصد نیز با توجه به شرایط دوره زمانی مورد بررسی تحقیق و با در نظر گرفتن نرخ بهره بدون ریسک (۲۰ درصد) به اضافه ۱۰ درصد حداقل ریسک بازده بازار سرمایه محاسبه شده است.

۱- محاسبه ارزش فعلی پیش‌بینی سود سه سال آتی: محاسبه ارزش فعلی پیش‌بینی سود سه سال آتی انجام گرفته به شرح فوق و ارزش فعلی خالص ارزش دفتری هر یک از شرکت‌ها به روش پیش‌بینی سود سنوات آتی (سه ساله) براساس میانگین هندسی سود سه سال قبل از تاریخ ارزیابی (جدول ۳).

محاسبه ارزش فعلی پیش‌بینی سود سه سال آتی
محاسبه ارزش فعلی پیش‌بینی سود سه سال آتی انجام گرفته

جدول ۳. جمع جبری ارزش فعلی جریان آتی ناشی از سود پیش‌بینی سه سالانه به اضافه حقوق صاحبان سهام اول دوره براساس میانگین هندسی سود سه سال قبل از تاریخ ارزیابی (ارقام بر اساس میلیون ریال)

ردیف	نام شرکت	جمع جبری ارزش فعلی جریان آتی ناشی از سود پیش‌بینی سه سالانه به اضافه حقوق صاحبان سهام اول دوره
۱	سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه- بلوک اول	۶۸۱،۶۵۷
۲	پتروشیمی زاگرس	۶۰۰،۹۶۱
۳	پتروشیمی پردیس	۳۸۵،۷۸۷
۴	فولاد ریل جنوب	۶۰۷،۸۸۲
۵	کشت و صنعت چیرفت	۲۶۱،۲۸۲
۶	تولید نیروی برق سبز بینالود	۱۱۹،۹۶۹
۷	صنایع پتروشیمی کرمانشاه	۱،۴۷۶،۱۰۰
۸	ورق خودرو چهارمحال بختیاری	۳۵۳،۵۷۵
۹	مشانیر	۳۱۶،۴۶۰
۱۰	پتروشیمی ایلام	۱،۱۹۳،۳۹۳
۱۱	توسعه صنایع حمل و نقل ریلی گسترش	۸۸،۹۷۴
۱۲	فراپورس ایران	۱۵۴،۴۲۹
۱۳	گل‌سار فارس	۱۱۶،۴۳۳
۱۴	خدمات انفورماتیک راهبر	۲۱،۷۵۹
۱۵	مختلط امور حمل و نقل ایران و روسیه (ایرسوتر)	۵،۱۰۴
۱۶	پتروشیمی ممسنی	۵۱۴،۸۲۱
۱۷	سرامیک البرز	۱۴۹،۲۶۸
۱۸	صنایع پتروشیمی زنجان	۵۵۵،۹۱۴
۱۹	مرکز پژوهش و مهندسی جوش ایران	۱۵،۴۶۱
۲۰	شرکت پتروشیمی چهارم	۳۳۴،۶۰۸
۲۱	شرکت پتروشیمی فسا	۴۰۱،۹۵۲
۲۲	خدمات غیر صنعتی گاز ایران	۲،۸۶۸
۲۳	شرکت هواپیمایی خدمات ویژه	۱۴۸،۳۷۲
۲۴	شرکت صنایع چوب خزر کاسپین	۱۲۷،۰۸۰
۲۵	شرکت کالای پتروشیمی	۷۴،۳۳۶
۲۶	شرکت تهران بتون	۳۷،۷۵۴
۲۷	سرمایه گذاری گسترش و توسعه صنعت	۹۳۴،۲۲۹
۲۸	تولید و بهره برداری سد و نیروگاه دز	۳،۲۴۲
۲۹	فن آوا کارت	۱۶۰،۱۹۶
۳۰	داده پردازی فن آوا	(۲۹،۷۹۴)
۳۱	ایران دوچرخ	۶۶،۵۵۰
۳۲	پایانه‌ها و مخازن پتروشیمی	۶،۲۰۳
۳۳	سنگ آهن مرکزی	۵،۷۰۰،۴۸۴
۳۴	عمران و مسکن سازان شمال غرب	۲۳،۷۵۲

جدول ۴. محاسبه ارزش فعلی پیش‌بینی سود سه سال آتی براساس میانگین تغییرات شاخص در سطح صنعت - میانگین ساده (ارقام بر اساس میلیون ریال)

