

رویکردهای مختلف ارزشگذاری سهام

دپارتمان آموزش و تحقیقات



موسسه حسابرسی آزمون پرداز

(حسابداران رسمی)



- مفهوم ارزش، برای سرمایه‌گذاران اهمیت بالایی دارد.
- تمام سرمایه‌گذاران به عنوان هدف اصلی، به دنبال حداکثر کردن ارزش دارایی‌های خود هستند.
- بدین منظور، باید درک درستی از ارزش دارایی در نظر سرمایه‌گذاران وجود داشته باشد.
- اما ارزش خود یک مفهوم ذهنی است که می‌تواند به گونه‌های مختلفی تفسیر شود. انواع ارزش عبارت‌اند از: ارزش اسمی، ارزش دفتری، ارزش انحلال (جایگزینی)، ارزش بازار و ارزش ذاتی.



- ✓ **ارزش اسمی**؛ ارزشی است که برای یک دارایی مالی تعیین می‌شود. به عنوان مثال ارزش اسمی هر ورقه سهام ۱۰۰۰ ریال تعیین شده است.
- ✓ **ارزش دفتری**؛ ارزشی است که هر دارایی با آن در دفاتر ثبت می‌شود. برای یک شرکت، ارزش دفتری هرسهم از حاصل تقسیم حقوق صاحبان سهام به تعداد سهام شرکت به دست می‌آید.
- ✓ **ارزش بازار**؛ ارزشی است که بازار برای یک دارایی مالی در نظر می‌گیرد. این ارزش به وسیله عرضه و تقاضای بازار تعیین می‌شود.
- ✓ **ارزش انحلال**؛ یعنی اگر شرکت منحل شود، هر سهم آن به چه میزان ارزنده است. این ارزش به شکل زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{تعداد سهام} / (\text{ارزش روز بدهی‌ها} - \text{ارزش روز دارایی‌ها}) = \text{ارزش انحلال}$$



- اصولاً یکی از انگیزه‌های انجام معاملات در بازار، تفاوت دیدگاه‌ها در مورد ارزش ذاتی دارایی است.
- افرادی که معتقدند ارزش ذاتی یک دارایی بالاتر از ارزش بازاری آن است، اقدام به خرید دارایی می‌کنند و دیگران، اقدام به فروش دارایی می‌کنند.
- به همین علت، تعیین ارزش ذاتی دارایی، فرایند با اهمیتی در جهت کسب سود در معاملات است.
- ارزش ذاتی؛ ارزش واقعی شرکت یا دارایی بر اساس لحاظ کردن تمام ابعاد بنیادین آن، ارزش ذاتی دارایی نام دارد.
- در یک دسته‌بندی کلی، سه رویکرد مجزا برای تعیین ارزش یک شرکت وجود دارد:
 - ✓ رویکرد ترازنامه‌ای
 - ✓ رویکرد نسبی
 - ✓ رویکرد تنزیلی
- در هر رویکرد، مدل‌ها و روش‌های متفاوت و متنوعی وجود دارد که بسته به هدف ارزش‌گذاری، ماهیت فعالیت شرکت و مفروضات ارزش‌گذاری، استفاده خواهند شد.



- در رویکردهای ترازنامه‌ای، تمرکز اصلی بر ارزش دارایی‌های شرکت است.
- در روشهای پیشرفته این رویکرد، علاوه بر ارزش دارایی‌های فیزیکی، ارزش دارایی‌های نامشهود نیز در محاسبه ارزش شرکت منظور می‌شود.
- دو روش اصلی در این رویکرد عبارت‌اند از:
 - ✓ روش خالص ارزش دارایی‌ها (NAV)
 - ✓ روش ارزش دفتری تعدیل شده داراییها
- روش خالص ارزش دارایی‌ها: این روش معمولاً برای تعیین ارزش ذاتی شرکت‌های سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود. در این روش، ارزش شرکت یا NAV از رابطه زیر قابل محاسبه است:

$$\text{سود محقق شده بعد از تاریخ ترازنامه} + \text{ارزش افزوده پرتفوی غیربورسی} + \text{ارزش افزوده پرتفوی بورسی} + \text{حقوق صاحبان سهام}$$

