الجمهورية العربية السورية

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم المصارف والتأمين

استخدام منهج التحليل الأساسي في تحديد القيمة العادلة للمنشأة

قُدِّمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المصارف والتأمين

إعداد

هبة فيصل زاهر

إشراف

د. رغيد قصوعة

دمشق 2012

بسم الله الرحمن الرحيم

﴿إِنَّمَا إِلَٰهُكُمُ اللَّهُ الَّذِي لَا إِلَٰهَ إِلَّا هُوَ وَسِعَ كُلَّ شَيْءٍ عِلْمًا﴾

صدق الله العظيم

سورة طه: الآية (٩٨)

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم المصارف والتأمين

استخدام منهج التحليل الأساسي في تحديد القيمة العادلة للمنشأة

أمام لجنة الحكم المؤلفة من السادة الأساتذة



د. اسماعيل اسماعيل الأستاذ في قسم المحاسبة- كلية الاقتصاد- عضواً



د. رغيد قصوعة المدرِّس في قسم المصارف والتأمين- كلية الاقتصاد- عضواً مشرفاً



د. رانيا الزرير المدرِّسة في قسم المصارف والتأمين- كلية الاقتصاد- عضواً

إلى وطني الغالي.... وطن العزة والكرامة والإباء

إلى رمز الشرف والأخلاق، سندي وفخري وعزتي

والدي العزيز

إلى ملهمة روحي قبل عقلي، إلى رمز التضحية والفداء والإخلاص

أمي الغالية

إلى رفيق دربي وشريك ذكرياتي

أخي الحبيب

إلى زهرات قلبي، مصدر أملي وفرحي

أخواتي زينب ونور

إلى الذين عاشوا معي ألمي قبل فرحي، إلى الذين رأيت في عيونهم كل الثقة بي، فأصبحت ما أنا عليه

عائلتي الكبرى

الشكر والتقدير

بدايةً الحمد والشكر لله ﴿عزَّ وجل﴾ على نعمه التي لا تُعدُّ ولا تُحصى وعلى القوَّة التي أمدَّني بها لإكمال هذا العمل المتواضع. كما أتقدَّم بالشكر والعرفان إلى الدكتور المشرف رغيد قصوعة لتفضُّله بالإشراف على هذه الرسالة وعلى اهتمامه البالغ وتوجيهاته القيِّمة التي صوَّبت مسار البحث. وأتقدَّم بالشكر إلى السادة الأفاضل أعضاء لجنة الحكم الأستاذ الدكتور إسماعيل إسماعيل، والدكتورة رانيا الزرير لتفضُّلهم بقبول مناقشة هذه الرسالة والحكم عليها.

فهرس المحتويات

العنوان	الصفحة
الآية القرآنية الكريمة	أ
قرار لجنة المناقشة	ب
الإهداء	ج
الشكر والتقدير	د
فهرس المحتويات	هـ
فهرس الجداول	ح
فهرس الأشكال البيانية	ك
قائمة المصطلحات	ل
الملخص	م
الإطار العام للدراسة	
مقدمة الدراسة	1
مشكلة الدراسة	2
أهمية الدراسة	2
أهداف الدراسة	2
فرضيات الدراسة	3
الدراسات السابقة	3
أهم ما يميز الدراسة	8
منهج الدراسة	9
مصادر بيانات الدراسة	9
حدود الدراسة	9
مجتمع وعينة الدراسة	10
تقسيم الدراسة	10
الفصل الأول: دراسة وتحليل البيئة الداخلية والخارجية للمنشأة وإعداد القوائم المالية التقديرية	11
المبحث الأول: دراسة وتحليل البيئة الخارجية للمنشأة	12
أولاً: دراسة المتغيرات الاقتصادية الكلية وأثرها على أداء وقيمة المنشأة	12

ثانياً: دراسة وتحليل الصناعة التي تنتمي لها المنشأة، وأثرها على أداء وقيمة المنشأة	15
➢ دراسة وتحليل دورة حياة الصناعة	16
➢ تحليل خواص الصناعة والبيئة التنافسية	18
المبحث الثاني: دراسة وتحليل البيئة الداخلية المنشأة	24
أولاً: التحليل المالي	24
ثانياً: دراسة وتحليل النشاط التشغيلي للمنشأة	28
ثالثاً: دراسة الهيكل التمويلي للمنشأة	38
المبحث الثالث: إعداد القوائم المالية التقديرية	42
أولاً: التدفقات النقدية ودورة حياة المنشأة	42
ثانياً: مفهوم القوائم المالية التقديرية	45
ثالثاً: خطوات عملية إعداد القوائم المالية التقديرية	45
الفصل الثاني: القيمة العادلة للمنشأة ومحدداتها	52
المبحث الأول: مفهوم القيمة العادلة للمنشأة ونماذج تقديرها	53
أولاً: مفهوم القيمة العادلة	55
ثانياً: نماذج تقدير القيمة العادلة	56
المبحث الثاني: نماذج تحديد المخاطرة والعائد	74
أولاً: مفهوم العائد والمخاطرة	74
ثانياً: نماذج تسعير الأصول المالية	79
الفصل الثالث: دراسة حالة مؤسسة الإمارات للاتصالات في دولة الإمارات العربية المتحدة	87
المبحث الأول: دراسة مؤشرات الاقتصاد الكلي والسياسات الاقتصادية	88
المبحث الثاني: دراسة قطاع الاتصالات في دولة الإمارات العربية المتحدة	99
أولاً: لمحة عن مؤسسة الإمارات للاتصالات وشركة الإمارات للاتصالات المتكاملة المنافسة	99
ثانياً: المقارنة بين المؤسسة والشركة المنافسة من حيث الحصة السوقية	100
ثالثاً: المقارنة التحليلية بين مؤسسة الإمارات للاتصالات وشركة الإمارات للاتصالات المتكاملة	102

- مؤسسة الإمارات للاتصالات	102
- شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة (دو)	123
المبحث الثالث: التنبؤ بأهم عناصر ومؤشرات القوائم المالية السنوية للمؤسسة، وتطبيق نماذج تقدير القيمة العادلة سنوياً	135
أولاً: التنبؤ بعناصر القوائم المالية والنسب المالية السنوية	136
ثانياً: تقدير القيمة العادلة لسهم المؤسسة	150
المبحث الرابع: القيم العادلة المقدَّرة للسهم والسعر السوقي للسهم لكل فترة ربعية	156
➢ الجزء الأول: حساب القيمة العادلة لصافي الأصول التشغيلية للسهم قبل تعديلها بالمخاطر التشغيلية الخاصة بالمؤسسة	158
➢ الجزء الثاني: حساب القيمة العادلة لصافي الأصول التشغيلية للسهم والمعدَّلة بالمخاطر	166
➢ الجزء الثالث: المقارنة بين القيمة العادلة المقدَّرة للسهم، والسعر السوقي والقيمة الدفترية للسهم	175
➢ الجزء الرابع: تفسير أهم العوامل المؤثِّرة في التسعير السوقي لسهم المؤسسة، والمؤدية إلى اختلاف القيمة العادلة المقدَّرة للسهم عن سعره السوقي	179
النتائج	196
التوصيات	201
المراجع	203
الملاحق	i

فهرس الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1	مراحل دورة حياة المنشأة والإشارات المتوقعة للتدفق النقدي من كل نشاط في كل مرحلة	43
2	إحصائيات مؤشرات الأسواق المالية	93
3	التغيرات في قيم مؤشرات الأسواق المالية	94
4	درجة الارتباط بين قيم مؤشرات الأسواق المالية	95
5	التركيبة الهيكلية لقطاعات النشاط الاقتصادي في سوق دبي	96
6	التركيبة الهيكلية لقطاعات النشاط الاقتصادي في سوق أبو ظبي	96
7	نسبة مساهمة قطاع الاتصالات في الناتج المحلي لدولة الإمارات العربية المتحدة	100
8	نسب انتشار خدمات الاتصالات في دولة الإمارات العربية المتحدة	101
9	توزُّع الحصص السوقية بين المؤسسة والشركة المنافسة بالنسبة لخدمات الهاتف المتحرك	102
10	أهم عناصر ومؤشرات قائمة المركز المالي لمؤسسة الاتصالات	103
11	أهم عناصر قائمة حقوق الملكية لمؤسسة الاتصالات	108
12	أهم عناصر قائمة الدخل لمؤسسة الاتصالات	110
13	عناصر النسب المالية المكونة لنموذج دي بونت لمؤسسة الاتصالات	112
14	نسب الملاءة المالية لمؤسسة الاتصالات	116
15	التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية للمؤسسة	120
16	إشارة التدفق النقدي من أنشطة المؤسسة والمرحلة المتوقعة من دورة حياتها	121
17	أهم عناصر ومؤشرات قائمة المركز المالي لشركة الاتصالات	124
18	أهم عناصر قائمة حقوق الملكية لشركة الاتصالات	126
19	أهم عناصر قائمة الدخل لشركة الاتصالات	127
20	عناصر النسب المالية المكونة لنموذج دي بونت لشركة الاتصالات	128
21	نسب الملاءة المالية لمؤسسة الاتصالات	131
22	التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية للشركة	132

23	إشارة التدفق النقدي من أنشطة الشركة والمرحلة المتوقعة من دورة حياتها	132
24	أهم عناصر القوائم المالية والنسب المالية السنوية للمؤسسة	136
25	قيم معاملات ارتباط المتغير التابع (مبيعات المؤسسة) والمتغيرات المستقلة (المؤشرات الاقتصادية) ومعنوياتها	138
26	عناصر القوائم المالية والنسب المالية الفعلية والمتنبأ بها لعام 2008	141
27	قيم معاملات ارتباط المتغير التابع (مبيعات المؤسسة) والمتغيرات المستقلة (المؤشرات الاقتصادية) ومعنوياتها	143
28	عناصر القوائم المالية والنسب المالية الفعلية والمتنبأ بها لعام 2009	145
29	قيم معاملات ارتباط المتغير التابع (مبيعات المؤسسة) والمتغيرات المستقلة (المؤشرات الاقتصادية) ومعنوياتها	147
30	عناصر القوائم المالية والنسب المالية الفعلية والمتنبأ بها لعام 2010	149
31	مدخلات نموذج الدخل التشغيلي المتبقي	151
32	القيم العادلة المقدرة والسعر السوقي للسهم بناءً على الافتراض الأول بالاعتماد على نموذج الدخل التشغيلي المتبقي	153
33	القيم العادلة المقدرة والسعر السوقي للسهم بناءً على الافتراض الثاني بالاعتماد على نموذج الدخل التشغيلي المتبقي	153
34	القيم العادلة المقدرة والسعر السوقي للسهم بناءً على الافتراض الثالث بالاعتماد على نموذج الدخل التشغيلي المتبقي	154
35	وصف نموذج الانحدار الذاتي للدخل التشغيلي المتبقي	160
36	أهم إحصائيات نموذج الانحدار الذاتي للدخل التشغيلي المتبقي	160
37	بارامترات نموذج الانحدار الذاتي للدخل التشغيلي المتبقي	161
38	إحصائيات نموذج الانحدار الذاتي للدخل التشغيلي المتبقي لجميع الفترات الربعية	163
39	القيم العادلة المقدَّرة لصافي الأصول التشغيلية للسهم عند تغير قيم معاملات نموذج الانحدار الذاتي وقبل تعديلها بالمخاطر	164
40	القيم المقدرة لـ Kt	172
41	الانحراف المشترك للدخل التشغيلي المتبقي مع عوامل المخاطرة، وقيم معاملات الارتباط والوزن النسبي لكل عامل مخاطرة	173
42	الانحراف المشترك للدخل التشغيلي المتبقي مع عوامل المخاطرة والمرجح	174

	بالوزن النسبي لكل عامل مخاطرة	
43	الجزء المعدِّل للمخاطر النشاط التشغيلي في كل فترة ربعية	174
44	القيم العادلة المقدَّرة للسهم لكل فترة ربعية	175
45	القيم العادلة (المقدَّرة) والدفترية والسوقية للسهم	176
46	القيم العادلة لسهم المؤسسة وفقاً لتقديرات بعض الشركات المالية	179
47	التكلفة التشغيلية لسهم المؤسسة المسعَّرة في السوق لكل فترة ربعية	183
48	قيم معامل بيتا لعلاقة عائد السهم السوقي مع عائد محفظة السوق لكل فترة ربعية	186
49	التكلفة التشغيلية المسعَّرة في السوق، ووسطي قيم عوامل المخاطرة التشغيلية ومعامل بيتا لكل فترة ربعية	187
50	نماذج الانحدار الخطي البسيط لعلاقة التكلفة التشغيلية المسعَّرة في السوق مع وسطي عوامل المخاطرة التشغيلية ومعامل بيتا	189
51	نموذج الانحدار الخطي المتعدِّد لعلاقة التكلفة التشغيلية المسعَّرة في السوق مع وسطي عوامل المخاطرة التشغيلية ومعامل بيتا	190
52	التكلفة التشغيلية المسعَّرة في السوق، والقيم الفعلية لعوامل المخاطرة التشغيلية ومعامل بيتا لكل فترة ربعية	192
53	نماذج الانحدار الخطي البسيط لعلاقة التكلفة التشغيلية المسعَّرة في السوق مع قيم عوامل المخاطرة التشغيلية الفعلية ومعامل بيتا	194
54	نموذج الانحدار الخطي المتعدِّد لعلاقة التكلفة التشغيلية المسعَّرة في السوق مع قيم عوامل المخاطرة التشغيلية الفعلية ومعامل بيتا	194

فهرس الأشكال البيانية

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
1	نموذج دي بونت لتحليل الربحية التشغيلية والنسب المكونة لها	31
2	نسبة مؤشر كل قطاع من إجمالي المؤشرات لعام 2007 سوق أبو ظبي	97
3	نسبة مؤشر كل قطاع من إجمالي المؤشرات لعام 2007 سوق دبي	97
4	معدلات نمو العناصر الأساسية لنموذج دي بونت– مؤسسة الإمارات للاتصالات	113
5	معدل دوران صافي الأصول التشغيلية والنسب المكونة له– مؤسسة الإمارات للاتصالات	113
6	معدلات نمو العناصر الأساسية لنموذج دي بونت– شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة	129
7	معدل دوران صافي الأصول التشغيلية والنسب المكونة له– شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة	129
8	ملائمة نموذج الانحدار الذاتي لبيانات الدخل التشغيلي المتبقي	162
9	القيم العادلة (المقدَّرة) والدفترية والسوقية لسهم المؤسسة	176
10	القيم الدفترية والسوقية لسهم المؤسسة	177

قائمة المصطلحات

- صافي الأصول التشغيلية: Net Operating Assets (NOA)
- هامش صافي الربح التشغيلي: Net Operating Profit Margin (NOPM)
- معدل دوران صافي الأصول التشغيلية: Net Operating Assets Turnover (NOAT)
- العائد على صافي الأصول التشغيلية: Return on Net Operating Asset (RNOA)
- التدفق النقدي الحر: Free Cash Flow (FCF)
- صافي النفقات التمويلية: Net Financial Expense (NFE)
- صافي الدخل التشغيلي: Net Operating Income (OI أو $o\chi_t$)
- صافي الدخل التشغيلي المتبقي: Residual Net Operating Income ($o\chi^{\alpha}$)
- رافعة الالتزامات التشغيلية: Operating Liabilities Leverage (OLLEV)
- الرافعة التشغيلية: Operating Leverage (OL)

الملخص

هدفت الدراسة إلى تحديد دور التحليل الأساسي في الوصول إلى تقدير القيمة العادلة للمنشاة، بالتطبيق على مؤسسة الإمارات للاتصالات في دولة الإمارات العربية المتَّحدة، حيث تمَّت الإحاطة بأهم الجوانب المتعلقة ببيئتها الداخلية والخارجية، وأثرها على نتائج أداء المؤسسة. وتوصَّلت الدراسة إلى وجود تأثير واضح للمتغيرات الدولية وبشكل أكثر تحديداً الأزمة المالية العالمية على النشاط الاقتصادي للدولة ككل، وعلى قطاع الاتصالات، ومنه المؤسسة التي تأثَّرت أيضا بدخول شركة منافسة، مما انعكس على قوائمها المالية.

قامت الباحثة بإعادة ترتيب القوائم المالية بالشكل الذي يخدم أهداف التحليل، وإعداد التنبؤات بأهم بنود القوائم المالية السنوية والمؤشرات المشتقة منها، والتي شكَّلت المدخلات الأساسية لتقدير القيمة العادلة للمؤسسة ومنه القيمة العادلة لسهم المؤسسة باستخدام نموذج الدخل التشغيلي المتبقي.

ونظراً للصعوبات التي تتعلق بتطبيق نموذج الدخل التشغيلي المتبقي، تمَّ الانتقال إلى تطبيق نموذج Ohlson 1995، ولأنَّ الأخير يعتمد على علاقة الانحدار الذاتي للدخل التشغيلي المتبقي، والتي تتطلب سلسة زمنية طويلة، لذا تمَّ الاعتماد على دراسة التقارير الربعية للمؤسسة من 2003/6/30 الى 2011/6/30. ثمَّ قامت الباحثة بإجراء مقارنة بين القيم العادلة المقدَّرة لسهم المؤسسة وفقاً للنموذج وبين السعر السوقي للسهم، وتوصَّلت الدراسة إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بينهما، ولدى تطبيق النماذج الإحصائية تبيَّن أنَّ التسعير السوقي للسهم لا يأخذ في الاعتبار عوامل المخاطرة الأساسية التي تتعرَّض لها المنشاة، إنما يرتكز فقط على حالة السوق والتقلبات فيه، وهو ما قد يفسر الاختلاف بين التسعير السوقي والقيمة العادلة المقدَّرة.