ردیف	نام شرکت	جمع جبری ارزش فعلی جریان آتی ناشی از سود پیش‌بینی سه سالانه به اضافه حقوق صاحبان سهام اول دوره
۱	سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه-بلوک اول	۴۴۷,۳۸۷
۲	پتروشیمی زاگرس	۵,۷۴۰,۷۴۵
۳	پتروشیمی پردیس	۲,۳۹۰,۱۷۵
۴	فولاد ریل جنوب	۵۱۵,۷۳۵
۵	کشت و صنعت جیرفت	۲۳۵,۴۳۸
۶	تولید نیروی برق سبز بینالود	۱۲۶,۹۶۴
۷	صنایع پتروشیمی کرمانشاه	۱,۱۸۷,۵۲۲
۸	ورق خودرو چهارمحال بختیاری	۳۵۳,۶۶۴
۹	مشانیر	۳۵۴,۴۰۱
۱۰	پتروشیمی ایلام	۱,۱۹۷,۰۸۳
۱۱	توسعه صنایع حمل و نقل ریلی گسترش	۶,۵۰۸,۳۸۲
۱۲	فراپورس ایران	۱۴۷,۴۷۹
۱۳	گل‌سار فارس	۷۸۶,۹۵۹
۱۴	خدمات انفورماتیک راهبر	۱۰۱,۰۵۰
۱۵	مختلط امور حمل و نقل ایران و روسیه (ایرسوتر)	۴,۹۱۲
۱۶	پتروشیمی ممسنی	۵۵۰,۷۱۴
۱۷	سرامیک البرز	۲۰۹,۷۰۲
۱۸	صنایع پتروشیمی زنجان	۶۷۹,۶۳۱
۱۹	مرکز پژوهش و مهندسی جوش ایران	(۸۵,۲۶۴)
۲۰	شرکت پتروشیمی جهرم	۳۵۳,۶۴۹
۲۱	شرکت پتروشیمی فسا	۴۰۹,۹۵۹
۲۲	خدمات غیر صنعتی گاز ایران	۳,۸۶۴
۲۳	شرکت هواپیمایی خدمات ویژه	۱۵۰,۱۶۳
۲۴	شرکت صنایع چوب خزر کاسپین	۳۲۶,۲۰۵
۲۵	شرکت کالای پتروشیمی	۲۹۵,۴۸۷
۲۶	شرکت تهران بتون	۳۵,۷۴۹
۲۷	سرمایه‌گذاری گسترش و توسعه صنعت	۱,۱۰۷,۰۷۶
۲۸	تولید و بهره‌برداری سد و نیروگاه دز	۲,۲۲۹
۲۹	فن آوا کارت	۲۲۷,۵۱۳
۳۰	داده پردازی فن آوا	(۲۸,۰۹۷)
۳۱	ایران دوچرخ	۶۶,۵۷۲
۳۲	پایانه‌ها و مخازن پتروشیمی	۵۲,۰۸۰
۳۳	سنگ آهن مرکزی	۳۰,۳۴۳,۲۷۴
۳۴	عمران و مسکن سازان شمال غرب	۳۰,۳۵۰

جدول ۵. محاسبه ارزش فعلی پیش‌بینی سود سه سال آتی انجام گرفته براساس میانگین تغییرات شاخص در سطح صنعت-میانگین هندسی (ارقام بر اساس میلیون ریال)

ردیف	نام شرکت	جمع جبری ارزش فعلی جریان آتی ناشی از سود پیش‌بینی سه سالانه به اضافه حقوق صاحبان سهام اول دوره
۱	سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه-بلوک اول	۴۳۸.۴۴۳
۲	پتروشیمی زاگرس	۶.۰۹۴.۷۷۲
۳	پتروشیمی پردیس	۲.۷۶۹.۴۸۳
۴	فولاد ریل جنوب	۵۱۸.۱۱۲
۵	کشت و صنعت جیرفت	۲۳۳.۵۷۸
۶	تولید نیروی برق سبز بینالود	۱۲۳.۰۶۱
۷	صنایع پتروشیمی کرمانشاه	۱.۰۲۱۶.۵۸۳
۸	ورق خودرو چهارمحال بختیاری	۳۵۳.۵۹۹
۹	مشانیر	۳۲۷.۹۸۷
۱۰	پتروشیمی ایلام	۱.۱۹۶.۳۴۷
۱۱	توسعه صنایع حمل و نقل ریلی گسترش	۴۰۱.۰۶۵
۱۲	فراپورس ایران	۱۴۶.۵۷۴
۱۳	گل‌سار فارس	۱۱۰.۲۵۵
۱۴	خدمات انفورماتیک راهبر	۳۲.۳۴۳
۱۵	مختلط امور حمل و نقل ایران و روسیه (ایرسوتر)	۵.۲۷۸
۱۶	پتروشیمی ممسنی	۵۳۲.۷۹۹
۱۷	سرامیک البرز	۱۷۷.۱۵۰
۱۸	صنایع پتروشیمی زنجان	۶۰۸.۰۸۴
۱۹	مرکز پژوهش و مهندسی جوش ایران	(۱.۷۶۱)
۲۰	شرکت پتروشیمی جهرم	۳۴۳.۹۳۲
۲۱	شرکت پتروشیمی فسا	۴۰۶.۴۹۶
۲۲	خدمات غیر صنعتی گاز ایران	۳.۷۹۱
۲۳	شرکت هواپیمایی خدمات ویژه	۱۴۹.۱۳۱
۲۴	شرکت صنایع چوب خزر کاسپین	۱۷۵.۴۸۴
۲۵	شرکت کالای پتروشیمی	۱۲۷.۳۷۲
۲۶	شرکت تهران بتون	۳۲.۳۴۸
۲۷	سرمایه گذاری گسترش و توسعه صنعت	۹۷۳.۱۵۰
۲۸	تولید و بهره برداری سد و نیروگاه دز	۲.۶۴۹
۲۹	فن آوا کارت	۱۳۰.۱۱۵
۳۰	داده پردازی فن آوا	(۳۱.۰۶۶)
۳۱	ایران دوچرخ	۶۷.۶۶۶
۳۲	پایانه‌ها و مخازن پتروشیمی	۱۵.۶۶۹
۳۳	سنگ آهن مرکزی	۸.۶۶۹.۷۷۸
۳۴	عمران و مسکن سازان شمال غرب	۲۶.۹۱۵

جدول ۶. مقایسه نتایج حاصل از مدل تحقیق به روش پیش‌بینی سود سنوات آتی (سه ساله)