تعداد سهام شرکت



- حقوق صاحبان سهام شرکت از آخرین ترازنامه منتشرشده شرکت استخراج و مقدار آن در رابطه بالا قرار داده می‌شود.
- برای محاسبه ارزش افزوده پرتفوی بورسی شرکت، گام‌های زیر طی می‌شود:
 - (۱) به تارنمای کدال مراجعه و آخرین صورت پرتفوی منتشرشده شرکت استخراج می‌شود.
 - (۲) در بخش سرمایه‌گذاری‌های بورسی، نام شرکت‌های تحت تملک شرکت، تعداد سهام و حق تقدم سهام تحت تملک و بهای تمام شده هر سهم، از صورت پرتفوی دریافت می‌شود.
 - (۳) با مراجعه به تارنمای شرکت مدیریت فناوری بورس تهران، قیمت روز هر یک از سهام تحت تملک شرکت دریافت و با استفاده از آن، ارزش روز هر دارایی بورسی شرکت محاسبه می‌شود.
 - (۴) مجموع بهای تمام شده شرکت‌های بورسی تحت تملک شرکت از مجموع ارزش روز محاسبه شده برای هر یک کسر و مقدار حاصله در رابطه **NAV** قرارداده می‌شود.



- برای محاسبه ارزش افزوده پرتفوی غیربورسی شرکت، گام‌های زیر طی می‌شود:
 - (۱) در بخش سرمایه‌گذاری‌های غیربورسی در صورت پرتفوی شرکت، نام شرکت‌های تحت تملک شرکت، تعداد سهام و حق تقدم سهام تحت تملک و بهای تمام شده هر سهم، از صورت پرتفوی دریافت می‌شود. تمام این اطلاعات، از ستون‌های انتهای دوره اخذ می‌شود.
 - (۲) زمینه فعالیت هر کدام از شرکت‌های بورسی مشخص می‌شود. اگر صنعت شرکت غیربورسی در بورس وجود داشته باشد، P/E میانگین صنعت در بورس، به عنوان تخمینی از P/E شرکت غیربورسی استفاده می‌شود. در صورت نیاز به سرعت عمل، در تخمینی ضعیفتر، P/E بازار را برای تمام شرکت‌های غیربورسی تحت تملک شرکت در نظر می‌گیریم.
 - (۳) برای هر کدام از شرکت‌ها، در صورت امکان سود هر سهم سال جاری استخراج می‌شود. بدین منظور می‌توان با مراجعه به تارنمای کدال، نام شرکت غیربورسی را جستجو کرد تا در صورتی که این شرکت به عنوان یکی از زیرمجموعه‌های یک شرکت بورسی فعالیت می‌کند، اطلاعات مالی آن را مورد استفاده قرار داد.



- ✓ (۴) با ضرب نسبت **P/E** تخصیص داده شده در **EPS** هر شرکت غیربورسی، ارزش روز برآوردی هر سهم آن شرکت به دست می‌آید. برای شرکت‌هایی که امکان دریافت **EPS** آنها وجود ندارد یا **P/E** مناسبی برای آنها یافت نمی‌شود، بهای تمام شده هر سهم را به عنوان ارزش روز هر سهم در نظر می‌گیریم.
- ✓ (۵) مجموع ارزش روز محاسبه شده برای هریک از شرکت‌های غیربورسی از مجموع بهای تمام شده برای هریک کسر و مقدار حاصل در رابطه **NAV** قرار داده می‌شود.
- ✓ (۶) اگر شرکت سرمایه‌گذاری، دارایی‌های غیربورسی غیر از سهام شرکت‌های غیربورسی داشته باشد، از جمله املاک و مستغلات، فلزات گران‌بها و... در صورت امکان ارزش روز آنها محاسبه و با کسر بهای تمام شده، ارزش افزوده آن در بخش ارزش افزوده پرتفوی غیربورسی منظور می‌شود.