1- المقدمة

تعتبر الأسواق المالية أحد أهم المصادر التي تساعد اقتصاد أي دولة على النمو، وذلك عن طريق مساهمتها في نمو رؤوس الأموال من خلال تعبئة المدخرات وإدارة المخاطر. وحتَّى تقوم الأسواق المالية بالدور المرجو منها، فلا بد من أن تتمتع بالكفاءة وإن في مستواها الضعيف. غير أنَّ توسُّع الأسواق المالية وتنوعها وزيادة تعقد الأدوات المالية التي تضمها أصبح أمراً مبالغاً فيه خاصةً مع غياب الشفافية والإفصاح، وضعف عملية الرقابة عليها، حيث تمَّ إنتاج أدوات مالية بغاية التعقيد والخطورة استلزمت من الوقت لفهمها ما يكفي لحدوث أزمات مالية قبل أن تتمكن السلطات الرقابية والإشرافية من معرفة طبيعة هذه الأدوات وفهم آلياتها وطرق التلاعب بها، وبالتالي التمكُّن – إن استطاعت– من ضبطها.

وانطلاقاً من أنَّ المنشآت بأنواعها المختلفة تشكل الركيزة الأساسية التي تقوم عليها الأسواق المالية، حيث تمثل أسهمها وسنداتها النسبة الأكبر من الأصول المتداولة في الأسواق، كان لابد من إيجاد آلية ملائمة للوصول إلى تقييم دقيق لهذه المنشآت عن طريق إتباع مدخل تحليلي يساعد في تحديد السعر الأنسب الذي تطرح به هذه الأصول على الاكتتاب العام، أو عند تداولها في السوق، بما يحقق العدالة لكل من طرفي التبادل ويساهم في إيجاد سوق مالية كفؤة تتحقق فيها الغايات المرجوة منها.

تُعد المنشأة كيان اقتصادي وجد لممارسة نشاط أساسي يخدم الاقتصاد ككل من خلال توفير مزيج السلع والخدمات وذلك بهدف تحقيق المنفعة والعائد لمؤسسيها والمساهمين فيها ومقرضيها وكل من له علاقة كالإدارة والعاملين في المنشأة، والمحللين والمدققين، أي جميع الأطراف ذات الصلة. وتأتي أهمية دراسة المنشأة والبيئة المحيطة بها من اختلاف المنفعة المتأتية من عملية التحليل بالنسبة للأطراف ذوي العلاقة معها، والتي بالرغم من تباينها فإنها تسعى إلى تحديد القيمة العادلة للمنشأة، والتي تعكس كل من أداء المنشأة التاريخي والحالي والتوقعات بشأن أدائها المستقبلي الذي هو هدف عملية التحليل. ولتقدير القيمة العادلة للمنشأة سيتم استخدام منهج التحليل الأساسي، والذي يعنى بدراسة البيئة الخارجية للمنشأة على مستوى الاقتصاد الكلي والظروف الدولية، وقطاع النشاط الاقتصادي الذي تنتمي له المنشأة، بالإضافة إلى تحليل البيئة الداخلية للمنشأة.

2- مشكلة الدراسة:

يتأثَّر أداء المنشآت بالتغيرات التي تحصل في بيئتها الداخلية والخارجية، ويساهم التحليل الأساسي في تفسير تلك العلاقة وعكسها من خلال بيانات كمية تستخدم ضمن نماذج تهدف إلى تقدير القيمة العادلة للمنشأة. ويمكن تلخيص مشكلة الدراسة من خلال الأسئلة التالية:

1. ما مدى تأثير التغيرات في البيئة الخارجية والداخلية لمؤسسة الإمارات للاتصالات على نتائج أعمالها؟
2. هل يوجد فروق بين القيم العادلة المقدَّرة لسهم المؤسسة والسعر السوقي للسهم؟
3. هل يأخذ التسعير السوقي لسهم المؤسسة في الاعتبار عوامل المخاطرة الأساسية التي تتعرض لها المؤسسة؟

3- أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في أنها تسعى إلى تقديم مدخل تحليلي متكامل من خلال تناول كافة الجوانب المتعلقة بالمنشأة والمؤثرة فيها، وفق تسلسل منطقي يساعد في تقدير القيمة العادلة للمنشأة والتي تهم متخذي القرارات من محللين ومراقبين ومساهمين، وبما يساعد على حماية حقوق كلٍّ من المساهمين القدامى والجدد.

4- أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى دراسة إمكانية استخدام منهج التحليل الأساسي في تحديد القيمة العادلة للمنشأة، وذلك عن طريق جمع المعلومات التي تساعد في التحليل الأولي واستخلاص النتائج في محاولة للتنبؤ بالمستقبل، والقيام بالتقديرات التي تساعد في إجراء عملية التقييم وجعلها أقرب إلى الدقة، وفي النهاية استخدام النماذج اللازمة لتحقيق هدف الدراسة الأساسي في الوصول إلى تقدير دقيق للقيمة العادلة للمنشأة محل الدراسة. وبالتالي يمكن تلخيص أهداف الدراسة كالتالي:

1. تحديد أهم العوامل والمعلومات التي تلعب دوراً أساسياً في عملية التحليل، ووضعها ضمن نموذج تحليلي متكامل بما يخدم عملية التقييم وتقدير القيمة العادلة.
2. المقارنة بين القيمة العادلة المقدَّرة لسهم المؤسسة وفقاً لمنهج الدراسة والسعر السوقي للسهم.
3. التعرُّف على أسباب اختلاف القيمة العادلة المقدَّرة للسهم عن سعره السوقي، إن وجد.

5- فرضيات الدراسة:

في ضوء أهمية الدراسة وتحقيقاً لأهدافها، تمَّ وضع الفرضيات التي تغطي جوانب مشكلة الدراسة، وهي:

1) الفرضية الأولى: لا يوجد أثر للمتغيرات الاقتصادية المحلية والعالمية على أداء قطاع الاتصالات في دولة الإمارات العربية المتحدة.
2) الفرضية الثانية: لا يوجد أثر للتغيرات في البيئة الخارجية لمؤسسة الإمارات للاتصالات على نتائج أدائها.
3) الفرضية الثالثة: لا يوجد تحسُّن بالفروق بين القيم العادلة المقدَّرة لسهم مؤسسة الإمارات للاتصالات بشكل سنوي والسعر السوقي باختلاف الافتراضات المتعلقة باستمرارية الدخل التشغيلي المتبقي المتوقَّع.
4) الفرضية الرابعة: لا يوجد فروق بين القيم العادلة المقدَّرة لسهم مؤسسة الإمارات للاتصالات بشكل ربعي والسعر السوقي للسهم.
5) الفرضية الخامسة: لا يأخُذ التسعير السوقي لسهم مؤسسة الإمارات للاتصالات في الاعتبار عوامل المخاطرة الأساسية للمؤسسة، وإنَّما يرتكز على حالة السوق المالي.

6- الدراسات السابقة:

نظراً لعدم وجود دراسات غطَّت الموضوع محل الدراسة بكل جوانبه على حد علم الباحثة، فقد تمَّ التطرُّق إلى الدراسات التي غطت بعض أجزاء الدراسة، ومن أهمها:

<u>الدراسات العربية:</u>

1- الريشاني، مفهوم قياس القيمة العادلة في بيئة الأعمال السورية –دراسة ميدانية–

تناول البحث دراسة المفاهيم التي يعتمد عليها عند قياس القيمة العادلة للأصول والالتزامات في بيئة الأعمال السورية، وتوصل البحث إلى أن بيئة الأعمال السورية لا توفر كامل الظروف الموضوعية لقياس القيمة العادلة، وإنما تتم عمليات القياس وفق معطيات شخصية تفتقد للمرجعية والمنطق، كما أن عملية القياس ليست ذات جودة مهنية عالية.

2- ربابعة، 2006، تطوير نموذج لتقدير المخاطر النظامية لترشيد قرارات الاستثمار في بورصة عمان:

هدفت الدراسة إلى اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) في بورصة عمان للفترة بين كانون الثاني 1992 وكانون الأول 2004 باستخدام عينة من 40 شركة مدرجة في البورصة، وقد وجدت الدراسة أن قيمة معامل بيتا قادرة على تفسير الاختلافات في عوائد الأسهم في بورصة عمان وأن هناك علاقة موجبة بين قيمة معامل بيتا كمقياس للمخاطر النظامية والعوائد.

الدراسات الأجنبية:

1- Khodadadi et al, 2010, Comparative Assessment of Feltham–Ohlson Sign-Oriented & Traditional Models:

اختبرت الدراسة نموذجي Ohlson و F&O في سوق طهران للأوراق المالية بطريقتين الأولى تقوم على التمييز والثانية دون تمييز بين إشارة الدخل المتبقي (موجب أو سالب)، وقد توصلت الدراسة إلى مقدرة النماذج الأربعة على التنبؤ بالدخل المتبقي مع أفضلية النماذج التي تقوم على التمييز في إشارة الدخل المتبقي في الفترة السابقة. بينما توصلت الدراسة إلى عدم قدرة النماذج على التنبؤ بالقيمة السوقية للمنشأة (مع أفضلية نموذج F&O دون التمييز في إشارة الدخل المتبقي)، وإن ذلك لا يعود إلى ضعف النماذج المدروسة، وإنما نتيجة نقص الخبرة العلمية والنظرية في تسعير الأصول في السوق.

2- Stierwald, 2009, Determinants of firm profitability- the effect of productivity and it's persistence:

قامت الدراسة على تحديد العوامل المؤثر في ربحية المنشأة باستخدام عينة من 961 من أكبر شركات في استراليا للفترة 1995- 2005. وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي للمتغيرات المتعلقة بخواص المنشأة مثل مستوى الربحية والإنتاجية في الفترات السابقة، وحجم المنشأة. بالإضافة إلى الآثار الناجمة عن بيئتها الخارجية المتمثلة بقطاع النشاط الاقتصادي للمنشأة.

3- Elleuch, 2009, Fundamental Analysis Strategy and the Prediction of Stock Returns:

اشتملت عينة الدراسة على 22 شركة غير مالية مدرجة في سوق تونس للأسهم من عام 1995 حتى عام 2001، وعملت الدراسة على اختبار فيما إذا كانت إستراتيجية الاستثمار التي تعتمد على التحليل الأساسي بالاستناد إلى البيانات المحاسبية التاريخية، تستطيع التنبؤ بعوائد الأسهم من خلال المقدرة

على التمييز بين الشركات الخاسرة والرابحة. وعلى الرغم ضعف نشاط السوق ككل على مدى الفترة المختارة للدراسة، إلا أن النتائج أظهرت قدرة المؤشرات المحاسبية الأساسية على الوصول إلى محفظة تولد عائد مستقبلي موجب (للأسهم) بمعدل (0.019) ومحفظة لها عائد سلبي (-0.229) من إجمالي العينة المدروسة التي بلغ العائد عليها (-0.116).

4- Diebold et al, 2008, Macroeconomic volatility and stock market volatility, worldwide:

تم إجراء تحليل مقطعي لأسواق الأسهم العالمية في أكثر من 40 بلد للفترة من 1983- 2002، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة قوية بين التقلبات التي تحدث على صعيد الاقتصاد الكلي والتقلبات التي تحدث في سوق الأسهم، وكانت التقلبات في كل من سوق الأسهم والاقتصاد أعلى في الدول النامية على العكس من الدول الصناعية التي شهدت تقلبات أقل حدة بالنسبة للاقتصاد وسوق الأسهم.

5- Giner, 2006, The risk relevance of accounting data: Evidence from Spanish Firms:

تضمنت عينة الدراسة على 122 منشأة مالية وغير مالية في اسبانيا خلال الفترة من عام 1987- 2001. بدايةً قامت الدراسة على حساب التكلفة الضمنية لحقوق الملكية المسعرة في السوق، ومن ثم إيجاد العلاقة بين هذه التكلفة وعدة متغيرات تم اقتراحها كمؤشرات على المخاطرة في الأبحاث المحاسبية والمالية. وقد توصلت الدراسة إلى أن المقاييس المحاسبية (الرافعة المالية، نسبة التوزيعات، ونسبة التداول) كان لها دور قوي بشكل منفرد وكذلك إضافة إلى عوامل المخاطرة المقيسة ضمن نموذج (Fama& French) في تفسير المخاطرة، غير أن المقدرة التفسيرية لتلك المؤشرات لا تتوقف بشكل كبير على نوع الصناعة المدروسة على الرغم من أن النتائج كانت أفضل للمنشآت غير المالية.

6- Dickinson, 2006, Future Profitability and the Role of Firm Life Cycle:

اشتملت عينة الدراسة على الشركات المدرجة في سوق ناسداك للأوراق المالية والبورصة الأمريكية وبورصة نيويورك للفترة الممتدة من عام 1989 حتى عام 2003. وهدفت الدراسة إلى بناء نماذج لدورة حياة المنشأة بالاستناد إلى البيانات المقدمة عن التدفقات النقدية من أنشطتها التشغيلية والاستثمارية والتمويلية. وقد توصلت الدراسة إلى أن تصنيف الربحية بناءً على دورة حياة الشركة حسن من المقدرة على

تفسير الربحية المستقبلية، حيث ازدادت دقة النماذج المستخدمة في التنبؤ بالربحية بنسبة 50% عند تضمين المعلومات عن دورة حياة الشركة، حتى بعد التحكم بمستويات الربحية الحالية والتغيرات فيها، بالإضافة إلى معدلات النمو في الأصول.

7- Nekrasov and Shroff, 2006, Fundamentals-Based Risk Measurement in Valuation:

تمثلت عينة الدراسة بالشركات التي تتوفر بياناتها عن المتغيرات المدروسة في قواعد البيانات التالية، Compustat, CRSP, and I/B/E/S للفترة الممتدة من عام 1982 حتى 2005.

اعتمدت الدراسة في تقدير قيمة السهم على نموذج الدخل المتبقي، وعوضاً عن استخدام النموذج التقليدي الذي يقوم على خصم الدخل المتبقي المتوقع مستقبلاً بمعدل العائد المطلوب المُقدَّر بناءً على النماذج التقليدية مثل نموذج CAPM أو نموذج Fama & French التي تعتمد على عوامل المخاطرة المحسوبة من العوائد السوقية، فقد تم تقدير قيمة السهم بناءً على جزأين، الأول باستخدام نموذج خصم الدخل المتبقي المتوقع بمعدل العائد الخالي من المخاطر (العائد على سندات الخزينة الأمريكية لعشر سنوات). بينما يتضمن الجزء الثاني تعديل القيمة المُقدَّرة في الجزء الأول بالمخاطر التي يتعرض لها السهم، وذلك بحساب الانحراف المشترك للدخل المتبقي الخالي من المخاطر مع عوامل المخاطر المتضمنة في نموذج CAPM أو نموذج F&F المحسوبة من العوائد المحاسبية. بالنسبة لعلاوة مخاطر محفظة السوق (نموذج CAPM أو نموذج F&F) تم حسابها من العوائد المحاسبية للشركات المكونة لمحفظة السوق، أما عامل المخاطرة الثاني في نموذج F&F فقد تم حسابه بالفرق بين العائد المحاسبي على محفظة مكونة أسهم الشركات صغيرة الحجم ومحفظة مكونة أسهم الشركات كبيرة الحجم، وفيما يتعلق بعامل المخاطر الأخير في نموذج F&F فقد تم حسابه بالفرق بين العائد المحاسبي على محفظة مكونة أسهم الشركات ذات النسبة المرتفعة للقيمة الدفترية إلى القيمة السوقية والمحفظة المكونة من أسهم الشركات منخفضة النسبة. وفي النهاية توصلت الدراسة إلى أن أخطاء التقييم (نسبة الفرق بين القيمة المقدرة وسعر السهم إلى سعر السهم) أقل عند إتباع نموذج الدخل المتبقي الذي تم تطويره في هذه الدراسة من النموذج التقليدي.

8- Soliman, 2004, using Industry-Adjusted Du Pont analysis to predict future profitability:

اشتملت الدراسة على عينة من الشركات المدرجة بياناتها في قواعد بيانات CRSP and Compustat database لمدة 32 سنة، وتوصَّلت الدراسة إلى أنَّ تحليل نسبة العائد على صافي الأصول التشغيلية بالاستناد إلى مكوناتها –هامش الربح التشغيلي ومعدل دوران صافي الأصول التشغيلية– يُحسِّن من المقدرة على التنبؤ بتلك النسبة مستقبلاً والتغيرات فيها.

9- Baginski, 2003, Residual income Risk, intrinsic values, and share prices:

غطت الدراسة مدة زمنية تراوحت من عام 1990 بإجمالي عدد شركات 665 شركة، حتى عام 1998 حيث وصل عدد الشركات المدروسة إلى 1073 شركة. وقامت الدراسة بتطوير مقياس يعتمد على المعلومات المحاسبية لتفسير تسعير السوق للمخاطرة، وتوصلت إلى أن كل من المخاطرة النظامية (قيمة معامل بيتا لعلاقة الدخل المتبقي الخالي من المخاطر للمنشأة مع الدخل المتبقي الخالي من المخاطر للعينة) وكذلك التقلبات في الدخل المتبقي، استطاعت تفسير الفرق بين السعر السوقي للسهم وقيمته المُقدَّرة بناءً على نموذج الدخل المتبقي بشكل أكثر كفاءة من عوامل المخاطر التي يحتويها نموذج Fama& French والمستندة إلى البيانات السوقية، مما يؤكد على أهمية الدور الذي تؤديه البيانات المحاسبية في تفسير تسعير السوق للمخاطر.