ردیف	نام شرکت	محاسبات تحقیق	قیمت پایه کارشناسی	قیمت معامله	میانگین قیمت شش ماهه تابلو	تفاوت پایه با معامله	تفاوت تحقیق با معامله	تفاوت تحقیق با شش ماهه	تفاوت پایه با شش ماهه
۱	سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه- بلوک اول	۹۶۵۰	۲,۷۲۰	۳,۱۳۸	۵۵۰۰	-۱۳	۲۰۸	۷۵	-۵۱
۲	پتروشیمی زاگرس	۲,۴۱۷	۳,۶۸۹	۸,۶۲۳	۱۲,۰۷۱	-۵۷	-۷۲	-۸۰	-۶۹
۳	پتروشیمی پردیس	۴۲,۱۱۱,۹۳۸	۷۵,۱۲۳,۲۴۰	۱۰۰,۰۰۰,۴۰۰	۲۸,۹۴۵	-۲۵	-۵۸	۱۴۵,۳۸۹	۲۵۹,۴۳۷
۴	فولاد ریل جنوب	۱,۷۳۷	۲,۳۹۴	۲,۳۹۶	-	-	-۲۸		
۵	کشت و صنعت چیرفت	۱۴,۸۰۹	۹,۷۹۲	۲۷,۶۶۰	-	-۶۵	-۴۶		
۶	تولید نیروی برق سبز بینالود	۱,۱۹۸	۲,۸۳۴	۳,۲۷۰	-	-۱۳	-۶۳		
۷	صنایع پتروشیمی کرمانشاه	۱۹,۳۰۵	۲۷,۵۶۰	۳۶,۷۰۰	۴,۴۲۹	-۲۵	-۴۷	۳۳۶	۵۲۲
۸	ورق خودرو چهارمحال بختیاری	۹۹۳	۳,۵۵۶	۳,۵۸۰	-	-۱	-۷۲		
۹	مشانیر	۲,۶۵۷,۳۱۱	۷,۵۱۶,۷۱۰	۸,۸۱۵,۳۰۰	۱,۵۰۶	-۱۵	-۷۰	۱۷۶,۳۴۸	۴۹۹,۰۱۸
۱۰	پتروشیمی ایلام	۹۹۳	۱,۰۶۶	۱,۷۰۰	-	-۳۷	-۴۲		
۱۱	توسعه صنایع حمل و نقل ریلی گسترش	۱۷,۵۰۱	۳۵۰	۱,۳۹۰	-	-۷۵	۱,۱۵۹		
۱۲	فراپورس ایران	۸۰,۳۸۰	۹۴۴	۱۰,۳۰۰	۸,۰۶۷	-۹۱	۶۸۰	۸۹۶	-۸۸
۱۳	گلسار فارس	۶,۲۰۲	۹,۹۵۱	۱۲,۲۵۰	-	-۱۹	-۴۹		
۱۴	خدمات انفورماتیک راهبر	۱۲,۱۶۷,۴۶۳	۱۱,۸۸۶,۸۴۰	۱۱,۸۸۷,۰۰۰	-	-	۲		
۱۵	مختلط امور حمل و نقل ایران و روسیه (ایرسوتر)	۷,۷۰۷,۱۱۶	۱۲۱,۷۳۹,۹۸۲	۱۳۹,۶۸۳,۰۰۰	-	-۱۳	-۹۴		
۱۶	پتروشیمی ممسنی	۱,۰۲۵	۱,۸۸۳	۱,۶۰۱	-	۱۸	-۳۶		
۱۷	سرامیک البرز	۱,۴۶۰	۲,۳۸۲	۳,۴۶۵	-	-۳۱	-۵۸		
۱۸	صنایع پتروشیمی زنجان	۹۹۱	۱,۱۱۴	۱,۰۰۰	۸۲۲	۱۱	-۱	۲۱	۳۶