- سود محقق شده پس از تاریخ ترازنامه، شامل دو نوع سود است: سود حاصل از فروش دارایی و سود تقسیمی دریافتی. این امکان وجود دارد که شرکت پس از تاریخ تنظیم ترازنامه، اقدام به فروش برخی از دارایی‌های خود کرده یا از شرکت‌های تحت تملک، سود نقدی دریافت کرده باشد. در این صورت، چون ارزش افزوده حاصل از این وقایع در ترازنامه ثبت نشده، باید این ارزش افزوده در محاسبات لحاظ شود.
- ۱) سود حاصل از فروش دارایی‌ها در یکی از بخش‌های صورت پرتفوی شرکت گزارش می‌شود. بدین منظور باید هر تعداد صورت پرتفوی شرکت که پس از تاریخ ترازنامه منتشر شده را استخراج و سود حاصل از فروش سهام آن را در صورت وجود اخذ کرده و حاصل جمع را به عنوان بخشی از سود محقق شده در نظر گرفت.
- ۲) سود تقسیمی دریافتی پس از تاریخ ترازنامه نیز باید محاسبه شود. بدین منظور، در شرکت‌های زیرمجموعه شرکت سرمایه‌گذاری، آنهایی را که پس از تاریخ ترازنامه شرکت، مجمع برگزار کرده و سود تقسیمی تصویب کرده‌اند، شناسایی و کل عایدی شرکت از این محل را به عنوان بخش دوم سود محقق شده منظور می‌کنیم.



- در رویکرد نسبی، با این فرض که سرمایه‌گذاران، تلقی و برآورد درستی از ارزش دارایی‌های مالی و شرکت‌ها دارند، ارزش هر بنگاه با توجه به شرکت‌های مشابه تعیین می‌شود.
- ایده اصلی این رویکرد این است که دارایی‌های مشابه باید ارزش یکسانی داشته باشند. بدین منظور، از یکسری ضرایب قیمتی استفاده می‌شود.
- روش‌های نسبی بیشتر زمانی استفاده می‌شوند که پیش‌بینی جریان‌ات نقدآتی شرکت بسیار مشکل و پیچیده باشد.
- مهمترین ضریب مورد استفاده در روش‌های نسبی، نسبت **P/E** است. در شکل بسیار ساده، چنانچه نسبت **P/E** شرکتی در مقایسه با شرکت دیگری که از نظر نرخ رشد، ریسک و سایر عوامل یکسان هستند، کمتر باشد به معنی زیر قیمت بودن شرکت اول بوده، فرصتی مناسب برای سرمایه‌گذاری تلقی می‌شود.
- در روش نسبی، صحیح‌تر است که به جای مقایسه یک شرکت با شرکت دیگر، از ضرایب و متوسط‌های صنعت مورد فعالیت شرکت استفاده شود. از محدودیت‌های استفاده از نسبت **P/E**، امکان دستکاری سود توسط شرکت‌ها، امکان ارائه تفسیرهای مختلف از آن و مهم‌تر از همه، وجود محدودیت در یافتن متوسط **P/E** صنعت یا شرکت‌های هم‌گروه است.