10- Easton and Pae, 2003, Accounting Conservatism and the Relation Between Returns and Accounting Data:

بناءً على ما توصل له (Feltham & Ohlson) أن هناك تحفظ في القياس المحاسبي، فقد تم في هذه الدراسة استخدام نوعين من التحفظ المحاسبي، الأول يرتبط باستثمار المنشأة في مشاريع ذات قيمة حالية صافية موجبة دون إدراك القياس المحاسبي للعائد المتوقع منها (قيمة اقتصادية مضافة)، أما الثاني ينجم عن التقيد بالمبادئ المحاسبية عند تسجيل البيانات (قيمة محاسبية مضافة). اشتملت عينة الدراسة على الشركات التي تتوفر بياناتها عن المتغيرات المستخدمة في الدراسة ضمن قاعدة بيانات Compustat من عام 1988 حتى عام 2001، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تحفظ في البيانات المحاسبية للشركات محل الدراسة، وخاصةً الشركات العاملة في صناعة الأدوية. كما أن القياس المحاسبي يكون أكثر تحفظاً

بالنسبة للمنشآت التي تحقق خسائر مقارنةً بالمنشآت التي حققت أرباح، حيث أنه وفقاً لهذه الدراسة فإن تلك المنشآت حصلت على نسبة أعلى للسعر السوقي إلى القيمة الدفترية للسهم مما يدل على أنها في مراحلها البدائية و/ أو لديها فرص محتملة للنمو. وعند تصنيف المنشآت وفقاً للعوائد السوقية الموجبة والعوائد السالبة، فقد لوحظ وجود علاقة سلبية بين التغير في صافي الأصول التشغيلية وعوائد المنشآت ذات العوائد السوقية السالبة، وتفسير ذلك أن هذه المنشآت تقوم باستهلاك أصولها بمعدل أقل من استهلاكها الاقتصادي، بينما لوحظ وجود علاقة موجبة بين تغير الاستثمارات النقدية في المشاريع وعوائد المنشآت ذات العوائد السوقية السالبة والموجبة، غير أن قيمة المعامل كانت أكبر بالنسبة للمنشآت ذات العوائد السوقية الموجبة لأن مثل تلك المنشآت غالباً ما تسعى إلى الدخول في المشاريع التي تحقق لها عوائد مرتفعة.

11- Abarbanell, 1997, Abnormal returns to a fundamental analysis strategy:

تمَّ في هذا البحث الاعتماد على مفهوم التحليل الأساسي باستخدام مجموعة من المؤشرات المحاسبية والنوعية (التغير في حجم المخزون، حساب المدينين، هامش الربح، نفقات البيع، المصروفات الرأسمالية، معدل الضريبة، الطرق المحاسبية المستخدمة في تسجيل المخزون، تحفظات المدققين على البيانات المالية، إنتاجية قوة العمل) لمعرفة إمكانية تحقيق عوائد غير اعتيادية عند تكوين محافظ استثمارية وفقاً لاستراتيجيات تم بنائها على تلك المؤشرات. وقد تمثلت عينة الدراسة بالشركات التي يتوفر بيانات عنها ضمن قاعدة بيانات (Compustat) للفترة الممتدة من عام 1974 حتى عام 1988، وتوصل البحث إلى إمكانية تحقيق عوائد غير اعتيادية لمتوسط اثني عشر شهراً بعد تكوين المحافظ بنسبة 13.2%، أي أن المؤشرات تقدم معلومات هامة عن العوائد المستقبلية التي تتزامن مع الإعلان عن الأرباح مستقبلاً، مما يؤكد على أهمية التحليل الأساسي في التنبؤ بتلك بالأرباح.

7- أهم ما يميز الدراسة:

تتميز هذه الدراسة بأنها تغطي كافة الجوانب المتعلقة بعملية التحليل الأساسي انطلاقاً من تحليل البيئة الخارجية والداخلية للمنشأة المدروسة (مؤسسة الإمارات للاتصالات)، وصولاً لاستخدام النماذج الملائمة في تقدير القيمة العادلة للمنشأة، وذلك بما يتناسب مع طبيعة نشاطها والعوامل المؤثرة فيه.

8- منهج الدراسة:

تمَّ الاعتماد على منهج التحليل الوصفي من خلال الرجوع إلى أدبيات الدراسة المختلفة المتضمنة في الكتب والأبحاث والدوريات وغيرها ذات الصلة بموضوع البحث، ودراسة الوقائع والظواهر ووصفها وصفاً دقيقاً وتحديد خصائصها كيفياً وكمياً للتعرف على حالتها السابقة وكيف وصلت إلى صورتها الحالية ومحاولة التنبؤ بما ستكون عليه في المستقبل. وقامت الباحثة بالاعتماد على برنامج الـ (Excel) والبرنامج الإحصائي Statistical Package for Social Sciences (SPSS- V17, 18) لما توفره تلك البرامج من تقنيات تخدم غرض البحث.

9- مصادر بيانات الدراسة:

قامت الباحثة بالاعتماد على عدِّة مصادر لجمع البيانات اللازمة تحقيقاً لأهداف الدراسة، ومن أهمها ما يلي:

- التقارير الصادرة عن صندوق النقد الدولي والمتعلقة بدولة الإمارات العربية المتَّحدة.
- التقارير السنوية والربعية والنشرات الإحصائية الصادرة عن مصرف الإمارات المركزي.
- التقارير والنشرات الصادرة عن هيئة تنظيم قطاع الاتصالات في دولة الإمارات العربية المتَّحدة.
- التقارير المالية الربعية والسنوية ونصف السنوية لمؤسسة الإمارات للاتصالات.
- التقارير المالية السنوية لشركة الإمارات للاتصالات المتكاملة.
- التقارير السنوية الصادرة عن سوق دبي المالي.
- البيانات المنشورة على الموقع الالكتروني لسوق دبي المالي.
- البيانات المنشورة على الموقع الالكتروني لسوق أبو ظبي المالي.

حدود الدراسة:

غطت الدراسة الفترة الزمنية من عام 2002 حتى عام 2011، حيث تمَّ الاعتماد على البيانات المالية السنوية لمؤسسة الإمارات للاتصالات والبيانات السنوية المتعلقة بالبيئة الخارجية للمؤسسة من عام 2002 حتى عام 2010. كما تمَّ الاعتماد على البيانات المالية الربعية لمؤسسة الإمارات للاتصالات والبيانات المتعلقة بالبيئة الخارجية للمؤسسة من الربع الثاني لعام 2003 حتى الربع الثاني لعام 2011.

10- مجتمع وعينة الدراسة:

تمثل مجتمع الدراسة في الشركات العاملة في دولة الإمارات العربية المتحدة، أما عينة الدراسة فتمثلت بالشركات العاملة في قطاع الاتصالات بالدولة خلال فترة الدراسة وهي مؤسسة الإمارات للاتصالات وشركة الإمارات للاتصالات المتكاملة (دو).

11- تقسيم الدراسة:

الفصل الأول: في هذا الفصل سيتم الحديث عن البيئة الخارجية التي تترك أثرها على أداء وتقييم المنشأة. وتنقسم البيئة الخارجية إلى المتغيرات الاقتصادية المحلية والدولية، والمتغيرات الخاصة بقطاع النشاط الاقتصادي الذي تعمل ضمنه المنشأة. كما يتناول الفصل تحليل البيئة الداخلية للمنشأة وعلاقتها بالتغيرات الحاصلة في البيئة الخارجية، الأمر الذي ينعكس على نتائج أداء المنشأة ومؤشراتها خلال فترة زمنية. ثم يتم الانتقال إلى التركيز على أهم عناصر القوائم المالية بهدف إعداد التنبؤات المتعلقة بها والتي تشكل المدخلات الأساسية لنماذج التقييم.

الفصل الثاني: يتطرق الفصل إلى مفهوم القيمة العادلة واستعراض أهم النماذج التي استخدمت في تقديرها. كما ويتضمن الفصل بشكل أساسي المحددات التي ترتكز عليها نماذج تقدير القيمة العادلة، ومن أهمها مقدار العائد المطلوب على الاستثمار في المنشأة والذي يتوقف على المخاطر التي قد تتعرض لها عند ممارستها لأنشطتها.

الفصل الثالث: يتضمن الفصل إجراء الدراسة العملية بدءً من تحليل البيئة الخارجية والداخلية للمنشأة محل الدراسة (مؤسسة الإمارات للاتصالات)، وانتهاءً باستخدام النماذج المتاحة للوصول إلى تقدير القيمة العادلة للمنشأة، وتفسير العوامل المؤثرة في اختلافها عن القيمة المقدرة من قبل الأطراف المتعاملة في السوق المالي.

الفصل الأول

دراسة وتحليل البيئة الداخلية والخارجية للمنشأة وإعداد القوائم المالية التقديرية

يتضمن التحليل الأساسي دراسة الأنشطة الحالية للمنشأة والفرص المحتملة والتوقعات المستقبلية لأغراض تحديد القيمة العادلة للمنشأة. وتتطلب هذه المهمة تقييم مجموعة من العوامل (مثل الطلب على المنتجات، استراتيجية المنشأة، التوقعات بشأن الصناعة)، بالإضافة إلى المعلومات التي توفرها البيانات المحاسبية[1]، والتي تفيد في التنبؤ وتقدير البيانات المحاسبية المستقبلية التي تقدم معلومات عن أداء الربحية المستقبلية للمنشأة[2].

تعمل المنشأة في بيئة اقتصادية تختلف من دولة لأخرى، ولكن مع ازدياد الانفتاح العالمي فإنَّ آثار الأحداث التي تحصل في دولة معينة تنتقل إلى دول العالم سواء تمَّ ذلك بصورة مباشرة أو غير مباشرة. وتصيب التغيرات في البيئة الاقتصادية قطاعات الاقتصاد ككل سواء تمت تلك التغيرات بفعل عوامل خارجية أو بسبب ظروف تتعلق بالدولة المعنية، الأمر الذي ينجم عنه تأثر الشركات في القطاعات الاقتصادية ولكن بدرجات متفاوتة، فضلاً عن تأثر هذه الشركات بالاضطرابات التي تصيب القطاعات التي تعمل ضمنها، أو التغيرات التي تحصل في بيئتها الداخلية.

يقسَّم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، حيث يتضمَّن المبحث الأول دراسة البيئة الخارجية للمنشأة، بينما يتضمَّن المبحث الثاني دراسة تحليلية للقوائم المالية ومؤشراتها بشكل يغطي جوانب النشاط التشغيلي الذي يعتبر مصدر القيمة المضافة للمنشأة، كما سيتم في هذا المبحث دراسة الهيكل التمويلي للمنشأة. بينما يتضمَّن المبحث الثالث والأخير في هذا الفصل تصنيف دورة حياة المنشأة المعتمد في هذه الدراسة، والتي تتميز كل مرحلة فيها بخواص محددة مثل معدل نمو المبيعات وحجم الأرباح وغيرها، مما يساعد على إعداد الخطوات اللازمة للتنبؤ ببعض بنود القوائم المالية التقديرية ذات الأهمية والمتوقع أن تمثل نتيجة أداء المنشأة مستقبلاً، والتي تشكل أيضاً المدخلات الأساسية لبعض نماذج تقييم المنشأة.

[1] Bernard, 1995, The feltham-ohlson framework: Implications for Empiricists, p 734.

[2] Elleuch, 2009, Fundamental Analysis Strategy and the Prediction of Stock Returns, p 2.

المبحث الأول

دراسة وتحليل البيئة الخارجية للمنشأة

عند قيام الحكومة بدورها في إدارة اقتصاد الدولة، فإنها تسعى إلى تحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية العامة التي تعود بالنفع على المجتمع ككل، مستخدمةً لذلك مزيج من الأدوات للتأثير على المتغيرات الاقتصادية الكلية لتحقيق تلك الأهداف. غير أن هناك بعض التغيرات التي تحصل على صعيد الاقتصاد ككل، والتي قد تكون خارجة عن سيطرة الحكومة، مثل تأثرها بعوامل خارجية على الرغم من أن هناك أدوات بيد السلطات لمواجهة الآثار الناجمة عن تلك العوامل إلى حد ما، أو انحراف الأهداف النهائية عن مسارها المستهدف بسبب صعوبة التنبؤ به.

تؤثِّر التغيرات الحالية والمتوقعة في البيئة الخارجية على المنشآت من خلال عاملين أساسيين يتفرع عنهما مجموعة من العوامل، والتي تؤثر بمجملها على تحديد القيمة العادلة للمنشأة:

1- العامل الأول: أثر التغيرات على نشاط المنشأة ونتائج أعمالها والذي يتضح من خلال التغيرات في حجم وأسعار وتكاليف المبيعات الحالية والمتوقعة، مما يؤثر على كفاءة المنشأة في استخدام وإدارة أصولها وخصومها، الأمر الذي ينعكس في النهاية على أدائها ونتائج أعمالها، مما ينجم عنه انخفاض أو ارتفاع في قيمتها الحقيقية. فالدورات الاقتصادية لا تؤثر على مستويات المبيعات فقط، بل إنها تؤثر على العلاقة بين المبيعات وعناصر القوائم المالية الأخرى[1].

2- العامل الثاني: ينجم عن التغيرات في مستوى المخاطرة على صعيد الاقتصاد ككل أو على مستوى القطاعات التي تعمل ضمنها المنشآت، مما يؤدي إلى تغيُّر معدلات العوائد المطلوبة على الاستثمارات والتي تعتبر المُحدِّد الأساسي للقيم العادلة للمنشآت.

أولاً: دراسة المتغيرات الاقتصادية الكلية وأثرها على أداء وقيمة المنشأة:

هناك العديد من الدراسات التي بيَّنت أهمية متابعة المتغيرات الاقتصادية الكلية نظراً لتأثيرها الكبير والواضح على أداء المنشآت. ففي دراسة McNamara et al التي هدفت إلى بيان أثر بعض المتغيرات الاقتصادية على المقدرة التشغيلية للمنشأة معبراً عنها بالعائد على الأصول والذي

[1] Clarke et al, 2001, FORECASTING FINANCIAL STATEMENTS: PROFORMA ANALYSIS, p 4.

يتوقف على حجم الطلب على منتجات وخدمات الشركة. فقد تبيَّن أنَّ حجم الطلب يتوقف بدوره على إدارة الحكومة لاقتصاد الدولة، إضافة إلى مقدرة إدارة الشركة على التحكم بعوامل إنتاجها[1]. وفي دراسة Diebold et al تمَّ إيجاد علاقة طردية قوية بين التقلبات التي تحدث على صعيد الاقتصاد الكلي (مقيسة من خلال مؤشر الناتج المحلي الإجمالي، ومؤشر إجمالي الإنفاق) والتقلبات في عوائد الأسهم. كما لوحظ أنَّ التقلبات في كل من سوق الأسهم ومؤشرات الاقتصاد كانت أشد قوة في الدول النامية مقارنة بالدول الصناعية المتطورة[2].

سنقوم بإلقاء الضوء على أهم المتغيرات الاقتصادية أدواتً كانت أم أهداف، والتي تستخدم بشكل كبير في معظم الدراسات والأبحاث لمعرفة أثرها على أداء المنشآت.

- الناتج المحلي الإجمالي (Gross Domestic Products (GDP:

هو عبارة عن مقياس لإجمالي مخرجات أو أنشطة الاقتصاد ككل، والذي من المتوقع أن ترتبط مبيعات المنشأة بعلاقة موجبة معه[3]، وهو ما توصلت إليه دراسة McNamara et al بأنَّ الزيادة في النشاط الاقتصادي مقيسة بإجمالي الناتج المحلي قد تنعكس بزيادة قيمة مبيعات المنشأة، وبالتالي زيادة عوائدها. كما توصلت دراسة الشوابكة إلى وجود علاقة عكسية معنوية بين التغير في الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة الربح إلى السعر للشركات في قطاعي الصناعة والخدمات. وقد فسرت الدراسة مثل تلك العلاقة بأنَّ الأثر الإيجابي لنمو الناتج المحلي الإجمالي يؤدي إلى زيادة طلب الشركات على الاستثمار، مما يزيد تفاؤل المستثمرين بزيادة أرباح الشركة مستقبلاً، فيزداد الطلب على الاستثمار في أسهم الشركات وترتفع أسعارها[4].

---

[1] McNamara et al, 1995, Firm performance and macro-economic variables, Bond University, School of Business, Discussion Paper NO 59.

[2]Diebold et al, 2008, MACROECONOMIC VOLATILITY AND STOCK MARKET VOLATILITY, WORLDWIDE, p p 6, 7.

[3] Brown, Keith C.; Reilly, Frank K., 2009, Analysis of investments and management of portfolio, South-Western, CENGAGE Learning, Ninth edition, p 380.

[4] الشوابكة، أحمد حمدان محمد، 2010، العلاقة بين نسبة الربح إلى السعر (E/p) ومتغيرات الاقتصاد الكلي: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية، رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، ص 101.