ادامه جدول ۶ ←

→ ادامه جدول ۶									
ردیف	نام شرکت	محاسبات تحقیق	قیمت پایه کارشناسی	قیمت معامله	میانگین قیمت شش ماهه تابلو	تفاوت پایه با معامله	تفاوت تحقیق با معامله	تفاوت تحقیق با شش ماهه	تفاوت پایه با شش ماهه
۱۹	مرکز پژوهش و مهندسی جوش ایران	۸۰۰۳۰	۲۴،۵۶۱	۲۰،۸۷۷	-	۱۸	-۶۲		
۲۰	شرکت پتروشیمی چهرم	۵۱۹	۱،۴۴۷	۱،۰۵۰	۲،۲۲۷	۲۸	-۵۱	-۷۷	-۳۵
۲۱	شرکت پتروشیمی فسا	۶۴۴	۱،۴۴۳	۱،۰۵۰	۱،۱۳۰	۳۷	-۳۹	-۴۳	۲۸
۲۲	خدمات غیر صنعتی گاز ایران	۲،۸۰۷،۷۶۳	۴،۰۱۷،۸۷۵	۴،۰۵۰،۰۰۲	-	-۱	-۳۱		
۲۳	شرکت هواپیمایی خدمات ویژه	۹،۱۰۸	۱۹،۹۴۶	۱۹،۹۴۶	-	-	-۵۴		
۲۴	شرکت صنایع چوب خزر کاسپین	۲،۲۴۰	۴۶۰۲	۶،۱۷۱	-	-۲۵	-۶۴		
۲۵	شرکت کالای پتروشیمی	۱۴،۳۷۱	۳۴،۲۳۱	۵۲،۳۱۰	-	-۳۶	-۷۳		
۲۶	شرکت تهران بتون	۳،۹۸۲	۱۰،۵۶۷	۱۰،۵۶۷	-	-	-۶۲		
۲۷	سرمایه‌گذاری گسترش و توسعه صنعت	۱۱،۰۴۷	۱۱،۵۵۴	۱۱،۵۵۴	-	-۰	-۴		
۲۸	تولید و بهره برداری سد و نیروگاه دز	۳،۱۳۲،۰۵۴	۵۶،۱۲۱،۰۱۰	۸۶،۰۰۰،۰۰۰	-	-۳۵	-۹۶		
۲۹	فن آوا کارت	۳۳،۸۵۰	۵۶،۰۲۵	۵۶،۰۲۵	-	-۰	-۴۰		
۳۰	داده‌پردازی فن آوا	-۲۵،۹۸۵،۶۷۵	۷۹،۸۶۶،۲۵۷	۷۹،۸۶۷،۰۰۰	-	-۰	-۱۳۳		
۳۱	ایران دوچرخ	۱،۳۱۴	۲،۷۸۷	۲،۳۰۰	-	۲۱	-۴۳		
۳۲	پایانه‌ها و مخازن پتروشیمی	۲۰،۲۸۱،۴۰۳	۱،۲۸۵،۴۶۰،۰۰	۱،۲۸۶،۸۵۲،۰۰	-	-۰	-۹۸		
۳۳	سنگ آهن مرکزی	۱۹۵،۷۶۰	۱،۵۶۴،۸۵۹	۱،۸۰۰،۰۰۰	-	-۱۳	-۸۹		
۳۴	عمران و مسکن سازان شمال غرب	۱،۱۷۵	۱،۳۷۸	۱،۳۷۸	-	-	-۱۵		

جدول ۷. مقایسه نتایج حاصل از مدل تحقیق به روش پیش‌بینی سود سنوات آتی (سه ساله)

ردیف	نام شرکت	محاسبات تحقیق	قیمت پایه کارشناسی	قیمت معامله	قیمت میانگین ۶ ماهه تابلو	تفاوت پایه با معامله (درصد)	تفاوت تحقیق با معامله (درصد)	تفاوت تحقیق با شش ماهه (درصد)	تفاوت پایه با شش ماهه
۱	سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه- بلوک اول	۴,۳۸۴	۲,۷۲۰	۳,۱۳۸	۵,۵۰۰	-۱۳	۴۰	-۲۰	-۵۱
۲	پتروشیمی زاگرس	۳,۵۳۹	۳,۶۸۹	۸,۶۲۳	۱۱,۶۶۸	-۵۷	-۷۱	-۷۸	-۶۸
۳	پتروشیمی پردیس	۲۷,۶۹۴,۸۳۲	۷۵,۱۲۳,۳۴۰	۱۰۰,۰۰۰,۴۰۰	۳۱,۴۶۲	-۲۵	-۷۲	۸۷,۹۲۷	۲۳۸,۶۷۷
۴	فولاد ریل جنوب	۱,۲۹۵	۲,۳۹۴	۲,۳۹۶	۰	۰	-۴۶		
۵	کشت و صنعت جیرفت	۱۰,۰۲۵	۹,۷۹۲	۲۷,۶۶۰	۰	-۶۵	-۶۴		
۶	تولید نیروی برق سبز بینالود	۱,۲۳۱	۲,۸۳۴	۳,۲۷۰	۰	-۱۳	-۶۲		
۷	صنایع پتروشیمی کرمانشاه	۱۳,۷۸۹	۲۷,۵۶۰	۳۶,۷۰۰	۳,۹۲۱	-۲۵	-۶۲	۲۵۲	۶۰۳
۸	ورق خودرو چهار محال و بختیاری	۹۹۳	۳,۵۵۶	۳,۵۸۰	۰	-۱	-۷۲		
۹	مشانیر	۲,۷۳۰,۷۷۰	۷,۵۱۶,۷۱۰	۸,۸۱۵,۳۰۰	۱,۲۳۳	-۱۵	-۶۹	۲۲۱,۳۷۴	۶۰۹,۵۲۸
۱۰	پتروشیمی ایلام	۹۹۷	۱,۰۶۶	۱,۷۰۰	۰	-۳۷	-۴۱		
۱۱	توسعه صنایع حمل و نقل ریلی گسترش	۸۰,۲۱۳	۳۵۰	۱,۳۹۰	۰	-۷۵	۵,۶۷۱		
۱۲	فراپورس ایران	۷۳,۲۸۷	۹۴۴	۱۰,۳۰۰	۹,۴۴۱	-۹۱	۶۱۲	۶۷۶	-۹۰
۱۳	گلسار فارس	۵,۵۱۳	۹,۹۵۱	۱۲,۲۵۰	۰	-۱۹	-۵۵		
۱۴	خدمات انفورماتیک راهبر	۱۶,۱۷۱,۵۱۵	۱۱,۸۸۶,۸۴۰	۱۱,۸۸۷,۰۰۰	۰	۰	۳۶		
۱۵	مختلط امور حمل و نقل ایران و روسیه (ایرسوتر)	۸,۳۷۷,۴۰۸	۱۲۱,۷۳۹,۹۸۲	۱۳۹,۶۸۳,۰۰۰	۰	-۱۳	-۹۴		
۱۶	پتروشیمی ممسنی	۱,۰۶۶	۱,۸۸۳	۱,۶۰۱	۰	۱۸	-۳۳		
۱۷	سرامیک البرز	۱,۷۷۱	۲,۳۸۲	۳,۴۶۵	۰	-۳۱	-۴۹		
۱۸	صنایع پتروشیمی زنجان	۱۰,۹۳	۱,۱۱۴	۱,۰۰۰	۸۰۲	۱۱	۹	۳۶	۳۹
۱۹	مرکز پژوهش و مهندسی جوش ایران	۸۸۱-	۲۴,۵۶۱	۲۰,۸۷۷	۰	۱۸	-۱۰۴		
۲۰	شرکت پتروشیمی چهرم	۵۳۵	۱,۴۴۷	۱,۰۵۰	۲,۱۲۰	۳۸	-۴۹	-۷۵	-۳۲
۲۱	شرکت پتروشیمی فسا	۶۵۲	۱,۴۴۳	۱,۰۵۰	۱,۰۸۰	۳۷	-۳۸	-۴۰	۳۴
۲۲	خدمات غیر صنعتی گاز ایران	۳,۷۹۱,۴۵۱	۴,۰۱۷,۸۷۵	۴,۰۵۰,۰۰۲	۰	-۱	-۶		