ضرایب قیمتی که می تواند در رویکرد نسبی مورد استفاده قرار گیرد، در جدول زیر مشاهده می شود:

نسبت	تعریف	کاربرد
P/E	ارزش بازار به سود خالص شرکت	شرکت های تولیدی
MV/BV	ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت	شرکت های تازه تاسیس
MV/S	ارزش بازار به فروش شرکت	شرکت های تولیدی
MV/C	ارزش بازار به ظرفیت تولید	شرکت های تولیدی و فرایندی همانند سیمان و پتروشیمی
MV/N	ارزش بازار به تعداد مشتریان (تعداد بازدیدکنندگان)	شرکت های خدماتی و شرکت های اینترنتی
MV/NOPAT	ارزش بازار به سود خالص عملیاتی	شرکت های تولیدی
MV/FCF	ارزش بازار به جریان نقد آزاد	شرکت های تولیدی
MV/D	ارزش بازار به حجم سپرده ها	بانک ها



■ سرمایه‌گذاران در بورس تهران، به عنوان روشی تقریبی و سریع برای تمام شرکت‌های تولیدی از نسبت **P/E** استفاده می‌کنند. در این روش، از رابطه زیر برای تعیین ارزش هر سهم شرکت استفاده می‌شود:

$$\text{کارشناسی } EPS \times \left(\frac{P}{E}\right) \text{ کارشناسی} = \text{ارزش هر سهم}$$

■ در صورت نیاز به سرعت بالا، معمولاً **P/E** متوسط صنعت، به عنوان مقدار کارشناسی **P/E** و **EPS** اعلامی در صورت سود و زیان شرکت، به عنوان **EPS** کارشناسی در نظر گرفته می‌شود.

■ در صورت نیاز به دقت بالاتر، مقادیر دو پارامتر مورد نظر باید مورد تحلیل قرار گرفته و از مقادیر کارشناسی شده استفاده نمود. از جمله روش‌هایی که برای انتخاب **P/E** کارشناسی وجود دارد، می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

(۱) استفاده از میانگین **P/E** شرکت‌های بورسی مشابه از لحاظ محصولات تولیدی، اندازه، نرخ رشد، ریسک و ...

(۲) استفاده از میانگین **P/E** صنعت با حذف داده‌های خارج از سه انحراف معیار

(۳) استفاده از میانگین **P/E** صنعت در دوره‌های رکود و رونق بازار بسته به شرایط



- در رویکرد تنزیلی، ارزش شرکت، براساس جریان‌های نقدی تولیدی شرکت تعیین می‌شود. از نظر علمی، روش تنزیلی برترین روش محاسبه ارزش شرکت محسوب می‌شود.
- در رویکرد تنزیلی، جریان‌های نقد آتی شرکت، با توجه به نرخ مشخص، تنزیل و ارزش شرکت در مقطع کنونی محاسبه می‌شود.
- در جدول صفحه بعد، روش‌های ارزش‌گذاری با این رویکرد، با توجه به نوع جریان نقد و نوع نرخ مورد استفاده برای تنزیل، به همراه توضیحاتی آمده است:

کاربرد	نرخ تنزیل	نوع جریان نقد	نام	نماد
پروژه‌ها و شرکت‌های تولیدی	متوسط موزون هزینه سرمایه	جریان نقد آزاد تامین کنندگان مالی شرکت	جریان نقد آزاد شرکت	FCFF
شرکت‌های تولیدی	متوسط موزون هزینه سرمایه	سود اقتصادی	سود اقتصادی	EP
در مواردی که ساختار سرمایه متغیر است	هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت غیر اهرمی	جریان نقد آزاد تامین کنندگان مالی شرکت	ارزش فعلی تعدیل شده	APV
ارزش گذاری موسسات مالی	هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت اهرمی	جریان نقد آزاد سهامداران	جریان نقد آزاد حقوق صاحبان سهام	FCFE
در مواردی که FCF شرکت در دوره پیش‌بینی منفی باشد	هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت اهرمی	عایدات مازاد بر نرخ بازده مورد انتظار سهامداران	سود مازاد	RI
شرکت‌های بالغ و با سیاست تقسیم سود ثابت و مشخص	هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت اهرمی	سود تقسیمی	تنزیل سود نقدی	DDM



- در مدل DDM، جریان نقدی مورد تنزیل، سود نقدی یا همان سود تقسیمی شرکت است.
- دلیل استفاده از سود نقدی در اینجا، این است که سهامدار در ازای خرید و نگهداری سهام، سود نقدی به دست می‌آورد.
- در مجموع، روش DDM در شرایط زیر توصیه می‌شود:
 - شرکت تاریخچه پرداخت سود داشته باشد و این روند قابل اتکا باشد.
 - شرکت دارای سیاست تقسیم سود باثبات و اعلام شده باشد.
 - سرمایه‌گذار انگیزه غیرکنترلی در خرید سهام شرکت داشته باشد.