- معدلات التضخم:

يعرَّف التضخم على أنَّه ارتفاع في المستوى العام للأسعار[1]، ويكون أثر التضخم إيجابياً على هامش ربح الشركات إذا ما استطاعت المنشأة أن تُحمِّل المستهلكين الزيادة في التكاليف التي نتجت عن ارتفاع معدلات التضخم عن طريق زيادة أسعار منتجاتها لمستوى يفوق الزيادة في تكاليفها. أما إذا كانت زيادة السعر لا تغطي سوى الزيادة في التكاليف، فسيكون هناك ثبات في هامش الربح. وفي حال لم تستطع المنشأة زيادة أسعار منتجاتها حتى لتغطية الزيادة في تكاليفها الناتجة عن ارتفاع معدلات التضخم، ففي هذه الحالة يكون أثر زيادة معدلات التضخم على هامش الربح سلبياً[2].

في الواقع إنَّ الأثر المتوقع أن يحدثه التضخم على المنشآت غير محدد وهو أثر تجريبي إلى حد ما. فالعلاقة الإيجابية بين معدل التضخم والعوائد على الأصول تتوافق مع نظريات كل من Tobin's و Fisher التي تقترح أن العوائد الاسمية على الأصول يجب أن تتحرك بنفس اتجاه معدل التضخم، وذلك على النقيض من نظرية توقعات التضخم المقدمة من قبل Fama and Schwert[3].

- عرض النقود:

يعرَّف العرض النقدي بأنَّهُ كل ما هو مقبول لسداد قيم البضائع والخدمات، أو حتى في سداد قيم الدين[4]. يعتبر عرض النقود من أهم المتغيرات التي لها صلة وثيقة بالمستويات المستقبلية للنشاط الاقتصادي[5]. فوفقاً للنموذج الهيكلي الكينزي، ستؤثر التغيرات في العرض النقدي على معدلات الفائدة والتي ستؤثر بدورها على الإنفاق الاستثماري في الاقتصاد، مما ينجم عنه تغيرات في مستويات الناتج أو الإنفاق الكلي[6]. وكما ذُكِرَ سابقاً فإنَّ التغيرات في مخرجات الاقتصاد ككل لا بُدَّ أن تترك آثارها – المباشرة أو غير المباشرة– على أداء المنشآت.

---

[1] R. McConnell et al, 2005, Economics: Principles, Problems, and Policies, p 141

[2] Brown et al, 2009, Op Cit, p 385.

[3] Sourial, 2002, Monetary policy and it's Impact on the Stock market: the Egyptian case, p 15.

[4] Mishkin, Frederic S. , 2004, The economies of Money, Banking, and Financial Markets, p 8.

[5] السمارة، مؤيد قاسم، 2008، متغيرات السياسة النقدية وأثرها في استقرار دالة الطلب على النقد: الاقتصاد السوري دراسة تحليلية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، ص 66.

[6] Mishkin, 2004, Op Cit, p 604.

- سعر الفائدة:

هو ما يدفعه المقترض لضمان تدفُّق الأرصدة القابلة للإقراض من المقترضين في مدة زمنية معينة. وقد توصلت دراسة Ratanapakorn et al إلى إنَّ الزيادة في معدلات الفائدة قد ترفع كلفة التمويل ومن ثم تخفِّض ربحية الشركة المستقبلية وأسعار أسهمها[1]. كما توصلت دراسة McNamara et al إلى أنَّ التغيرات في معدلات الفائدة لفترة أو فترتين سابقتين قد أثرت سلباً على نسبة العائد على أصول المنشأة من خلال زيادة تكلفة عوامل الإنتاج[2].

في النهاية إنَّ المنشآت على اختلاف أنواعها لا تعمل بمعزل عن المتغيرات الاقتصادية والتي قد تؤثر على نشاطها إما بطريقة مباشرة أو غير مباشرة. الأمر الذي يؤكد على أهمية أخذ هذه المتغيرات بعين الاعتبار عند دراسة نشاط المنشأة والعوامل المؤثرة فيه.

ثانياً: دراسة وتحليل الصناعة التي تنتمي لها المنشأة، وأثرها على أداء وقيمة المنشأة:

تُعرَّف الصناعة على أنها مجموعة من الشركات التي تقوم بتقديم منتجات و/أو خدمات متجانسة وبالتالي فإنَّ المستهلكين يعتبرونها كبدائل. وكون العوامل المطلوبة لإنتاج هذه المنتجات أو الخدمات متشابهة، فإنَّ خصائص المنشآت والتي تعكسها أيضاً نسبها المالية تميل لأن تصبح متشابهة ضمن الصناعة[3].

تكمن الغاية الأساسية من تحليل الصناعة التي تنتمي لها المنشأة في التنبؤ بما ستكون عليه حال المنشأة. وتتبع المقدرة على التنبؤ نظراً للتشابه –غير التام– بين المنشآت العاملة ضمن الصناعة الواحدة سواء في المنتجات أو الخدمات التي تقدمها، وكذلك في نتائج أعمالها عبر الزمن. حيث أنَّ المنشآت التي تعمل ضمن نفس الصناعة تتأثر –وإن كان بدرجات متفاوتة– بالتغيرات نفسها التي تطرأ على صعيد الاقتصاد والتي تؤثر على الصناعة، وكذلك بالتغيرات ضمن الصناعة نفسها. ففي حال حققت بعض المنشآت تفوقاً على غيرها، فسرعان ما تسعى المنشآت الأخرى إلى

[1] الشوابكة، 2010، مرجع سابق، ص 59.

[2] McNamara et al, 1995, Op Cit.

[3] Soliman, Mark T., 2004, using Industry-Adjusted Du Pont analysis to predict future profitability, p 6.

تقليدها، مما يؤدي إلى تراجع المزايا التي تتمتع بها. أما المنشآت الضعيفة فإنَّ قوى المنافسة كفيلة بإخراجها من الصناعة.

❖ إجراءات عملية تحليل الصناعة:

يُعنى تحليل الصناعة بدراسة الخواص المتعلقة بها، والتي تشتمل على متغيرات لها تأثيرها على نتائج أعمال المنشآت التي تعمل ضمنها، وتقسم إلى متغيرات يظهر تأثيرها عبر الزمن من خلال ما يعرف بدورة حياة الصناعة –دورة حياة المنتج الذي تقدمه–، ومتغيرات تتعلق بطبيعة نشاط الصناعة نفسها والتي تختلف من صناعة لأخرى بصرف النظر عن مراحل دورة حياتها.

وبناءً على ذلك فإن عملية تحليل الصناعة ستشتمل على الخطوتين الأساسيتين التاليتين:

1. دراسة وتحليل دورة حياة الصناعة
2. تحليل البيئة التنافسية للصناعة

➢ **دراسة وتحليل دورة حياة الصناعة:**

تنتج نماذج دورة حياة الصناعة من تغيُّر معدلات الاختراع وتركز المنافسة عبر دورة حياة المنتج الصناعي أو الخدمي. فعندما تتطور أسواق المنتجات من المراحل البدائية حتى مرحلة النضوج، فإنَّ هناك تغيرات منتظمة تحدث وتؤثر على احتمال بقاء أو خروج المنشآت من هذه الصناعة. ويفيد تحليل دورة حياة الصناعة في التنبؤ بمعدل نمو كل من مبيعات الصناعة وهامش ربحها في الفترات المقبلة، وذلك من خلال تحديد المرحلة الحالية لدورة حياة الصناعة بمقارنة معدل نمو كل من مبيعات وربحية الصناعة مع نظيراتها على مستوى الاقتصاد ككل والمدة الزمنية المتوقع أن تستغرقها هذه المرحلة، حيث أنَّ لكل مرحلة معدلات نمو للمبيعات والأرباح تميزها عن غيرها من المراحل.

بشكل عام تنقسم دورة حياة الصناعة إلى خمسة مراحل أساسية هي:

1. مرحلة الابتكار وتطوير المنتج:

في بداية هذه المرحلة يكون معدل نمو مبيعات الصناعة معتدل، أما الربحية فتكون منخفضة جداً أو حتى سالبة. حيث أنَّ حجم الطلب على مخرجات الصناعة يكون منخفض بسبب حداثة

المنتج و/أو الخدمة ومعظم المشترين من الطبقة الغنية القادرة على تحمُّل المخاطر والتي تنجذب للابتكارات الجديدة والتميز. وتعتبر التكنولوجيا من أهم عناصر هذه المرحلة حيث أن منشآت الأعمال تسعى إلى تطوير كل من العملية الإنتاجية وكفاءة عملية التوزيع للمنتج و/أو الخدمة، كما تعمل على تعميق فهمها ومعرفتها بالسوق الذي تعمل ضمنه، وهنا تتحمل المنشأة تكاليف كبيرة فيما يتعلق بتطوير المنتج[1].

2. مرحلة النمو السريع:

تمتاز هذه المرحلة بالمستويات المرتفعة للاستثمار في تطوير المنتج، ومعدلات النمو المتسارعة للمبيعات[2] حيث يزداد الطلب على المنتج وينمو حجم سوقه. وبسبب قلة عدد الشركات العاملة في الصناعة فإنَّ حجم المنافسة يكون منخفض، وتحقق المنشآت تراكم في خبراتها، بالإضافة إلى تحقيق هوامش ربح مرتفعة جداً، وتزيد الصناعة طاقاتها الإنتاجية لمقابلة حجم الطلب المتزايد على منتجاتها (قد يصل معدل نمو الربحية لأكثر من 100% في السنة)[3].

3. مرحلة الذروة أو الكمال:

في هذه المرحلة قد يصل معدل نمو مبيعات الصناعة إلى مستوى أكبر من معدل نمو الاقتصاد ككل ولكنه لم يعد متزايد (مثلاً معدل نمو الاقتصاد 8%، بينما معدل نمو الصناعة يزيد عن المعدل الطبيعي بـ 15%). غير أنَّ معدلات النمو المتزايدة للمبيعات في المرحلة السابقة وهوامش الربح المرتفعة تشكل عامل جذب للمنافسين لدخول الصناعة، مما يؤدي إلى زيادة حجم المعروض من المنتجات وانخفاض أسعارها، مما ينجم عنه تراجع هوامش الربح إلى المعدلات الطبيعية على مستوى الاقتصاد في نهاية هذه المرحلة[4].

[1] Parnell, John A, 2009, Strategic Management: Theory and Practice, ATOMIC dog PUBLISHING, p 40.

[2] Spence, 1979, "Investment strategy and growth in a new market", Bell Journal of Economics 10, p 1.

[3] Brown et al, 2009, Op Cit, p 416.

[4] Brown et al, 2009, Op Cit, p 416.

مرحلة النضوج:

من المتوقع أن تستغرق هذه المرحلة أطول فترة زمنية بين جميع المراحل، وفيها يكون المُنتَج قد وصل إلى مرحلة الاستخدام الكامل من قبل المستهلكين، وتتراجع معدلات نمو الصناعة إلى مستوياتها الطبيعية على مستوى الاقتصاد أو ضمن قطاع النشاط الاقتصادي الذي تنتمي له[1]. وعلى الرغم من تشابه معدلات نمو مبيعات الصناعات لمعدلات نمو الاقتصاد في هذه المرحلة، إلا أنَّ معدلات نمو الربحية تختلف بين الصناعات بسبب اختلاف هياكل المنافسة. كما أنَّ الربحية تختلف بين منشآت الصناعة الواحدة بسبب اختلاف مقدرة كل منها على التحكم بتكاليفها، ولكن بشكل عام فإن هوامش الربح تنخفض في هذه المرحلة بسبب حجم المنافسة.

النظريات السابقة المتعلقة بدورة حياة الصناعة كانت ترى بأنَّ على المنشأة التحوُّل من التركيز على تميُّز منتجاتها، إلى التركيز على تخفيض تكاليفها لتحقيق ميزة تنافسية وذلك عند نضوج سوق المُنتَج، والنماذج التي قدمتها هذه الدراسات كانت تؤكد على أن المنشآت الناجحة هي التي تركِّز على الكفاءة التشغيلية لعملياتها. غير أنَّ بإمكان المنشآت تغيير استراتيجياتها بالتحوُّل إلى تقديم الخدمات التي تترافق مع منتجاتها والتي تعود عليها بالربح، وهو ما يتطلب أيضاً التركيز على الكفاءة والعمليات التشغيلية[2].

4. مرحلة النمو المتباطئ والمنخفض:

تتراجع معدلات نمو مبيعات الصناعة في هذه المرحلة وقد تصل إلى مستوى أقل من الاقتصاد ككل أو حتى إلى زوال الصناعة، وتستمر هوامش الربح بالانخفاض كما قد تحقِّق بعض المنشآت خسائر، ويعود ذلك إلى انخفاض الطلب على منتجات الصناعة وظهور بدائل أخرى[3].

- **تحليل خواص الصناعة والبيئة التنافسية:**

تختلف الخصائص المتعلقة بكل من مستوى المنافسة، التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة أو نوع ومستوى التكنولوجيا باختلاف الصناعات وكذلك ضمن الصناعة الواحدة عبر مراحل دورة

[1] Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, Alan J, 2009, Investments, McGraw-Hill, Eighth Edition, p 575.

[2] Cusumano et al, 2006, product, process, and service: A new industry Life cycle Model.

[3] Bodie et al, 2009, Op Cit, p 575.

حياة الصناعة، مما يترك أثره على احتمال بقاء المنشأة ضمن الصناعة[1]. وبشكلٍ عام فإنَّ ربحية الصناعة تتأثر بمجموعة من العوامل تندرج ضمن مسميين أساسيين هما:

الأول: مستوى المنافسة الحالية والمحتملة التي تواجهها الصناعة

الثاني: قوى التفاوض في سوق المدخلات وسوق المخرجات لمنتجات الصناعة

1. المنافسة الحالية والمحتملة التي تواجهها الصناعة:

بشكلٍ عام فإنَّ المحدد الأساسي لمستوى الربحية في الصناعة هو القيمة العظمى للسعر الذي يكون الزبائن مستعدين لدفعه لقاء السلع و/ أو الخدمات التي تقدمها الصناعة، والذي يتوقف بدوره على مستوى المنافسة بين الشركات المنتجة لهذا المنتج ضمن الصناعة. فكلما ازدادت المنافسة كلما اقترب السعر من مستواه الحدي، أما في حالة الاحتكار فإنَّ المنشأة تستطيع فرض أسعارها وتحقيق أرباح مرتفعة جداً[2].

بناءً على تحليل porter الشهير عام 1990، فإنَّ هناك أربعة عوامل تستطيع المنشأة من خلالها التغلب على المنافسين، وهي: 1- علامة تجارية مميزة – 2- المقدرة على الوصول إلى الموارد – 3- المقدرة على تشكيل تحالفات – 4- استقرار الحصة السوقية. ومنه فإنَّ المنشأة التي تستثمر في هذه العوامل لها مقدرة أكبر على مواجهة التغيرات المفاجئة في ظروف الصناعة وتكون أكثر قدرة على استغلال تلك الظروف على حساب منافسيها[3].

تندرج المنافسة الحالية والمتوقعة التي تواجهها المنشأة ضمن ثلاث مصادر، وهي:

1.1 المنافسة ضمن المنشآت الحالية في الصناعة:

يتحدد مستوى المنافسة بين المنشآت العاملة في الصناعة من خلال مجموعة من العوامل، وهي:

[1] Agarwal et al, 2002, Firm and product life cycles and firm survival, p 184.

[2] Palepu et al, 2007, Business analysis and valuation, IFRS Edition, Thomson Learning, p 44.

[3] Mtulia, Y.I. T., 2009, On the Efficient Market Equilibrium and the Pricing of Equities: A Fundamental Approach to Market Efficiency, p 15.

1) معدل نمو الصناعة:

إذا كانت الصناعة تنمو بشكل سريع، فإنَّ المنشآت ذات المركز المتميز في الصناعة لا تحتاج إلى انتزاع حصص سوقية من بعضها للوصول إلى المستويات المرغوبة من النمو. وعلى العكس من ذلك في الصناعات الراكدة أو التي تنمو ببطء، فإنَّ الوسيلة الوحيدة التي تمكِّن المنشآت من النمو تكون بانتزاع الحصص السوقية من المنشآت الأخرى، وفي هذه الحالة فمن المتوقع أن تكون المنافسة السعرية مرتفعة في هذه الصناعة، ويكون تركيز المنشآت عند وضعها لاستراتيجياتها على أنشطة المنشآت المنافسة أكثر من دراسة أذواق المستهلكين واتجاهاتها[1].

2) تركُّز المنافسة وحجم المنافسين:

إنَّ عدد المنشآت العاملة في الصناعة وحجمها هو الذي يحدِّد درجة تركز المنافسة فيها والذي يؤثر على مستوى التنسيق بين الشركات فيما يتعلق بالتسعير وغيرها من عوامل المنافسة الأخرى. فإذا كانت الصناعة محتكرة من قبل شركة واحدة، فإنَّ هذه الشركة تفرض شروطها فيما يتعلق بالسعر وكميات الإنتاج التي ترغب بها. بينما في حال احتكار قلة من الشركات القوية المتقاربة من حيث الحجم في السوق والتي تشكل بمجموعها معظم السوق، فإنَّ هذه الشركات تستطيع أن تنسق فيما بينها لتجنب المنافسة السعرية. أما عند وجود عدد كبير من الشركات ضمن الصناعة فإنَّ المنافسة السعرية من المتوقع أن تكون شديدة[2].