ادامه جدول ۷ ←

→ ادامه جدول ۷									
ردیف	نام شرکت	محاسبات تحقیق	قیمت پایه کارشناسی	قیمت معامله	قیمت میانگین ۶ ماهه تابلو	تفاوت پایه با معامله (درصد)	تفاوت تحقیق با معامله (درصد)	تفاوت تحقیق با شش ماهه (درصد)	تفاوت پایه با شش ماهه
۲۳	شرکت هواپیمایی خدمات ویژه	۹,۱۲۴	۱۹,۹۴۶	۱۹,۹۴۶	.	.	-۵۴		
۲۴	شرکت صنایع چوب خزر کاسپین	۳,۰۷۹	۴۶۰,۲	۶,۱۷۱	.	-۲۵	-۵۰		
۲۵	شرکت کالای پتروشیمی	۲۵,۴۷۴	۳۴,۲۳۱	۵۳,۳۱۰	.	-۳۶	-۵۲		
۲۶	شرکت تهران بتون	۲,۸۱۳	۱۰,۵۶۷	۱۰,۵۶۷	.	.	-۷۳		
۲۷	سرمایه گذاری گسترش و توسعه صنعت	۱۱,۴۴۹	۱۱,۵۵۴	۱۱,۵۵۴	.	.	-۱		
۲۸	تولید و بهره برداری سد و نیروگاه دز	۲,۶۴۸,۶۲۷	۵۶,۱۲۱,۰۱۰	۸۶,۰۰۰,۰۰۰	.	-۳۵	-۹۷		
۲۹	فن آوا کارت	۱۷,۱۵۲	۵۶,۰۲۵	۵۶,۰۲۵	.	.	-۶۹		
۳۰	داده پردازی فن آوا	۳۱,۰۶۶,۴۱۷	۷۹,۸۶۶,۲۵۷	۷۹,۸۶۷,۰۰۰	.	.	-۱۳۹		
۳۱	ایران دوچرخ	۱,۳۵۳	۲,۷۸۷	۲,۳۰۰	.	۲۱	-۴۱		
۳۲	پایانه‌ها و مخازن پتروشیمی	۵۲,۲۳۱,۵۵۱	۱,۲۸۵,۴۶۰,۰۰۰	۱,۲۸۶,۸۵۲,۰۰۰	.	.	-۹۶		
۳۳	سنگ آهن مرکزی	۲۳۱,۰۰۶	۱,۵۶۴,۸۵۹	۱,۸۰۰,۰۰۰	.	-۱۳	-۸۷		
۳۴	عمران و مسکن سازان شمال غرب	۱,۳۴۶	۱,۳۷۸	۱,۳۷۸	.	.	-۲		

کاملاً جدی به این امر وجود دارد. ضمناً در این تحقیق روش‌های جدیدی مبتنی بر تنزیل جریان‌های نقد و سودهای آتی شرکت‌ها نیز مطرح گردید که نتایج آنها نیز چندان توفیقی حاصل نکرده است و بنظر می‌رسد روش‌های کلاسیک موجود برای قیمت‌گذاری شرکت‌ها در شرایط حاکم بر بازار سرمایه ایران و یا شرایط حاکم بر ارزش‌گذاری دارایی‌ها و تهیه اطلاعات حسابداری شرکت‌ها نمی‌تواند از کارایی لازم برخوردار باشد و نیازمند این است که الگوهای بومی و اقتضایی مناسبی برای اجرای خصوصی‌سازی در ایران و قیمت‌گذاری سهام قابل واگذاری طراحی گردد. در بخش

دهه قبل به‌صورتی نسبتاً جدی مشاهده شده است. بیان شد که برای انجام خصوصی‌سازی شرکت‌ها و مؤسسه‌های دولتی روش‌های مختلفی وجود دارد که واگذاری از طریق بورس اوراق بهادار از مهم‌ترین و رایج‌ترین روش‌ها است. در این ارتباط نحوه ارزش‌گذاری سهام قابل واگذاری به‌عنوان مهم‌ترین بخش تلقی می‌شود که می‌تواند خصوصی‌سازی را از مسیر اصلی و غایی خود دور سازد و آن را با شکست مواجه سازد. تحقیق حاضر نشان داد که روش‌های کنونی مورد استفاده توسط کارشناسان رسمی وابسته به سازمان خصوصی‌سازی از کارایی لازم برخوردار نیستند و نیازمند توجه

قیمت‌گذاری شرکت‌های واگذاری موضوع اصل ۴۴ قانون اساسی دخالت داشته و استفاده از روش‌های نوین همچون روش‌های مبتنی بر جریان‌های نقدی را به‌عنوان یکی از عوامل تعدیل‌کننده قیمت سهام شرکت‌های مزبور در دستور کار قرار دهد.