- از دید سهامدار، جریان نقدی که در ازای خرید سهام یک شرکت به او تعلق می‌گیرد، سود تقسیمی در طول دوره نگهداری و بهای فروش سهام در انتهای دوره خواهد بود. اگر این جریانات را با نرخ k به زمان حال تنزیل کنیم، ارزش شرکت برابر می‌شود با:

$$V = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_T + P_T}{(1+k)^T}$$

D_T : سود نقدی دوره T ام.

k : نرخ بازده مورد انتظار سهامداران.

- برای کسب نتیجه ملموس و ساده از رابطه بالا، نیاز به مفروضاتی داریم. با توجه به نوع مفروضاتی که در نظر می‌گیریم، مدل **DDM** به انواع مختلفی تقسیم می‌شود؛ مثلاً، مدل گوردون، مدل **DDM** دو مرحله‌ای و سه مرحله‌ای.



▪ مدل تک دوره ای :

$$V_0 = \frac{P_1 + D_1}{1 + K}$$

▪ در مدل گوردون فرض می شود سود نقدی شرکت با نرخ رشد ثابت g افزایش می یابد. یعنی: $D_2 = D_1 \times (1 + g)$ ؛ با این فرض و ساده سازی رابطه، ارزش شرکت برابر است با:

$$V = \frac{D_0(1 + g)}{k - g} = \frac{D_1}{k - g}$$

k نرخ بازده مورد انتظار سهامداران که می توان با کمک مدل CAPM محاسبه کرد:

$$K = (\text{نرخ بازده بدون ریسک} - \text{بازده بازار}) \times \beta + \text{نرخ بازده بدون ریسک}$$

$$g = ROE \times (1 - \text{نسبت تقسیم سود})$$



- مدل گوردون، مدلی بسیار عمومی و تقریباً غیرواقعی برای ارزش گذاری شرکت است. زیرا در دنیای واقعی تقریباً محال است که نرخ رشد شرکتی همواره ثابت باشد. برای نزدیکتر کردن مدل گوردون به واقعیت، مدل های **DDM** چند مرحله ای تعمیم یافته اند. بدین منظور، چرخه عمر شرکت و در نتیجه، نرخ رشد شرکت در سه مرحله تعریف می شود:
- **مرحله رشد:** در این مرحله، شرکت نرخ رشد بالایی دارد و معمولاً سود تقسیمی پایین و جریان نقد آزاد، منفی است.
- **مرحله انتقال:** در این مرحله، نرخ رشد به دلیل افزایش رقابت، کاهش یافته و جریان نقد آزاد شرکت مثبت می شود.
- **مرحله بلوغ:** در این مرحله شرکت به حالت تعادل می رسد و نرخ رشد ثابت می شود.
- بدین ترتیب، با لحاظ کردن موارد بالا به جای در نظر گرفتن نرخ رشد ثابت برای کل عمر شرکت، می توانیم مدل گوردون را اصلاح کنیم و از دو، سه یا حتی تعداد بیشتری نرخ رشد برای مراحل مختلف عمر شرکت استفاده کنیم.