3) درجة الاختلاف بين منتجات الصناعة، وتكلفة التحوُّل إلى مُنتَج آخر:

في حال تشابه منتجات الصناعة بشكل كبير، فإنَّ المستهلكين قد يتحولون من منافس إلى آخر اعتماداً على السعر، وعلى رغبة المستهلك التي تتوقف بدورها على التكلفة المتعلقة بالتحول إلى المُنتَج الآخر، حيث ترتفع المنافسة السعرية في الصناعات التي تتميَّز بانخفاض تلك التكلفة[3].

[1] Parnell, 2009, Op Cit, p 44.

[2] Palepu et al, 2007, Op Cit, p 45.

[3] Palepu et al, 2007, Op Cit, p 45.

4) اقتصاديات الحجم، ونسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف المتغيرة:

إذا تمتَّعت الصناعة بميزة وفرة الحجم الكبير، فإنَّ حجم المنشأة يعتبر عامل مهم في هذه الصناعة التي من المتوقع أن تشهد منافسة قوية بين شركاتها لانتزاع أكبر حصة سوقية. وتعني وفرة الحجم نقص التكاليف المرتبطة بالمنتج أو الخدمة الناتجة عن الزيادة الفعلية في حجم الإنتاج[1]. ومن الأمور المهمة أيضاً هيكل التكاليف في الصناعة أي نسبة التكاليف الثابتة إلى المتغيرة، فكلما ارتفعت هذه النسبة ازدادت المنافسة السعرية بين المنشآت لبيع عدد أكبر من المنتجات واستغلال أكبر قدر ممكن من الطاقة المتاحة للشركة بما يساهم في تخفيض تكلفة الوحدات المنتجة[2].

5) الطاقة الفائضة، وموانع خروج الشركات من الصناعة:

إذا كانت الطاقة المتاحة للصناعة أكبر من حجم الطلب على منتجاتها، فمن المتوقع أن تشهد الصناعة منافسة سعرية قوية بين منشآتها. وتزداد مشكلة الطاقة الفائضة في حال وجود موانع لخروج المنشأة من تلك الصناعة (أي تكلفة مرتفعة لانسحاب المنشأة) مثل تخصص أصول المنشأة في إنتاج منتج معين (منتج الصناعة الحالية)، أو وجود أنظمة وتعليمات تجعل من عملية الخروج مكلفة[3].

1.2 التهديد المحتمل بدخول منافسين جدد إلى الصناعة:

إنَّ احتمال تحقيق الصناعة لأرباح تفوق مستوياتها على صعيد الاقتصاد ككل يعتبر عامل محفِّز لدخول منافسين جدد إلى الصناعة، مما يؤثِّر على المقدرة التسعيرية للمنشآت الموجودة ضمنها[4]. غير أنَّ هناك مجموعة من العوامل التي تحدُّ من قدرة بعض الشركات على الوصول إلى صناعة معينة يطلق عليها مصطلح موانع الدخول إلى الصناعة، وهي مزيج من التركيبة الهيكلية والعوامل التكنولوجية من جهة، والعقبات التي تضعها المنشآت الموجودة ضمن الصناعة على

[1]Spence, A. Michael, 1981, The Learning Curve and Competition, The Bell Journal of Economics, p 54.

[2] Parnell, 2009, Op Cit, p 43.

[3] Palepu et al, 2007, Op Cit, p 45.

[4] Bodie et al, 2009, Op Cit, p 577.

المنافسين المحتملين والتي قد تتضمن استثمارات دائمة أو شبه دائمة في عدة أنواع من رأس المال[1]، ومن هذه الموانع ما يلي:

1) وفرة الحجم الكبير
2) مزايا الأقدمية في الصناعة
3) المقدرة على الوصول إلى قنوات تصريف المنتجات، والعلاقات بين المنشآت والزبائن
4) الموانع القانونية لدخول منافسين جدد

1.3 تهديد المنتجات البديلة لمنتجات الصناعة:

البدائل المتاحة هي عبارة عن المنتجات و/أو الخدمات التي تقدمها منشآت تعمل خارج الصناعة التي تنتمي لها المنشأة المدروسة وتمتاز بأنها تقوم بإشباع نفس حاجات ورغبات المستهلك التي تشبعها منتجات و/أو خدمات هذه المنشأة، أي ليس بالضرورة أن يكون لها نفس خصائص مُنتَج الصناعة المدروسة ولكنها قد تؤدي نفس الوظيفة التي يقوم بها[2]. وقد لا يأتي تهديد المنتجات البديلة من تحوُّل المستهلكين إلى المُنتَج البديل، ولكن من تمتع المُنتَج البديل بمزايا تكنولوجية تمكِّن المستهلكين من الاستغناء عن أو استخدام كمية أقل من مُنتَج الصناعة المدروسة. ويتوقف هذا التهديد على كل من السعر والأداء للمنتجات والخدمات المنافسة، وعلى رغبة المستهلكين بالتحول لهذه البدائل.

2. قوى التفاوض في سوق مدخلات وسوق مخرجات منتجات الصناعة:

2.1 قوى التفاوض من قبل المشترين:

تتوقف على عاملين، الأول حساسية المستهلكين تجاه السعر التي تزداد كلما كانت منتجات الصناعة متشابهة وكلما انخفضت تكلفة التحول إلى منتج آخر[3]. والأمر الثاني يتعلق بالمقدرة النسبية للمستهلكين على التفاوض في تخفيض السعر والتي تتوقف على عدد المشترين مقارنة بعدد

[1] Spence, 1977, "Entry, capacity, investment, and oligopolistic pricing", Bell Journal of Economics.

[2] Parnell, 2009, Op Cit, p 48.

[3] Palepu et al, 2007, Op Cit, p 47.

العارضين للمنتج وحجم مشتريات المستهلك الواحد، وكذلك حين يكون منتج الصناعة معياري، بالإضافة إلى عدد المنتجات البديلة المتاحة وتكلفة التحول إلى منتج آخر[1].

2.2 قوى التفاوض من قبل الموردين:

تنتج عن قلة عدد الموردين للمواد الأولية اللازمة لإنتاج المُنتَج وقلّة البدائل المتاحة، وأيضاً في حال قيام الموردين بتشكيل تحالف فيما بينهم وفرض الأسعار التي يرغبون بها[2].

يتبيَّن من خلال استعراض البيئة الخارجية للمنشأة التفاعل الكبير بين مكوناتها، فالتغيرات الاقتصادية الكلية تترك آثارها على القطاعات المكونة للبنية الاقتصادية، كما أنَّ الأحداث التي تقع في بعض القطاعات تنتقل إلى القطاعات الأخرى نظراً للترابط فيما بينها، مما ينعكس على المنشآت العاملة ضمن الصناعات. وسيتناول المبحث الثاني تحليل البيئة الداخلية للمنشأة والآثار الناتجة عن التغيرات في بيئتها الداخلية والخارجية على نتائج أعمالها.

[1] Parnell, 2009, Op Cit, p 49.

[2] Palepu et al, 2007, Op Cit, p 47.

المبحث الثاني

دراسة وتحليل البيئة الداخلية المنشأة

بعد التعرُّف على البيئة الخارجية للمنشأة ينتقل التحليل إلى بيئتها الداخلية، والذي يتضمن تحليل مجموعة من العوامل الهامة منها كفاءة الإدارة، مستوى التكنولوجيا المستخدم في عملياتها، هيكل تكاليفها، سياساتها البيعية والتسويقية، مزيج المنتجات التي تقوم بإنتاجها، وغيرها من الأمور المتعلقة بالمفهوم العام لنشاط المنشأة. كما ويتضمن إجراء التحليل المالي للبيانات التي تقدمها والتي تعتبر مؤشراً هاماً في عملية تقييم المنشأة، حيث يقدِّم التحليل المالي صورة واضحة عن نتائج تفاعل كل من البيئة الداخلية والخارجية للمنشأة، والآثار الناجمة عن التغيرات في هذه البيئة على أدائها، والتي تنعكس في نهاية الأمر على نتائج أعمالها المتمثلة بقوائمها المالية ومخرجاتها المحاسبية. الأمر الذي يخدم في التنبؤ بما ستكون عليه نتائج أعمالها المستقبلية بناءً على التغيرات المتوقعة في بيئتها الداخلية والخارجية، والاستراتيجية الموضوعة من قبل المنشأة.

أولاً: التحليل المالي:

1. مفهوم التحليل المالي:

يتضمَّن التحليل المالي دراسة القوائم المالية بعد تبويبها التبويب الملائم لعملية التحليل مع الاستعانة بالبيانات الأخرى التي لا تشملها تلك القوائم باستخدام الأساليب والأدوات المناسبة والتي تختلف باختلاف الغاية الأساسية من عملية التحليل، وذلك بهدف دراسة وضع المنشأة وتقييمها على مدى فترة زمنية، بهدف إظهار الارتباطات بين عناصرها والتغيرات الطارئة على تلك العناصر وحجم وأثر هذه التغيرات، واشتقاق مجموعة من المؤشرات التي تساعد على تقييم أداء المنشأة من الناحية

التشغيلية والتمويلية[1،2]. فالهدف الأساسي من الإطلاع على الأداء الماضي للمنشأة هو الوصول إلى فهم عميق عن وجهتها المستقبلية وربحيتها من خلال إيصال فكرة جيدة عن نقاط قوتها وضعفها[3].

2. خطوات عملية التحليل المالي:

1.1. تتضمَّن الخطوة الأولى من عملية التحليل المالي إعادة ترتيب القوائم المالية بالشكل الذي يخدم الغرض من عملية التحليل.

1) قائمة المركز المالي:

تبيِّن تلك القائمة قيمة أصول المنشأة ومصادر الأموال التي تم استخدامها لتمويل هذه الأصول في لحظة زمنية معينة[4]. ولغرض التحليل يتم فصل الأصول والخصوم التشغيلية للمنشأة عن الأصول والخصوم التمويلية، وترتيبها من أقربها استحقاقاً إلى الأبعد. والهدف من ذلك التركيز على حجم الأصول التشغيلية التي تستخدم في النشاط الأساسي للمنشأة، وتطورها ومقدرة الإدارة على استغلالها بالشكل الأمثل.

2) قائمة الدخل:

تعكس هذه القائمة أثر القرارات التشغيلية للمنشأة، والأرباح والخسائر المتحققة خلال فترة زمنية محددة، وتعتبر ضرورية من أجل تقييم الأداء ودراسة الكفاءة الإنتاجية[5].

قائمة الدخل المعاد ترتيبها والتي تفصل بين مقدار الدخل التشغيلي بعد الضرائب (الذي يستخدم لسداد مدفوعات الفوائد) ومقدار النفقات التمويلية بعد الضرائب، تميِّز بين دخل المنشأة من نشاطها التشغيلي الرئيسي واتجاه تطوره وبين الدخل (النفقات) من أنشطتها التمويلية، بالإضافة إلى

[1] محمد، منير شاكر؛ إسماعيل، إسماعيل؛ نور، عبد الناصر، 2008، التحليل المالي مدخل صناعة القرار، دار وائل للنشر، الأردن، عمان، الطبعة الثالثة، ص 12.

[2] Penman et al, 2006, Modeling Sustainable Earnings and P/E Ratios with Financial Statement Analysis, p 30.

[3] Joehnk, Michael D; Gitman, Lawrenve J, 2003, Fundamental of Investing, p 315.

[4] Brealey et al, 2001, Fundamentals of Corporate Finance, Third Edition, McGraw-Hill Companies, p112.

[5] محمد وآخرون، 2008، مرجع سابق، ص 16.

أنها تخدم أهداف تحليل الائتمان، وكذلك توضح الفرق بين العناصر الأساسية والعناصر غير الاعتيادية وتساعد على التنبؤ بمقدار كل منها في المستقبل[1].

3) قائمة حقوق الملكية:

تقدِّم قائمة حقوق الملكية المعاد ترتيبها بناءً على فصل التعاملات مع حملة حقوق الملكية عن التغير في القائمة الناتج عن الدخل الشامل، معلومات مهمة عن النمو (التغير) في مقدار حقوق الملكية خلال الفترة، كما أنَّها تميز بين مقدار التغيُّر الناتج عن زيادة أو نقصان استثمارات حملة حقوق الملكية أو الناتج عن قيام المنشأة بنشاطها الاعتيادي[2].

4) قائمة التدفقات النقدية:

توضِّح هذه القائمة التدفقات النقدية الداخلة والخارجة من أنشطة المنشأة التشغيلية بالإضافة إلى كل من الأنشطة الاستثمارية والتمويلية عبر فترة زمنية معينة[3].

إنَّ عملية إعادة ترتيب قائمة التدفقات النقدية بناءً على فصل صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية الأساسية عن التدفق النقدي الحر المدفوع للأنشطة التمويلية[4] تخدم أغراض تحليل حقوق الملكية والدَّين، وتفيد في تقييم نشاط المنشأة الأساسي ومقدرته على تغطية الالتزامات المترتبة عليها، كما تعتبر مؤشراً على جودة أرباح المنشأة.

1.2. الخطوة الثانية: تتضمَّن عملية التحليل المالي للقوائم المالية المعاد ترتيبها، واشتقاق مجموعة من المؤشرات المالية التي تعكس أداء المنشأة، وبما يساعد في إعداد القوائم والنسب المالية التقديرية. وتعرَّف أدوات التحليل على أنَّها مجموعة الوسائل والطرق الفنية والأساليب المختلفة التي يستخدمها المحلل المالي للوصول إلى تقييم الجوانب المختلفة

[1] Penman, Stephen H, 2001, Financial Statement Analysis and Security Valuation, p 721.

[2] Penman, 2001, Op Cit, p 234- 236.

[3] Brealey et al, 2001, Op Cit, p 120.

[4] صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية هي عبارة عن صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية قصيرة الأجل مطروحاً منه صافي النقد الخارج للاستثمارات في الأصول التشغيلية طويلة الأجل. صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية تعادل التدفق النقدي الحر، وهو عبارة صافي النقد المدفوع لحملة الأسهم، حملة ديون الشركة، ومصدري الديون والأصول التمويلية.

لنشاط المنشأة، ونقاط الضعف والقوة في عملياتها المالية والتشغيلية، والتي تُمكِّنه من إجراء المقارنات والاستنتاجات الضرورية للتقييم[1]، ومنها:

1) دراسة القوائم المالية من خلال تحليل التغير والاتجاه:

- التحليل الرأسي (التوزيع النسبي):

يتضمَّن تحليل عناصر كل قائمة مالية بشكل مستقل عن غيرها، حيث ينسب كل عنصر إلى المجموع الإجمالي لهذه العناصر أو إلى مجموعة جزئية منها. يمكن وصف هذا النوع من التحليل بالتوزيع النسبي الذي يساعد في اكتشاف ظواهر ذات مدلولات معينة[2]. إلا أنَّه يتميَّز بضعف الدلالة باعتباره تحليلاً ساكناً ولا يصبح مفيداً إلا إذا تمت مقارنته مع نسب أخرى ذات نفس الدلالة[3].

- التحليل الأفقي أو المتحرك:

يتضمَّن دراسة التغيرات الحاصلة في عناصر القوائم المالية على مدى عدة فترات زمنية ولذلك يدعى بالتحليل المتحرك، والفائدة الرئيسية للتحليل الأفقي تتركز في معرفة اتجاه تطور عناصر القوائم المالية[4]، كما يساعد في اتخاذ القرارات المناسبة بعد معرفة أسباب التغير من خلال تقييم إنجازات المنشأة ونشاطاتها المختلفة[5].

2) التحليل باستخدام النسب المالية:

تعبِّر النسب المالية عن العلاقات التي يتم تحديدها من خلال المعلومات المالية للمنشأة والتي تستخدم في مقارنة نتائجها عبر السلاسل الزمنية، أو لأغراض المقارنة فيما بين المنشآت حيث أنَّها تعمل على التخلص من مشكلة اختلاف أحجام المنشآت محل المقارنة[6]. والمهم هو وضع النسب التي تخدم الهدف من عملية التحليل وخاصةً المقدرة التنبُّؤية لتلك النسب.

---

[1] محمد وآخرون، 2008، مرجع سابق، ص 38.

[2] الحيالي، وليد ناجي، 2007، التحليل المالي، منشورات الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، ص 33.

[3] محمد وآخرون، 2008، مرجع سابق، ص 52.

[4] محمد وآخرون، 2008، مرجع سابق، ص 52.

[5] الحيالي، 2007، مرجع سابق، ص 34.

[6] Ross et al, 2003, Fundamentals of Corporate Finance, Sixth Edition, McGraw-Hill Companies, p 94.

في الواقع إنَّ كل نسبة ومولداتها تعبِّر عن جانب أو أكثر من أنشطة المنشأة. وكما أسلفنا سابقاً بأنَّ المزايا أو نقاط الضعف الموجودة في المنشأة وتفاعلها مع بيئتها الخارجية تؤثِّر على أدائها وتنعكس على نتائجها المالية ومنه على المؤشرات المالية التي سيتم دراستها.

ثانياً: دراسة وتحليل النشاط التشغيلي للمنشأة:

تولِّد المنشأة قيمة مضافة عند قيامها بنشاطها التشغيلي الأساسي، لذا يجب معرفة الآثار الحالية والمتوقعة لمتغيرات البيئة الداخلية والخارجية للمنشأة على هذا النشاط والمخاطر التي قد تواجهها. فعند زيادة الفرص المتاحة للمنشأة في بيئتها التشغيلية و/أو انخفاض المخاطرة، تزداد عوائدها المحتملة وبالتالي قيمتها الكلية، والعكس صحيح[1].