ب) سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان

تمامی سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان به دنبال کسب سود مورد انتظار و بازگشت سرمایه خود هستند؛ لیکن این امر در خصوص سهامداران خرد و عمده بسیار متفاوت است. در این راستا کیفیت نقدی سود به خصوص برای سهامداران خرد که نقش اساسی در تعیین قیمت سهام در بازار سرمایه (تابلو) دارند بسیار مهم است. بنابر این، به ایشان اصلاح ساختار تعیین قیمت سهام و استفاده از روش‌های مبتنی بر جریان نقدی ناشی از سرمایه‌گذاری در اتخاذ تصمیمات پیشنهاد می‌شود.

پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

۱- با توجه به حجم زیاد ورود شرکت‌ها به بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های اخیر و ایجاد مکانیزم‌های حمایتی متعدد از سوی دولت، به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود تا در خصوص ارائه راهکارهای لازم در خصوص پیش‌بینی سود (زیان) آتی در خصوص قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های موضوع اصل ۴۴ قانون اساسی و استفاده از روش‌های نوین قیمت‌گذاری تحقیق نمایند.

۲- همچنین، با توجه به تغییرات گسترده‌ای که در محیط تجاری کشورمان و تشدید تحریم‌های اقتصادی علیه کشور، پیشنهاد می‌شود تا با در نظر گرفتن تغییرات مستمر در محیط سیاسی، اقتصادی و اجتماعی کشورمان به تحقیق در زمینه معرفی الگوهای ارزیابی اقتصادی مناسب و کارآمدتر بپردازند.

منابع

- اثنی‌عشری، ابوالقاسم و اعتمادنیا، محسن. (۱۳۹۰). مقایسه تئوریک انواع روش‌های خصوصی‌سازی و قابلیت به‌کارگیری این روش‌ها در واگذاری مراکز تلفن به بخش خصوصی. *مجله اقتصادی*، (۲)، ۱۱۱-۱۳۲.
- التجائی، ابراهیم و عباس‌زاده، بهروز. (۱۳۹۷). تأثیر خصوصی‌سازی در بهره‌وری نیروی کار و سودآوری شرکت‌های واگذارشده در ایران. *اقتصاد و تجارت نوین*، ۱۳(۱)، ۲۰-۱.

زیر به تحلیل یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق پرداخته شده است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول

این فرضیه بیان می‌کند که بین قیمت سهام ارزیابی شده توسط کارشناسان با میانگین قیمت شش ماهه اول پس از ورود به بورس تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

یافته‌های حاصل از آزمون این فرضیه نشان می‌دهد که مدل کنونی مورد استفاده برای ارزیابی سهام شرکت‌ها در ایران از کارایی لازم برخوردار نمی‌باشد. همچنین، نتایج حاصل از این فرضیه بر مبنای روش‌های موردنظر نیز بیانگر تأیید فرضیه اصلی و فرعی اول می‌باشد. به‌طوریکه بین قیمت سهام ارزیابی شده توسط کارشناسان با میانگین قیمت شش ماهه اول پس از ورود به بورس تفاوت معنی‌داری وجود دارد. این نتایج مطابق با نتایج تحقیقات طالبی (۱۳۷۴)، ودیعی و آسیابانی (۱۳۸۹) و اثنی‌عشری و اعتمادنیا (۱۳۹۰) می‌باشد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

این فرضیه بیان می‌کند که مدل ارزیابی سهام شرکت‌ها به روش پیش‌بینی و تنزیل جریان‌های نقدی آتی از کارایی مناسب‌تری برخوردار می‌باشد.

یافته‌های حاصل از آزمون این فرضیه نشان می‌دهد که مدل ارزیابی سهام شرکت‌ها به روش پیش‌بینی و تنزیل جریان‌های نقدی آتی از کارایی مناسب‌تری برخوردار نمی‌باشد؛ به‌طوریکه بین قیمت سهام ارزیابی شده به روش پیش‌بینی و تنزیل جریان‌های نقدی آتی با میانگین قیمت شش ماهه اول پس از ورود به بورس تفاوت معنی‌داری وجود دارد و لذا فرضیه اصلی و فرعی دوم تأیید نمی‌شود. نتایج این فرضیه نیز مطابق با نتایج تحقیقات حق‌بین (۱۳۸۷)، اثنی‌عشری و اعتمادنیا (۱۳۹۰)، یحیی‌زاده‌فر، شمس و حسینی دل‌دوست (۱۳۹۲) و تا حدودی مغایر با نتایج تحقیقات ودیعی و آسیابانی (۱۳۸۹) و رستمی، فلامرزی و فاروقی (۱۳۹۶) می‌باشند.