روش جریان نقد آزاد شرکت (FCFF)

- اندازه گیری جریان نقد آزاد شرکت معیاری برای اندازه گیری عملکرد است و وجه نقدی را نشان می دهد که شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه داراییها، در اختیار دارد.
- جریان نقد آزاد شرکت از این حیث اهمیت دارد که به مدیران اجازه می دهد تا فرصت هایی را جستجو کنند که ارزش سهام شرکت را افزایش می دهند. بدون داشتن وجه نقد، توسعه محصولات جدید، انجام تحصیل های تجاری، پرداخت سودهای نقدی به سهامداران و کاهش بدهی ها، امکان پذیر نیست.

تغییرات در سرمایه گذاری ها - تغییرات در خالص سرمایه در گردش - مالیات ها - هزینه ها - جریان نقد عملیاتی = جریان نقد آزاد برای شرکت

مالیات ها - هزینه استهلاک + سود قبل از بهره و مالیات = جریان نقد عملیاتی



پارامتر	مکان
جریان وجوه نقد ناشی از فعالیتهای عملیاتی +	صورتحساب جریان وجوه نقد
هزینه بهره +	صورتحساب سود و زیان
سپر مالیاتی برای هزینه بهره -	صورتحساب سود و زیان
هزینه سرمایه‌های (CAPEX) -	صورتحساب جریان وجوه نقد (جریان وجوه نقدی ناشی از فعالیتهای سرمایه‌ای)
جریان وجوه نقد آزاد =	



پارامتر	مکان
سود قبل از بهره و مالیات \times (نرخ مالیات-1) +	صورتحساب سود و زیان
هزینه‌های غیر نقدی (کاهش ارزش، استهلاک و ...)+	صورتحساب سود و زیان
تغییر در (دارایی‌های جاری- بدهی‌های جاری)-	ترازنامه (دوره جاری و دوره قبلی)
هزینه سرمایه‌ای (CAPEX)-	ترازنامه: اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات (دوره جاری و دوره قبلی)
جریان وجوه نقد آزاد=	



پارامتر	مکان
درآمد خالص +	صورت حساب سود و زیان
هزینه بهره +	صورت حساب سود و زیان
سپر مالیاتی برای هزینه بهره -	صورت حساب سود و زیان (هزینه بهره خالص \times نرخ مالیات)
هزینه های غیر نقدی (کاهش ارزش، استهلاک و ...)+	صورت حساب سود و زیان
تغییر در (دارایی های جاری - بدهی های جاری) -	ترازنامه (دوره جاری و دوره قبلی)
هزینه سرمایه ای (CAPEX) -	ترازنامه: اموال، ماشین آلات و تجهیزات (دوره جاری و دوره قبلی)
جریان وجوه نقد آزاد =	



- از آنجا که جریان نقد آزاد شرکت متعلق به تمام تأمین کنندگان منابع مالی شرکت است، هنگام محاسبه جریانهای نقدی با مدل **FCFF**، با تنزیل کردن جریانهای نقدی با استفاده از میانگین موزون هزینه سرمایه (**WACC**)، به ارزش شرکت می رسیم. در این نرخ، هزینه های تمام منابع سرمایه، در نرخ تنزیل ثبت می شود، زیرا **FCFF** تمام ساختار سرمایه شرکت را در نظر می گیرد.
- میانگین موزون هزینه سرمایه شرکت به صورت زیر تعیین می شود:

$$WACC = (D/D+E) * K_d(1-t) + (E/D+E) * K_e$$

- ارزش شرکت:

$$V = \sum_{t=1}^N \frac{FCFF_t}{WACC - g}$$



روش جریان نقد آزاد حقوق صاحبان سهام (FCFE)

- جریان نقد آزاد سهام، شامل جریانهای نقدی باقیمانده برای سهامداران بعد از پرداخت کلیه تعهدات مالی اعم از پرداخت بدهیها، مخارج سرمایه ای و نیازهای سرمایه در گردش است:
 $FCFE =$ بدهیهای جدید منتشره + بازپرداخت اصل بدهیها - تغییرات سرمایه در گردش غیرنقدی - مخارج سرمایه ای - استهلاک + سودخالص
- روش ارزش جریان نقد آزاد متعلق به سهامداران، شبیه دیگر جایگزینهای **DDM**، به نرخ رشد آتی بستگی دارد. اگر شرکت در دوران بلوغ خود یا همان مرحله نرخ رشد ثابت باشد، میتوان از مدلی شبیه مدل **DDM** استفاده کرد:

$$V = \sum_{t=1}^N \frac{FCFE_t}{r - g}$$

- که در آن، r نرخ بازده موردانتظار سهام و g نرخ رشد ثابت موردانتظار جریان نقد آزاد سهام است.