تُعرَّف الأنشطة التشغيلية على أنها الأنشطة الإنتاجية المولدة للدخل الرئيسي للمنشأة، وهي تشكل جزء هام من التدفق النقدي وتوضح مقدرة الأنشطة التشغيلية على توليد تدفق نقدي يكفي لتسديد الائتمان ودفع التوزيعات والحصول على استثمارات جديدة دون الحاجة إلى مصادر تمويل خارجية[2]. ونظراً لأنَّ الأنشطة التشغيلية هي مصدر القيمة المضافة للمنشأة لذلك سيتم الفصل بينها وبين الأنشطة التمويلية عند تقييم المنشأة، فضلاً عن أنَّ المبادئ المحاسبية تُقدِّر الدخل التشغيلي بأقل من قيمته الحقيقية على العكس من الدخل التمويلي الذي يتم قياسه بدقة، كذلك فيما يتعلق بكل من الأصول والالتزامات التمويلية والتي غالباً ما تسجل بقائمة المركز المالي عند قيمتها العادلة على العكس من الأصول التشغيلية التي عادة ما يتم إتباع مبدأ الحيطة والحذر عند تسجيلها[3].

ولقياس القيمة الحقيقية المضافة للمنشأة سيتم تحليل الربحية التشغيلية على اعتبار أنها المحصلة النهائية لنشاط المنشأة، بالإضافة إلى تحليل العناصر المكونة لتلك الربحية بشكل يغطي معظم جوانب أداء المنشأة ويساعد في تقييمها.

[1] Mtulia, 2009, Op Cit, p 9.

[2] Sirbu, Carmen Gabriela, 2005, Measuring the risk of firms with sensitivity analysis, p 4.

[3] Feltham et al, 1995, valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities, Contemporary Accounting Research Vol. 1, No. 2, p 690-691.

1. مفهوم الربحية التشغيلية:

تعتبر الربحية التشغيلية مؤشر إجمالي على نتائج أداء المنشأة، كما أنَّها تقدم مجموعة كبيرة من المؤشرات الفرعية التي تلامس معظم جوانب النشاط التشغيلي، منها حجم المنشأة وقدرتها على السيطرة في السوق، كفاءة الإدارة في استخدام أصولها وخصومها، ومقدرتها على التحكم بالتكاليف وضبطها، كما تعتبر مؤشراً للربحية المستقبلية التي هي الهدف الأول والأخير لمعظم المنشآت، وغيرها من المؤشرات الهامة.

في بداية الأبحاث المتعلقة بالتقييم انصبَّ الاهتمام على عائد حقوق الملكية كمقياس للربحية، وفي عام 1990 قام Penman بالتدقيق في المزايا المتعلقة بمعدل العائد على حقوق الملكية، وأوضح أنَّ هذا المعدل يعتبر كمقياس للربحية ولكنه غير فعَّال في التعرف على الربحية المستقبلية، وبالتالي لا يعتبر كمقياس مفيد لتحليل القوائم المالية[1]، حيث أنَّ العائد الذي تحققه المنشأة يوزع على ثلاث عناصر أساسية يأتي في مقدمتها التوسع في الهيكل الرأسمالي للمنشأة للمحافظة على وجودها واستمرار نشاطها، يليها معدلات الضرائب المفروضة على المنشأة، ثم في النهاية ما تبقى هو العائد على حقوق الملكية والذي قد يتغير من عام لآخر بسبب التغيرات في نسب التوسع الاستثماري أو التغيرات في معدلات الضرائب، وذلك ما يجعل معدل العائد على حقوق الملكية متذبذب من فترة لأخرى، وبالتالي فإنَّ بناء سلسلة زمنية للتنبؤ بالعائد على حقوق الملكية قد يكون أمراً مستحيلاً[2]، ثم انتقل الاهتمام إلى المقدرة التشغيلية للمنشأة التي تقاس بواسطة العائد على إجمالي الأصول. أمَّا في هذه الدراسة فسيتم التركيز على الربحية التشغيلية من خلال معدل العائد على صافي الأصول التشغيلية التي يمكن التنبؤ بها بدقة أكثر من مقاييس الربحية السابقة، وغالباً ما يركز المحللون على هذه النسبة، فهي ذلك الجزء من الربح المحاسبي الذي يعتبر مصدر مستمر للدخل، وتنتج عن تفاعل الأصول التشغيلية قصيرة الأجل، والأصول التشغيلية طويلة الأجل التي تعتبر أصول خاصة بالمنشأة وتتصف بديمومتها[3]. كما أنَّ هذه النسبة تزيل أي أثر للرافعة المالية، وهو

[1] Penman, S.H., 1990, An Evaluation of Accounting Rate-of-return, Journal of Accounting, Auditing & Finance, p 253.

[2] McNamara et al, 1995, Op Cit, p 4.

[3] Dickinson, Victoria, 2011, Cash flow patterns as a predictor of future operating income, p 3.

أمر ضروري حيث أنَّ المنشأة تولد قيمة حقيقية من خلال أنشطتها التشغيلية وليس التمويلية[1]، كما أنَّ التغيرات في الرافعة المالية قد تغير من العائد على حقوق الملكية وبالتالي تعظم من آثار التغيرات في الربحية التشغيلية على هذا العائد[2].

2. دراسة نسبة العائد على صافي الأصول التشغيلية:

هناك العديد من الدراسات التي تبيِّن أنَّ مقاييس الربحية الإجمالية مثل العائد على صافي الأصول التشغيلية قد ترتد لوسطي قيمها على صعيد الاقتصاد ككل نتيجة لوجود منافسة دائمة ومستمرة بين المنشآت ضمن الصناعة الواحدة وكذلك ضمن الصناعات المختلفة، ومنه فإنَّ الصناعات التي تحقق أرباح تزيد عن غيرها عليها أن تتوقع دخول منشآت من صناعات أخرى أقل ربحية مما يؤدي إلى انخفاض ربحيتها بسبب زيادة المنافسة، بينما سترتفع الربحية في الصناعات منخفضة الربحية بسبب انسحاب المنشآت الضعيفة منها[3]. ولكن حتَّى في حال تشابه مستويات هذه الربحية على المدى الطويل سواء على صعيد الاقتصاد ككل أو على صعيد الصناعة، إلا أنَّها تختلف على الأقل في المدى القصير بين الصناعات أو حتى ضمن منشآت الصناعة الواحدة بسبب مجموعة من العوامل، منها امتلاك بعض المنشآت مزايا تنافسية تمكنها من تحقيق معدلات أعلى من مثيلاتها، كما بيَّنت دراسة Fairfield et al أنَّ المنشآت قد تتمكَّن من المحافظة على مزايا إستراتيجية تتفوق فيها على غيرها من المنشآت ضمن نفس الصناعة وتحميها من عوامل المنافسة على الأقل لمدة سنة حتى خمس سنوات فيما يتعلق بالعائد على صافي الأصول التشغيلية، إلا أنَّها تعود إلى مستوياتها على صعيد الصناعة أو الاقتصاد حتى فترة 12 سنة[4]. وعلى الجهة المقابلة فإنَّ هناك منشآت أدائها أقل من أداء المنشآت في نفس الصناعة تحتاج إلى الوقت للتَّعلم والاستفادة من خبرة المنشآت الأخرى حتى تستطيع تحقيق معدلات أداء مشابهة لمثيلاتها ضمن الصناعة، أو أنها تخرج من السوق في حال عدم تمكنها من تقليد المنشآت الناجحة. كما أنَّ الاختلاف بين المنشآت في مستويات الربحية قد يكون نتيجة تباين المخاطر التشغيلية فيما بينها[5] كاختلاف كفاءة الإدارة من

[1] Dickinson et al, 2008, Competitive advantages and the effect on future firm specific profitability, p 4.

[2] Fairfield et al, 2005, Does Industry-level Analysis Improve Profitability and Growth Forecasts?, p 12.

[3] Soliman, 2004, Op Cit, p p 5,6.

[4] Fairfield et al, 2005, Op Cit.

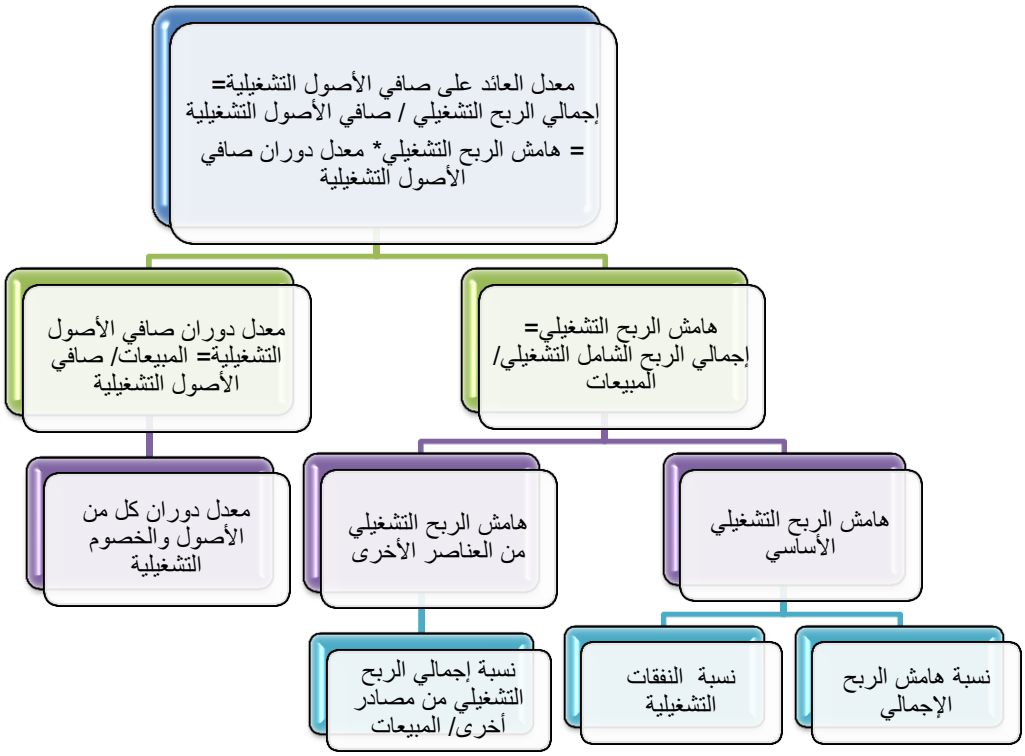
[5] Dickinson et al, 2008, Op Cit, p 5.

منشأة لأخرى، بالإضافة إلى الأسباب المحاسبية كالفروق بين التكلفة التاريخية وتكلفة الاستبدال للأصول التي ينجم عنها اختلافات في قيم الربحية المتوقعة[1].

3. مكونات نسبة العائد على صافي الأصول التشغيلية:

ننتقل الآن إلى تحليل الربحية التشغيلية والعناصر المكونة لها ومولدات هذه العناصر، والتي يمكن إيضاحها من خلال الشكل التالي:

الشكل (1): نموذج دي بونت لتحليل الربحية التشغيلية والنسب المكونة لها



المصدر: Penman, Stephen H., 2001, p383

على الرغم من احتمال عودة نسبة العائد على صافي الأصول التشغيلية إلى مستوياتها على صعيد الاقتصاد في المدى الطويل، إلا أنَّ هناك سبب قوي للاعتقاد بأنَّ المكونات المختلفة لهذه النسبة لن ترتد لمستويات الاقتصاد ككل، لأنَّ الصناعات لها هياكل تشغيلية خاصة بها، حيث أنَّ المتطلبات التكنولوجية والتشغيلية للقيام بالأنشطة ضمن صناعة معينة هي التي تفرض مستويات هامش الربح ومعدل دوران الأصول في المنشأة، ومنه فإنَّ الشركات ضمن الصناعات المختلفة تحقق

[1] Fama et al, 2000, Forecasting Profitability and Earnings, journal of Business, p 169.

مستويات متقاربة لنسبة العائد على صافي الأصول التشغيلية (RNOA) فيما بينها ولكن ضمن مزيج مختلف لكل من هامش الربح التشغيلي ومعدل دوران صافي الأصول التشغيلية[1]. لذلك فإنَّ مكونات نسبة الربحية التشغيلية المتعلقة بالمنشآت غالباً ما ترتد عبر الزمن إلى قيمة واحدة ألا وهي وسطي هذه النسب على مستوى الصناعة ككل، غير أنها قد لا ترتد بشكل كامل إلى تلك القيمة لعدة عوامل، منها[2]:

- الاختلاف في مخاطر العمليات التشغيلية بين المنشآت.
- الاضطرابات الناتجة عن التغيرات في مستويات الطلب، والتطورات التكنولوجية.
- التغيرات على صعيد الاقتصاد الكلي.

وإنَّ هذه الاضطرابات تؤثر أيضاً على مدة بقاء المنشأة في كل مرحلة من مراحل دورة حياتها[3]. لذلك من المهم أن يتم استبعاد أثر هذه العوامل عند تحديد المزايا التي تتمتع بها المنشأة على غيرها من المنافسين، والفترة الزمنية التي يتوقع أن تستمر فيها بالتفوق على المنشآت الأخرى.

3.1. المستوى الأول: تحليل المكونات الأساسية للعائد على صافي الأصول التشغيلية (NOA):

من خلال الشكل (1) نلاحظ أن معدل العائد على صافي الأصول التشغيلية يحسب كما يلي:

العائد على صافي الأصول التشغيلية = هامش الربح التشغيلي* معدل دوران صافي الأصول التشغيلية

هذا التقسيم للعائد يسمى نموذج Du Pont. وفي عام 2001 وضَّح كل من Nissim & Penman أنَّ التقسيم التقليدي الذي يقدمه نموذج DuPont يجمع بين النسب المالية بطريقة هيكلية توضِّح التدرج القائم بين هذه النسب[4]. فعلى الرغم من أنَّ بعض النسب تقع في المستويات الدنيا إلا أنَّها تقدم معلومات هامة عن غيرها من النسب في المستويات الأعلى[5]. وقد توصل عدد من الباحثين

[1] Soliman, 2004, Op Cit, p 2.

[2] Dickinson et al, 2008, Op Cit, p 5.

[3] Dickinson, Victoria, 2006, Future Profitability and the Role of Firm Life Cycle, p 4.

[4] NISSIM et al, 2001, Ratio Analysis and Equity Valuation: From Research to Practice, p 111.

[5] Amir et al, 2010, Conditional versus unconditional persistence of RNOA components- implications for valuation.

إلى أنَّ تحليل العائد على صافي الأصول التشغيلية والتغيرات فيه بناءً على كل من هامش الربح التشغيلي ومعدل دوران صافي الأصول التشغيلية والتغيرات فيهما، يحسِّن المقدرة والدقة على التنبؤ بقيمة العائد على صافي الأصول التشغيلية المستقبلية[1]. كما أنَّ كلاً منهما يتوقف على الإستراتيجية التشغيلية للمنشأة والتي تتوقف بدورها على دورة حياتها[2]. وبناءً على ما سبق فإنَّ الربحية التشغيلية مقيسة بالعائد على صافي الأصول التشغيلية تأتي من مصدرين هما، أولاً زيادة مستوى المبيعات المتولدة من صافي الأصول التشغيلية والتي ينجم عنها ارتفاع معدل دوران صافي الأصول التشغيلية وهو ما يسمى مقياس الكفاءة. ثانياً، زيادة الدخل التشغيلي لكل وحدة واحدة من المبيعات بحيث يؤدي إلى زيادة هامش الربح التشغيلي أي ما يسمى بمقياس الربحية[3].

3.2. المستوى الثاني: تحليل العناصر المولدة لهامش الربح التشغيلي ومعدل دوران صافي الأصول التشغيلية وتفسيرها:

تعكس قيم هامش الربح التشغيلي ومعدل دوران صافي الأصول التشغيلية والتغيرات فيها معلومات مهمة عن القيم المستقبلية واستمرارية العائد على صافي الأصول التشغيلية والدخل المتبقي الذي يستخدم ضمن نماذج التقييم، وذلك نظراً لحساسية العائد على صافي الأصول التشغيلية والدخل المتبقي للتغيرات في أسعار المنتجات التي تقدمها المنشأة وأسعار المدخلات اللازمة لإنتاج تلك المنتجات، وكذلك الكفاءة في استخدام الأصول التشغيلية في المنشأة[4].

1) العناصر المولدة لهامش الربح التشغيلي (NOPM):

تبين المعادلة التالية مكونات هامش الربح التشغيلي:

هامش الربح التشغيلي= هامش الربح من النشاط التشغيلي الأساسي + هامش الربح التشغيلي من مصادر أخرى

[1] Soliman, 2004, Op Cit.

[2] Dickinson, 2006, Op Cit, p 13.

[3] Penman, 2001, Op Cit, p 355.

[4] Amir et al, 2010, Op Cit, p 6.

i. هامش الربح التشغيلي الأساسي= نسبة هامش الربح الإجمالي– نسبة النفقات التشغيلية توضِّح المعادلة السابقة مقدار الربح الذي يتحقق للمنشأة من نشاطها الأساسي، كما توضِّح مقدار النفقات التي تكبدتها للوصول إلى ذلك المستوى من الربح بالنسبة لكل وحدة واحدة من المبيعات. وكلما كانت الزيادة في مقدار الربح الإجمالي أكبر من الزيادة في النفقات التشغيلية، دلَّ ذلك على تحسن كفاءة المنشأة في إدارة أعمالها.