پیشنهادهای کاربردی مبتنی بر نتایج پژوهش

الف) سازمان بورس اوراق بهادار

سازمان بورس اوراق بهادار به‌عنوان یک نهاد تأثیرگذار در سیاست‌های تعیین نرخ سهام در عرضه‌های اولیه و به‌عنوان یک نهاد ناظر در این بخش با وظیفه بسیار حساس حفظ حقوق سهامداران به خصوص سهامداران خرد، لازم است با اعمال ابزارهای نظارتی خود در اصلاح روش‌های

- ایمانی، حمیدرضا. (۱۳۸۵). بررسی قیمت‌گذاری سهام شرکت‌ها در عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار تهران. *ماهنامه بورس*، ۵۶، ۲۳-۱۴.
- بحری ثالث، جمال؛ فتحی عبدالهی، احمد و کرمی، غلامرضا. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر خصوصی‌سازی بر عملکرد مالی و عملیاتی شرکت‌های دولتی خصوصی‌سازی شده پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دوفصلنامه علمی- پژوهشی حسابداری دولتی*، ۱(۱)، ۳۱-۴۰.
- بدیعی، حسین؛ دهقان دهنوی، حسن و اعرابی، مهران. (۱۳۹۴). شناسایی و رتبه‌بندی عوامل موثر بر پیاده‌سازی نظام بودجه‌ریزی عملیاتی با استفاده از مدل الماس و تجزیه و تحلیل سلسله مراتبی فازی. *دوفصلنامه علمی حسابداری دولتی*، ۱(۲)، ۳۱-۴۰.
- پارسامهر، تقی. (۱۳۸۶). خصوصی‌سازی با الگوی شرکت‌های مادر تخصصی. *ماهنامه تدبیر*، شماره ۱۸۱.
- حق بین، زینب. (۱۳۸۷). بررسی انواع ناهنجاری‌های مربوط به عرضه عمومی اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران. *پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی (مدیریت مالی)*، دانشگاه الزهراء (س).
- دستگیر، محسن و حسینی افشاری، مهران. (۱۳۸۲). ارزیابی روش‌های قیمت‌گذاری سهام در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه مطالعات حسابداری*، ۱(۳)، ۹۴-۶۰.
- رستمی، علی؛ فلامرزی، عماد و فاروقی، سارا. (۱۳۹۶). ارائه مدل ارزش‌گذاری سهام در عرضه‌های عمومی اولیه با استفاده از مدل عصبی-ژنتیک. *مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، ۱(۳۳)، ۲۰۶-۱۸۳.
- طالبی، قدرت اله. (۱۳۷۴). تحقیقی پیرامون مشکلات روش‌های قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های مشمول خصوصی‌سازی و پیشنهاد روش قیمت‌گذاری مناسب برای آن. *پایان‌نامه دکتر*، دانشگاه تهران.
- کامیابی، یحیی و بوربوری، فاطمه. (۱۳۹۵). مخاطرات اخلاقی و عدم تقارن اطلاعاتی در قیمت‌گذاری کمتر از حد
- عرضه‌های اولیه عمومی سهام. *فصلنامه پژوهش حسابداری*، ۶(۲۰)، ۴۱-۲۱.
- مجتهدزاده، ویدا و جهانخانی، علی. (۱۳۷۵). ارزش‌گذاری شرکت‌ها. *فصلنامه تحقیقات مالی*، ۱۰(۹)، ۶۸-۴۱.
- معین‌الدین، محمود؛ نایب‌زاده، شهناز و باقری بیدوئی، ریحانه. (۱۳۹۲). بررسی رابطه محافظه‌کاری و ساختار هیئت‌مدیره با کم قیمت‌گذاری در شرکت‌های عرضه اولیه عمومی. *دومین همایش ملی بررسی راهکارهای ارتقاء مباحث مدیریت، حسابداری و مهندسی صنایع در سازمان‌ها*، دانشگاه آزاد اسلامی، گچساران.
- مهرانی، ساسان؛ اکرمی، سید رحمت اله و خدابخشی، هادی. (۱۳۹۷). بازنگری در نقش ذیحسابان دستگاه‌های اجرایی در نظام بودجه‌ریزی مبتنی بر عملکرد. *دوفصلنامه علمی- پژوهشی حسابداری دولتی*، ۱(۵)، ۲۰-۹.
- ودیعی، محمد حسین و آسیابانی، سعید. (۱۳۸۷). مقایسه قیمت‌واگذاری سهام شرکت‌های دولتی مشمول خصوصی‌سازی با قیمت محاسبه شده بر مبنای نسبت قیمت بازار به سود هر سهم (P/E) شرکت‌های مشابه. *فصلنامه تحقیقات مالی*، ۱۰(۲۶)، ۱۳۲-۱۱۳.
- ودیعی، محمد حسین و آسیابانی، سعید. (۱۳۸۹). مقایسه قیمت‌واگذاری سهام شرکت‌های دولتی مشمول خصوصی‌سازی با دو مدل قیمت‌گذاری شاخص رشد ارزش سهام و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام. *مجله دانش و توسعه*، ۱۷(۳۲)، ۱۱۰-۸۶.
- یحیی زاده فر، محمود؛ شمس، شهاب‌الدین و حسینی دل دوست، معصومه. (۱۳۹۲). بررسی نقش خصوصی‌سازی بر نقدشوندگی سهام بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهشنامه اقتصاد کلان*، ۱(۱۵)، ۱۸۲-۱۵۷.
- یعقوبی، مهدی؛ مرادی، علیرضا و جمشیدی نوید، بابک. (۱۳۹۶). تبیین گزارشگری سیاست‌های پولی و مالی در بخش عمومی ۲۵ سال اخیر و تأثیر آن بر بازار سرمایه ایران. *دوفصلنامه علمی- پژوهشی حسابداری دولتی*، ۴(۱)، ۲۲-۹.
- Alford, A. (1992) The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method. *Journal of Accounting Research*, (30)1.
- Angelo, L.D. (1990). Equity Valuation and Corporate Control. *The Accounting Review*, 100.
- Asna Ashari, Abolghasem & Etemadnia, Mohsen. (2011). Theoretical Comparison of Various Privatization Methods and the Ability to Use These Methods in Transferring Call Centers to the Private Sector. *Economic Journal*, (1)2: 111-132 (In Persian).
- Badiei, H., Dehghan Dehnavi, H. & Aarabi, M. (2015). A Recognition and Ranking of Influencing on the Implementation of the Functional