- اگر نرخ رشد موردانتظار جریانهای نقد آزاد سهام در شرکتی در مراحل اولیه رشد، فوق العاده باشد و بعد از آن با نرخ ثابت رشد کند، در این صورت، ارزش سهام برابر با ارزش فعلی جریانهای نقد آزاد سهام در دوره رشد فوق العاده، به اضافه ارزش فعلی قیمت نهایی در انتهای دوره خواهد بود:

$$V = \sum_{t=1}^N \frac{FCFE}{(1+r)^t} + \frac{FCFE}{(r-g)(1+r)^n}$$



- جریان نقد آزاد شرکت یا **FCFF** مبلغی است که برای همه سرمایه گذاران شرکت، اعم از دارندگان اوراق قرضه و سهامداران باقی مانده است، درحالیکه جریان نقد آزاد حقوق صاحبان سهام یا **FCFE** مبلغ باقی مانده برای دارندگان سهام عادی شرکت است.
- **FCFF** مانع تأثیر اهرمی می شود، زیرا هنگام تطبیق با جریان نقدی باقی مانده، تعهدات مالی را در نظر نمی گیرد و از اینرو، به عنوان جریان نقدی غیرقابل انکار نیز به آن اشاره می شود. اما **FCFE** شامل تأثیر اهرمی توسط تفریق تعهدات مالی خالص است، از این رو، به عنوان جریان نقد اهرمی نیز یاد می شود.
- **FCFF** برای محاسبه ارزش شرکت یا کل ارزش ذاتی شرکت استفاده می شود، درحالیکه **FCFE** برای محاسبه ارزش سهام یا ارزش ذاتی موجود در سهام عادی استفاده می شود.
- نکته قابل توجه این است که اگر شرکتی فقط سهام عادی به عنوان تنها منبع سرمایه داشته باشد، **FCFF** و **FCFE** شرکت برابر خواهد بود.



موسسه حسابرسی آزمون پرداز

(حسابداران رسمی)

فردین صادقی زنجانی - مدیر دپارتمان آموزش و تحقیقات



- کارشناسی اقتصادی نظری، دانشگاه شهید بهشتی
 - کارشناسی ارشد علوم اقتصادی، دانشگاه علامه طباطبائی
 - دانشجوی دکتری مالی گرایش بانکداری، واحد علوم و تحقیقات
 - عضو انجمن مهندسی مالی ایران
 - عضو انجمن حسابداری مدیریت ایران
- تلفن : ۰۲۱۸۸۵۴۴۵۹۰-۲
- فکس : ۰۲۱۸۸۵۰۳۵۲۸
- ایمیل :
- Fardin.sadeghizanjani@azpar.com

توصیه می کنیم با نصب اپلیکیشن **سahوما** (قابل نصب بر روی گوشی موبایل) از آخرین تغییرات قانون مالیاتهای مستقیم و کلیه بخشنامه ها و آرای شورای عالی مالیاتی و ... مربوط به هر ماده اطلاع پیدا کنید. ضمن آن که **خلاصه نکات کاربردی مالیاتی** بصورت دوره ای برای کاربران این اپلیکیشن ارسال می شود.



<https://cafebazaar.ir/app/com.arad.app.sahoma>



<https://play.google.com/store/apps/details?id=com.arad.app.sahoma>



<https://sibche.com/applications/sahoma>