ننتقل الآن للحديث عن مكونات نسبة هامش الربح التشغيلي الأساسي:

– هامش الربح الإجمالي:

يزداد هامش الربح الإجمالي في حال زيادة المبيعات مع بقاء التكاليف ثابتة أو عن انخفاض التكاليف مع بقاء المبيعات على حالها، أو عن زيادة المبيعات وانخفاض التكاليف، ومن المتوقع أن يرتبط هذا الهامش بعلاقة موجبة مع العائد على صافي الأصول التشغيلية.

تأتي زيادة هامش الربح عن المستوى الطبيعي للصناعة من القوة التسعيرية للمنشأة والتي تنتج عن الابتكارات في المنتج، تميز المنتج، اسم الشهرة، الميزة المتعلقة بكون المنشأة من أوائل المنتجين للمنتج، المواقع المناسبة لسوق المنتج. وإنَّ هوامش الربح غير الطبيعية غالباً ما تؤدي إلى دخول منافسين جدد في السوق أو قيام المنافسين الحاليين بتقليد الأفكار الجديدة بسرعة، مما يؤدي إلى تراجع هوامش الربح غير الطبيعية بسرعة إلى الصفر[1].

– النفقات التشغيلية:

تتضمَّن النفقات الإدارية ونفقات البيع، ونفقات البحوث والتطوير، والضريبة التشغيلية. وعلى الرغم من أنَّ النفقات تعمل على تقليل الربحية الحالية للمنشأة، إلا أنَّ البعض منها قد يكون له آثار إيجابية على الربحية المستقبلية مثل الإنفاق على البحوث وتطوير المنتجات التي قد تعمل على تميُّز منتجات المنشأة، مما قد ينعكس بزيادة هامش الربح المستقبلي.

[1] Soliman, 2004, Op Cit, p 8.

ii. هامش الربح التشغيلي من مصادر أخرى:

$$\text{هامش الربح التشغيلي من مصادر أخرى} = \frac{\text{المكاسب الناتجة عن إصدار أسهم في المنشآت التابعة+ أرباح (خسائر) صرف عملات، وغيرها}}{\text{المبيعات}}$$

تعتبر الأرباح التشغيلية المتأتية من المصادر الأخرى[1] ذات نوعية رديئة وغير مستقرة، بينما تعتبر الأرباح الأساسية (core) أرباح مستمرة من نشاطها الأساسي لا تتأثر بحدث طارئ في فترة معينة[2]، وهنا يجب الانتباه إلى أنَّ الأرباح الاعتيادية تنقسم إلى جزأين، أرباح مستمرة طبيعية تعادل وسطي أرباح الصناعة، وأرباح غير طبيعية تؤدي إلى زيادة أرباح المنشأة عن وسطي أرباح الصناعة ككل –قد تكون خسائر في حال انخفاض إجمالي أرباح المنشأة عن وسطي الصناعة– وتستمر المنشأة في المحافظة على هذه الأرباح إلى الوقت الذي تتمكن فيه قوى المنافسة من انتزاعها منها. وبالتأكيد إنَّ تقسيم الأرباح التشغيلية إلى أساسية وغير أساسية يختلف من شركة لأخرى ومن فترة لأخرى. ومنه فإنَّ الأرباح الفعلية قد تختلف عن تلك المتوقعة من المستثمرين بسبب الأرباح الناتجة عن عوامل وأحداث غير متكررة واستثنائية خاصة بسنة معينة، مثل بيع أصل من أصول الشركة وتحقيق أرباح غير مستمرة وبالتالي هذا المكون من الأرباح يعبر عن أرباح أو نفقات مؤقتة في حالة وجود نفقات عابرة أدت إلى تخفيض أرباح الشركة لسنة ما[3].

2) العناصر المولِّدة لمعدل دوران صافي الأصول التشغيلية (NOAT):

يعبِّر معدل دوران صافي الأصول التشغيلية عن الكفاءة في استغلال صافي الاستثمارات في المنشاة وإدارة أصولها[4]. وفيما يتعلق بالكفاءة، فقد اقترح Spence أنَّ المنشآت تزيد من معرفتها التشغيلية من خلال الخبرة[5]، والتي تؤدي إلى انخفاض التكاليف الإنتاجية[6]، لذا من المتوقع أن يصل

[1] وفقاً للمبادئ المحاسبية المقبولة عموماً (GAAP) إذا كانت عناصر الدخل التشغيلية غير اعتيادية ومن غير المتوقع أن يتم تكرارها مستقبلاً، فإنها تسمى العناصر الاستثنائية (extraordinary)، ويجب أن يتم تضمينها في قائمة الدخل بعد الدخل من الأنشطة التشغيلية المستمرة. أما إذا كانت عناصر الدخل غير اعتيادية أو من غير المتوقع أن يتم تكرارها مستقبلاً، ولكن ليس الحالتين معاً، فإنها تسمى العناصر الخاصة (special)، ويجب أن يتم تضمينها في قائمة الدخل قبل الدخل من الأنشطة التشغيلية المستمرة. في هذه الدراسة فإن هذه العناصر تم استبعادها لدى دراسة الدخل التشغيلي واستمراريته بالنسبة للمنشأة.

[2] Penman, 2001, Op Cit, p 383.

[3] الشوابكة، 2010، مرجع سابق.

[4] Amir et al, 2010, Op Cit, p 6.

[5] Spence, 1981, Op Cit.

[6] Wernerfelt, 1985, The dynamics of prices and market shares over the product life cycle, p 929.

معدل الدوران لأعلى مستوياته بالنسبة للمنشآت التي وصلت إلى مرحلة النضوج. وعلى عكس هامش الربح التشغيلي غير الطبيعي فإنَّ تهديد المنافسة قد يكون أقل على التوظيف الكفء للأصول، فقد يكون من الصعب تقليد كفاءة منشأة أخرى في عمليات الإنتاج لأنَّ مثل هذا الأمر عادةً ما يتضمن تصليحات شاملة ومكلفة للمصانع والأنشطة التشغيلية الحالية، ولذلك فإنَّ معدل دوران صافي الأصول التشغيلية غير الطبيعي من المتوقع أن يكون أكثر استمرارية من هامش الربح غير الطبيعي، بالإضافة إلى وجود أسباب محاسبية لهذا الافتراض، حيث أنَّ معدل دوران الأصول يحسب بقسمة المبيعات (flow variable) على صافي الأصول التشغيلية (stock variable)، وهذين العنصرين لهما تباين منخفض، بينما هامش الربح يحسب بقسمة الدخل التشغيلي على المبيعات (tow flow variables) وإنَّ الدخل التشغيلي متقلب أكثر من صافي الأصول التشغيلية أو المبيعات، وهو ما قد يؤدي إلى الاختلاف في استمرارية المعدلات غير الطبيعية لهاتين النسبتين[1].

بشكل عام، فإنَّ تحليل معدل دوران صافي الأصول التشغيلية يمكن أن يتم بتفصيل معدلات الدوران الخاصة بكل من الأصول والخصوم التشغيلية، مع الأخذ في الاعتبار وسطي الأصول والخصوم بين بداية الفترة ونهايتها، ومراعاة طرق القياس والتسجيل المحاسبي واختلافها من منشأة لأخرى. أو يتم اختصار عناصر معدل دوران صافي الأصول التشغيلية إلى عنصرين أساسيين هما معدل دوران رأس المال العامل التشغيلي ومعدل دوران صافي الأصول التشغيلية طويلة الأجل.

i. معدل دوران الأصول التشغيلية الثابتة ومعدل دوران رأس المال العامل:

بيَّنت دراسة Amir et al أن استمرارية معدل دوران الأصول الثابتة عادةً ما تكون أكثر أهمية في تفسير استمرارية معدل دوران صافي الأصول التشغيلية مقارنةً باستمرارية معدل دوران رأس المال العامل نظراً لأنَّ الأصول الثابتة تعد أصول خاصة بالشركة وغير نقدية مع حجم كبير للتكاليف الثابتة، بينما يتألف رأس المال العامل من عناصر نقدية (مثل المدينين) والتي تعتبر أصول أقل خصوصية للمنشأة، كما أنَّ الأصول الثابتة تتحمل حجم كبير من النفقات الثابتة التي يصعب السيطرة عليها على المدى القصير على العكس من رأس المال العامل الذي يمكن السيطرة عليه في المدى القصير، لذلك فإنَّ التغيرات في معدل دوران الأصول الثابتة تعكس تغير في السياسة

[1] Soliman, 2004, Op Cit, p 9.

الاستثمارية للمنشأة والتي عادةً ما تكون أكبر في المقدار وفي التأثير على معدل دوران صافي الأصول التشغيلية ككل بالمقارنة مع التغيرات غير المتوقعة في معدل دوران رأس المال العامل[1].

ثالثاً: دراسة الهيكل التمويلي للمنشأة:

ينصب التحليل في هذه الدراسة على النشاط التشغيلي للمنشأة، إلا أنَّه لا بد من دراسة مركزها المالي بشكل عام لمعرفة مقدرتها على سداد الالتزامات المترتبة عليها، وحجم الطاقات المتوفرة للقيام بأنشطتها الاعتيادية. فعلى الرغم من أنَّ قيمة المنشأة يتم تحديدها من خلال نشاطها التشغيلي ومستوى الكفاءة عند إدارتها لذلك النشاط، إلا أنَّ توفر مصادر تمويلية يبقى الأمر الأساسي لتأسيس أعمالها والنجاح بها، والاستفادة من فرص النمو المتوفرة لها. وتظهر الطاقات التمويلية المتوفرة للمنشأة من خلال حجم الأموال الفائضة المتوفرة لديها أي ما يعرف بالسيولة، أو من خلال المستوى المنخفض للرافعة المالية، مما يعطي الثقة بالمركز الائتماني للمنشأة، وبالتالي إمكانية الحصول على تمويل من مصادر خارجية وبتكلفة منخفضة.

بناءً على ما تقدم سيتم دراسة السيولة والرافعة المالية للمنشأة، وقياس الملاءة المالية للمنشأة من خلال مجموعة من النسب المالية.

1. <u>السيولة:</u>

تقيس السيولة مقدرة المنشأة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل عند استحقاقها باستخدام الأصول المتداولة دون تحقيق خسائر[2]. كما أن حجم السيولة لدى المنشأة يعد مؤشراً على المرونة وإمكانية تأمين النقد، ودليل على إمكانية الاستفادة من الفرص الاستثمارية الداخلية والخارجية، حيث توجد علاقة غير مباشرة بين السيولة والربح المتوقع فالسيولة هي مصدر لتمويل الاستثمارات وتحقيق الأرباح مستقبلاً[3]. ولكن بناءً على نظرية التدفق النقدي الحر فإنَّ المنشأة تحتفظ بأموال فائضة على شكل نقد أو أوراق مالية قابلة للتداول عندما تكون قد استنفذت جميع الفرص الاستثمارية التي تولد

[1] Amir et al, 2010, Op Cit, p p 14, 15.

[2] الخطيب، محمد محمود، 2010، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، ص 62.

[3] حنفي، عبد الغفار، 2007، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، مصر، الإسكندرية، ص 30، 31.

لها صافي قيمة حالية موجبة[1]، حيث يفسر تراكم السيولة في سوق الأوراق المالية على أنه ضعف في الإدارة المالية وسوء إدارة الأصول نتيجة تراكم وتزايد الأصول غير المنتجة[2]. ولذلك يجب تحليل ودراسة وضع هذه الفوائض التي تمتلكها المنشأة أو العجوز التي تواجهها.

2. الرافعة المالية:

تقيس نسب الرفع المالي مدى اعتماد المنشآت في التمويل على المصادر الخارجية[3]، وهو ما يتوقف أيضاً على طبيعة النشاط التشغيلي للمنشأة، فالمنشآت التي تعتمد على الأصول الثابتة بشكل كبير يكون اعتمادها على الديون طويلة الأجل أكبر من الديون قصيرة الأجل في حال عدم توفر مصادر داخلية لمقابلة احتياجاتها التمويلية.

تعد الرافعة المالية مؤشر لحجم المخاطر المالية التي تتعرض لها المنشأة[4]، وهي سلاح ذو حدين حيث يظهر أثرها الإيجابي في حال كانت الأرباح التي حققتها المنشأة للمساهمين من نشاطها الأساسي تفوق كلفة التمويل الناجمة عن تلك المديونية مع الأخذ بالاعتبار الوفر الضريبي الذي يتحقق للمنشأة على الفوائد المترتبة على الديون، بينما يظهر أثرها السلبي عندما تتجاوز تكلفة التمويل العوائد المتحققة منه.

3. قياس الملاءة المالية:

سيتم قياس الملاءة المالية للمنشأة مقسمة ضمن مجموعتين من النسب المالية، وهي:

1) نسب الملاءة قصيرة الأجل، أو نسب السيولة:

هي مجموعة من النسب التي تقدم معلومات عن سيولة المنشأة والهدف الأساسي منها معرفة قدرة المنشأة على سداد التزاماتها على المدى القصير دون التعرض لضغوط وخسائر[5].

[1] Jensen, Michael C., 1986, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, p 2.

[2] حنفي، 2007، مرجع سابق، ص 30، 31.

[3] الخطيب، 2010، مرجع سابق، ص 65.

[4] Akintoye, Ishola Rufus, 2008, Sensitivity of Performance to Capital Structure, p 23.

[5] Ross et al, 2003, Op Cit, p 95.

i. نسب السيولة المشتقة من قائمة المركز المالي

- السيولة المتداولة= $\frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الالتزامات المتداولة}}$

القيمة المتعارف عليها لهذه النسبة بحدود 2 أو أكثر، غير أنَّ انخفاضها في بعض الأحيان قد لا يعني أنَّ هناك خطورة بالنسبة للشركة خاصة إذا كانت تمتلك طاقة اقتراضية غير محدودة.

- نسبة السيولة الجاهزة

$$\text{السيولة الجاهزة} = \frac{\text{النقد+ الأوراق المالية القابلة للتداول}}{\text{الالتزامات المتداولة}}$$

تميِّز هذه النسبة بين الأصول المتداولة القابلة للتحول إلى نقد بسرعة والأصول المتداولة غير القابلة للتحول كالحسابات المدينة والمخزون، غير أنَّه إذا كان هناك اعتقاد بسرعة تحولها وبدون خسائر في القيمة فإنَّه يمكن تضمينها في هذه النسبة[1]، كالمنشآت العاملة في استخراج الذهب، فإنَّ مخزونها من الذهب يعتبر ضمن الأصول سريعة التحوُّل إلى نقد بسبب قلة العرض قياساً إلى الطلب، كما أنَّه لا يتعرض إلى التلف وتغيُّر أذواق المستهلكين[2].

ii. نسب السيولة المشتقة من قائمة التدفقات النقدية:

- نسبة التدفق النقدي[3] = $\frac{\text{التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية}}{\text{الالتزامات المتداولة}}$

تُعبِّر عن مقدرة التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية على مقابلة الالتزامات في الأجل القصير.

- نسبة التدفق النقدي للإنفاق الرأسمالي[4] = $\frac{\text{التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية}}{\text{الإنفاق الرأسمالي}}$

تقيس النسبة مقدرة التدفق النقدي من نشاط المنشأة الأساسي على تمويل التوسع الرأسمالي.

---

[1] Damodaran, Aswath, 2002, INVESTMENT VALUATION, SECOND EDITION, p 29.

[2] محمد وآخرون، 2008، مرجع سابق، ص 74.

[3] Penman, 2001, Op Cit, p 724.

[4] Damodaran, 2002, Op Cit, p 32.

2) نسب الملاءة طويلة الأجل، أو نسب الرفع المالي:

تقيس هذه النسب مقدرة المنشأة على سداد التزاماتها على المدى الطويل ويطلق عليها في معظم الأحيان مصطلح نسب الرفع المالي. وتصنف في ثلاث فئات:

i. نسب إجمالي المديونية

تأخذ هذه النسب في الاعتبار الحجم الإجمالي للمديونية من مختلف تواريخ الاستحقاق.

- نسبة إجمالي الدين = $\frac{\text{إجمالي الأصول – حقوق الملكية}}{\text{إجمالي الأصول}}$

تقيس هذه النسبة حجم الديون التي استخدمت لتمويل أصول المنشأة.

- نسبة المديونية الكاملة = $\frac{\text{إجمالي الدين}}{\text{إجمالي حقوق الملكية}}$

لا يجوز أن تكون هذه النسبة أكبر من الواحد لأنها تعني أنَّ الديون أكبر من الأموال الخاصة، مما يؤدي إلى فقدان المنشأة لاستقلالها المالي، كما يؤدي إلى ضعف ضمانة الدائنين في تحصيل ديونهم[1].

ii. نسب المديونية طويلة الأجل

نسبة الدين طويل الأجل[2] = $\frac{\text{إجمالي الدين طويل الأجل}}{\text{إجمالي الدين طويل الأجل+ إجمالي حقوق الملكية}}$

غالباً ما يركز التحليل على حجم المديونية على المدى الطويل ذلك أن المديونية قصيرة الأجل تتميز بالتقلبات الكبيرة، كما أنَّها عادة ما تكون نتيجة أنشطة متكررة للمنشأة (مثل الحسابات الدائنة)، على العكس من المديونية طويلة الأجل التي تعكس سياسة المنشأة في إدارة الدين.

[1] محمد وآخرون، 2008، مرجع سابق، ص 287.

[2] Penman, 2001, Op Cit, p 724.

iii. نسب تغطية الفوائد

تأتي أهمية هذه النسبة من أن الفوائد تعتبر من التكاليف الثابتة التي يتوجب على المنشأة دفعها بغض النظر عن نتائج نشاطها.