- Budgeting System by Diamond Model and Fuzzy Hierarchical Analysis. *Journal of Governmental Accounting and Auditing*, (2)1, 31-40, (In Persian).
- Bahrisales, J., Fathi Abdollahi, A. & karami, G. (2015). Survey the Effect of Privatization on Financial and Operating Performance of Privatized Governmental Entities that Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Governmental Accounting and Auditing*, (1)2, 31-40 (In Persian).
 - Dastgir, M, & Hoseini Afshari, M. (2003). Evaluation of Different Security Valuation Models at Tehran Stock Exchange. *Empirical Studies in Financial Accounting*, (3)1, 60-94, (in Persian).
 - Eltejaei, E. & Abbaszadeh, B. (2018). Impacts of Privatization on Profitability and Labor Productivity of Privatized Companies in Iran, (1)13, 1-20 (In Persian).
 - Haghbin, Z. (2008). An Investigation on Kinds of Anomalies of Initial Public Offering in the Tehran Stock Exchange. *Master Thesis in Business Management (Financial Management)*, Al-Zahra University, (in Persian).
 - Ikeanyibe, Okechukwu Marcellus. (2018). Bureaucratic Politics and the Implementation of Liberalization Reforms in Nigeria: A Study of the Unbundling and Reorganization of the Nigerian National Petroleum Corporation. *Politics and Policy*, 46, 263-294.
 - Imani, H. R. (2006). Investigating the Pricing of Companies Stock in the Initial Public Offering on the Tehran Stock Exchange. *Stock Exchange Monthly*, 56, 14-23, (In Persian).
 - Kamyabi, Y, & Borbori, F. (2016). Moral Hazard and Asymmetric Information in IPO Underpricing. *Journal of Accounting Research*, (20)6, 21-41 (In Persian).
 - Leclair, M.S. (1990) Valuing the Closely-Hall Corporation: The validity and Pcedures. *Accounting Horizons*.
 - Mehrani, S., akrami, S., khodabakhshi, H. & jabbari, M. (2019). A Review on the Role of Executives Accountants in Performance Based Budgeting. *Journal of Governmental Accounting and Auditing*, (1)5, 9-20, (In Persian).
 - Moeindein, M., Nayebzadeh, Sh. & Bagheri Bidouiyeh, R. (2013). An Investigation of the Relationship Between Conservatism and Board Structure with Underpricing in Initial Public Offering Companies. *The Second National Conference on Promoting Strategies for Promoting Management, Accounting and Industrial Engineering in Organizations*, Gachsaran Islamic Azad University, (In Persian).
 - Mojtahedzade, V. & Jahankhani, A. (1996). Valuation of Companies. *Financial Research Journal*, (12)3, 41-68, (In Persian).
 - Parsamehr, T. (2007). Privatization with the Model of Specialized Parent Companies. *Tadbir Monthly*, 181, (In Persian).
 - Perotti, E. & Oijen, P. (1999). Privatization, Political Risk and Stock Market Development in Emerging Economies. *University of Amsterdam and Tinbergen Institute*, Amsterdam.
 - Rostami, A. Falamarzi, E. & Faroughi, S. (2017). Neuro-Genetic Structure to Valuation of Initial Public Offering. *Financial Engineering and Portfolio Manegament*, (33)8, 183-206, (In Persian).
 - Talebi, Gh. (1995). A Study on the Problems of Stock Pricing Methods of Companies Subject to Privatization and Proposing A Appropriate Pricing Method for it. PHD Thesis, University Of Tehran (In Persian).
 - Vadiee, M. H. & Asyabani, S. (2010). The Comparison of The Stocks Price in Government Firms Including Privatization with Their Priced Stocks Based on Price-Earnings Ratio Model (P/E) of Similar Firms. *Financial Research Journal*, (26)10, 113-132, (In Persian).
 - Vadiee, M.H. & Asyabani, S. (2011). The Comparison of the Denoted Price in Government Firms Including Privatization with Two Models, Growth Index Model of the Value and Price-Book Value of Stock Model of Similar Firms. *Journal of Knowledge*

- and Development*, (32)17, 86-110, (In Persian).
- Welch, I. & Ritter, J. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing and Allocation. *Working paper*. Yale University.
 - Yaghoubi, M., Moradi, A., Jamshidi navid, B. & Ghanbari, M. (2018). Explaining the Reporting of Monetary and Financial Policies in the Public Sector of the Last 25 years and Its Impact on Iran's Capital Market. *Journal of Governmental Accounting and Auditing*, (1)4, 9-22, (In Persian).
 - Yahya zadeh far, M., Shams, Sh. & Hoseini del dost, M. (2013). Investigating the Role of Privatization on the Liquidation of Stocks of Tehran Stock Exchange. *Journal of Macro economics*, (15)8, 157-182, (In Persian).