- نسبة تغطية الأرباح للفوائد = $\frac{\text{الأرباح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{مدفوعات الفائدة}}$

- نسبة التغطية النقدية للفوائد = $\frac{\text{الأرباح قبل الفوائد والضرائب+ الاستهلاك}}{\text{مدفوعات الفائدة}}$

تقدم هذه النسبة مقياس هام لمعرفة مدى قدرة المنشأة على توليد تدفقات نقدية من أنشطتها التشغيلية لمقابلة التزاماتها المالية[1].

تناول هذا المبحث خطوات الدراسة التحليلية للقوائم المالية وأهم المؤشرات التي تقدمها، حيث تلخص تلك القوائم نتائج أعمال المنشأة على مدى فترة زمنية محددة، وتم التركيز على النشاط التشغيلي على اعتبار أنَّه الهدف من وجودها. ونظراً لأنَّ المنشأة ما كان لها أن تحقق ذلك الهدف دون توفر مصادر التمويل، فقد تم دراسة الهيكل التمويلي والعوامل المؤثِّرة فيه.

توضِّح القوائم المالية الفعلية أثر عوامل البيئة الداخلية والخارجية وتفاعلها على أداء المنشأة من خلال أرقام وبيانات، والعلاقات القائمة بين عناصر القوائم المالية بناءً على تلك العوامل، مما يمكن من إعداد قوائم تقديرية بالاستناد إلى التغيرات المتوقعة في بيئة المنشأة، وهو ما سيتم تناوله ضمن المبحث الثالث في هذا الفصل.

[1] Brealey, 2001, Op Cit, p 139.

المبحث الثالث

إعداد القوائم المالية التقديرية

منشآت الأعمال عبارة عن كيانات تتطور بشكل مستمر، وإنَّ كل من معدل التطور ومساره يتوقف على عوامل داخلية تتعلق بالمنشأة كالاستراتيجية المختارة، المصادر المالية، المقدرة الإدارية، وعوامل خارجية كالبيئة التنافسية، وعوامل على صعيد الاقتصاد الكلي. فدورة حياة الشركة تتكون من مراحل تتمايز فيما بينها من خلال التغيرات في العوامل سابقة الذكر وبخاصة الإستراتيجية المختارة من قبل المنشأة[1].

بدايةً سنقوم بدراسة التدفق النقدي والوضع المالي للمنشأة لأنه يفيد في تحليل دورة حياتها وعلاقتها مع دورة حياة الصناعة التي تنتمي لها، حيث أنَّ لمعرفة المرحلة الحالية والمستقبلية من دورة حياة المنشأة أثر هام على صحة ودقة التنبؤات التي سيتم إعدادها وتضمينها في نماذج التقييم باعتبار أنَّ لكل مرحلة ما يميزها من خصائص تتعلق بالمؤشرات المدروسة والتقديرات المتعلقة بها.

أولاً: التدفقات النقدية ودورة حياة المنشأة:

تختلف دورة حياة الشركة عن عمرها بسبب اختلاف المنشآت التي لها نفس العمر في معدلات تراكم خبراتها ومستوى المعرفة التي اكتسبتها عن المنافسين وهيكل التكاليف والكفاءة التشغيلية، ويرجع ذلك إلى التناقض والاختلاف في آليات التغذية العكسية فيما بينها، كما قد ينتج الاختلاف نظراً لكون الابتكار عملية مستمرة فيما بين المنشآت التي تدخل وتخرج من السوق خلال كامل دورة حياة الصناعة، أو اختلاف المنشآت في حجم الاستثمارات الأولية ومستوى إعادة الاستثمار في رأس المال، والتكيف مع بيئة المنافسين.

يُعرَّف التدفق النقدي بأنه "تلك التدفقات النقدية المتوقعة من المشروع خلال عمره الإنتاجي سواء أكانت تدفقات نقدية خارجة أم تدفقات نقدية داخلة"[2]. والتدفقات النقدية هي الأرقام المحاسبية البدائية التي لا تتعرض للتحريف على العكس من العناصر المحاسبية التي يتبع في تسجيلها أساس

[1] Dickinson, 2006, Op Cit, p 3.

[2] الجنيدي، قاسم محمد قاسم علي، 2007، التنبؤ بتعثر العميل المصرفي باستخدام نسب التحليل المالي: دراسة تطبيقية في المصارف التجارية اليمنية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، ص69.

الاستحقاق[1]، وإنَّ تقسيم التدفقات النقدية بناءً على الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية يجذب الانتباه إلى الاختلاف في ربحية المنشأة ونموها ومخاطرها[2]، مما يُمكِّن من إيجاد تصنيف دقيق لدورة حياة المنشأة وتحديد كل مرحلة بالاعتماد على تلك التدفقات، وخصائص كل مرحلة من حيث حجم المبيعات والربحية وغيرها من الخواص.

كما ذكرنا هناك ثلاثة أنواع للتدفقات النقدية (تشغيلية، استثمارية، وتمويلية) وكل منها قد يأخذ قيمة موجبة أو سالبة وبالتالي ينتج لدينا ثماني تركيبات محتملة لهذه التدفقات (2^3= 8)، وهذه التركيبات المتوقعة تنطوي ضمن مراحل دورة حياة المنشأة كما يوضحها الجدول التالي.

الجدول (1) مراحل دورة حياة المنشأة والإشارات المتوقعة للتدفق النقدي من كل نشاط في كل مرحلة

	مرحلة الظهور (introduction)	مرحلة النمو (growth)	مرحلة النضوج (mature)	مرحلة إعادة تنظيم الشركة (shake-out)	مرحلة إعادة تنظيم الشركة (shake-out)	مرحلة التراجع (decline)	مرحلة التراجع (decline)
الإشارة المتنبأ بها لقيمة التدفق النقدي							
التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية	−	+	+	−	+	+	−
التدفق النقدي من الأنشطة الاستثمارية	−	−	−	−	+	+	+
التدفق النقدي من الأنشطة التمويلية	+	+	−	−	+	−	+

المصدر: Dickinson, Victoria, 2010, Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle

فيما يلي شرح للتدفقات النقدية من أنشطة المنشأة وفقاً للإشارة المتوقعة لكل منها في كل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة[3،4].

1- التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية:

من المتوقع أن تكون قيمة هذه التدفقات سالبة في مرحلة ظهور المنشأة ذلك أنَّها في هذه المرحلة تتعلم عن هيكل تكاليفها وبيئتها التشغيلية. بينما ستكون قيم هذه التدفقات موجبة بالنسبة

[1] Dickinson, 2006, Op Cit, p 17.

[2] Dickinson, 2011, Op Cit, p 3.

[3] Dickinson, 2006, Op Cit, p 17, 18.

[4] Penman, 2001, Op Cit, p 322, 323.

للمنشآت في مرحلتي النمو والنضوج التي تسعى إلى تعظيم هوامش ربحها، مما يؤدي إلى زيادة عدد المنافسين. أما المنشآت التي دخلت مرحلة إعادة التنظيم فإنَّ التدفقات النقدية التشغيلية قد تكون موجبة أو سالبة وذلك يتوقف على أثر زيادة المنافسة التي تتميز بها هذه المرحلة، أما بالنسبة للمنشآت التي لم تستطع تجاوز المراحل السابقة فإنَّها ستدخل في مرحلة التراجع حيث تصبح التدفقات النقدية التشغيلية سالبة.

2- التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية:

تنتج هذه التدفقات عن عمليات بيع و/أو شراء الأصول الملموسة وغير الملموسة طويلة الأجل. وعادةً ما يزداد حجم مشتريات المنشأة من تلك الأصول خلال المراحل المبكرة لدورة حياتها وبالتالي تكون التدفقات النقدية الاستثمارية الخارجة أكبر من الداخلة (أي صافي تدفقات نقدية استثمارية سالبة)، ذلك أن المنشأة في هذه المراحل تسعى إلى زيادة طاقتها لمقابلة حجم الطلب المستقبلي المتوقع بالإضافة إلى تأسيس علامة تجارية خاصة بها. وعندما تدخل المنشأة في مرحلة النضوج فإنها تستثمر للمحافظة على رأس المال وليس للنمو، وبالتالي فإن التدفقات النقدية ستبقى سالبة في هذه المرحلة. أما مرحلة إعادة التنظيم فإنها تتميز بقيام المنشأة بالاستحواذ على أصول جديدة للابتكار في المنتج و/أو تسييل الأصول العاطلة عن العمل أو القديمة. وفي النهاية فإن المنشآت التي دخلت في مرحلة التراجع عادة ما تستمر بتسييل أصولها لتمويل عملياتها التشغيلية من مصادرها الذاتية و/أو خدمة الديون المترتبة عليها وبالتالي يتوقع أن تكون التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية موجبة.

3- التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية:

إنَّ قيمة هذه التدفقات موجبة بالنسبة للمنشآت في مرحلتي الظهور والنمو بسبب اعتمادها على التمويل الخارجي لتمويل نشاطها التشغيلي. بينما تُحوِّل المنشآت في مرحلة النضوج تركيزها من الحصول على تمويل جديد إلى سداد ديونها. أما المنشآت في مرحلة إعادة التنظيم فإنِّها قد تلجأ إلى المصادر الذاتية أو الخارجية لتمويل الابتكار. وعند دخول المنشآت في مرحلة التراجع فإنِّها قد تلجأ إلى إعادة التفاوض بشأن ديونها و/أو قد تحصل على تمويل جديد في حال أدرك المقرضون أن هذا التحول السلبي الذي أصاب المنشأة مؤقت، أما في حال استنفذت المنشأة جميع خطوط الائتمان

الممكنة فإنّها ستدخل في حالة إعلان الإفلاس إذا لم تتمكن من تمويل نشاطها التشغيلي من مصادرها الداخلية.

ثانياً: مفهوم القوائم المالية التقديرية:

تعد القوائم المالية التقديرية الركيزة الأساسية لعملية التحليل الأساسي الذي يعمل على تحويل البيانات المتنبأ بها إلى تقييم. وتعتبر القوائم المالية الحالية الأساس في عملية التنبؤ، حيث أنَّ الهدف من تحليلها هو التنبؤ بما ستكون عليه تلك القوائم مستقبلاً[1].

يتم التنبؤ بالقوائم المالية التقديرية بالاستناد إلى بعض الظروف المتوقعة، لذلك فإنَّ دقة القوائم المتنبأ بها تتوقف على صحة الافتراضات التي بنيت تلك التنبؤات على أساسها[2]، والتي يتوجب أن تكون معقولة بحيث تراعي بالإضافة إلى الأداء التاريخي للمنشأة كلاً من ظروفها وإمكاناتها في الحاضر والمستقبل وذلك مع مراعاة الظروف البيئية المحيطة بها سواء في السوق الذي تعمل فيه أم بتجاوز ذلك إلى الظروف الاقتصادية العامة[3]. وتتمثل الطريقة العملية لإعداد تنبؤات بالقوائم المالية بالتركيز على بعض النقاط الأساسية وإعداد قوائم مختصرة، والسبب في ذلك أنَّ هذه الطريقة تتطلب حجم أقل من الافتراضات المتعلقة بمستقبل الشركة، حيث أنَّ التطرُّق إلى التفاصيل جميعها أمر معقد ويتطلَّب حجم كبير من الافتراضات، بالإضافة إلى أنَّ القوائم المختصرة تمثل جميع المعلومات التي يحتاجها كل من المحللين وصناع القرار[4].

ثالثاً: خطوات عملية إعداد القوائم المالية التقديرية:

الخطوة الأولى اللازمة لإعداد القوائم التقديرية هي التنبؤ بالمبيعات والتي عادةً ما يكون لها أثر على جميع العناصر المتضمنة في القوائم المالية وخاصةً على كل من الأصول والخصوم المتداولة.

---

[1] Penman, 2001, Op Cit, p 17.

[2] Clarke et al, 2001, Op Cit, p 2.

[3] مطر، محمد، 2003، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني: الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية، ص 249.

[4] Palepu et al, 2007, Op Cit, p 261.

1. الخطوة الأولى: التنبؤ بالمبيعات:

المبيعات هي ناتج ضرب كمية المبيعات في سعر بيع الوحدة الواحدة، وبالتالي يجب دراسة العوامل المؤثرة على كمية المبيعات وسعرها.

يتم التنبؤ بالمبيعات على مستويين، الأول التنبؤات الخارجية التي تتوقف على العلاقة بين مبيعات الشركة وبعض المؤشرات الاقتصادية، والمستوى الثاني التنبؤات الداخلية عن طريق قنوات أو منافذ التوزيع للشركة. وتزودنا التنبؤات الداخلية برؤية عن المبيعات المنتظرة، وتعطينا التنبؤات الخارجية الأساس أو المدخل لتعديل هذه التقديرات للأخذ في الحسبان العوامل الاقتصادية العامة[1]، وهو ما يوفره التحليل الأساسي الذي يعتمد على التنبؤ الديناميكي الذي يأخذ في الحسبان العوامل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية التي قد تؤثر في حجم المبيعات وتكلفتها، وما يترتب على ذلك من آثار على نشاط المنشأة في الفترة المقبلة[2].

تميل معدلات نمو المبيعات لأن تعود إلى قيمة وسطى لها (على صعيد الاقتصاد) خلال فترة قد تتراوح بين ثلاث إلى عشر سنوات. ومما يفسر تراجع معدلات نمو المبيعات ما يعرف بإشباع الطلب (demand saturation) والمنافسة ضمن الصناعة، ولذلك حتى في حال تحقيق المنشأة لمعدلات نمو مبيعات مرتفعة متسارعة، فإنَّه من غير المتوقع أن تستمر هذه المعدلات في المستقبل[3]. وفي دراسة Dickinson تبيَّن أنَّ معدلات نمو المبيعات قد انخفضت بشكل تدريجي خلال جميع مراحل دورة حياة المنشأة، إلا أنها ارتفعت في مرحلة التراجع، وقد يعود ذلك إلى قيام المنشآت في هذه المرحلة بتخفيض أسعارها مما يؤدي إلى زيادة حجم المبيعات وعوائدها بأكثر مما كانت عليه في المراحل السابقة[4].

[1] حنفي، 2007، مرجع سابق، ص 143- 145.

[2] الجنيدي، 2007، مرجع سابق، ص 23.

[3] Palepu et al, 2007, Op Cit, p 263.

[4] Dickinson, 2006, Op Cit, p 26.

2. الخطوة الثانية: التنبؤ بمعدل دوران صافي الأصول التشغيلية وحساب صافي الأصول التشغيلية المتوقع:

يتضمَّن التنبؤ بمعدل دوران الأصول الاستفسار عن الأصول المطلوب أن تكون متوفرة للحصول على المبيعات المتوقعة. وهذا بالطبع يتطلب معرفة عدة أمور منها ما يلي[1]:

- تكنولوجيا المنتج
- مستوى المخزون والمدينون المطلوب توفرها للحفاظ على مستوى المبيعات المتوقع
- حجم المعدات والآلات والبناء
- التنبؤ بالتكاليف
- الطاقة الإنتاجية وهل يتم العمل بالطاقة القصوى

عادةً ما يكون معدل دوران الأصول التشغيلية مستقراً لأنَّه يتوقّف في جزء كبير منه على التكنولوجيا المستخدمة في الصناعة، لذلك فإنَّ حجم رأس المال العامل والاستثمارات طويلة الأجل المتوقعة يجب أن يتم تعديلها بناءً على التغيرات المحتملة في المبيعات[2]. غير أنه وفقاً لنظرية دورة حياة المنشأة فإنَّ معدل دوران الأصول يصل لأعلى مستوياته في مرحلة النضوج تتميز بالتركيز على تخفيض التكاليف وزيادة الكفاءة الإنتاجية[3،4] نتيجة تراجع هوامش الربح بفعل ضغوط المنافسة[5].

يمكن أن يتم التنبؤ بمعدل دوران صافي الأصول التشغيلية من خلال إعداد نسب مستهدفة تضعها الشركة، أو نسب مستهدفة مثل نسب الصناعة أو القطاع الذي تنتمي له، أو بناء على نماذج تاريخية يتم من خلالها التنبؤ بتلك النسبة. ومن خلال معدل دوران الأصول المتنبأ به والمبيعات المتوقعة نحصل على صافي الأصول التشغيلية المتوقعة من خلال المعادلة التالية :

$$\text{صافي الأصول التشغيلية المتوقعة} = \frac{\text{المبيعات المتوقعة}}{\text{معدل دوران صافي الأصول التشغيلية المتوقع}}$$

[1] Penman, 2001, Op Cit, p 504.

[2] Palepu et al, 2007, Op Cit, p p 261, 265.

[3] Spence, 1981, Op Cit.

[4] Wernerfelt, 1985, Op Cit.

[5] Dickinson, 2006, Op Cit, p 19, 26.

3. الخطوة الثالثة: التنبؤ بالمبيعات المعدلة:

في حال عدم قدرة المنشأة على توفير الأصول التشغيلية اللازمة لمقابلة المستوى المتوقع للمبيعات نتيجة للقيود المفروضة على طاقة المنشأة فإنه ينبغي تعديل المبيعات المتوقعة في ضوء الطاقات المتاحة للمنشأة[1].

4. الخطوة الرابعة: التنبؤ بهامش الربح التشغيلي الأساسي:

تعد الأرباح المستقبلية المولد الرئيسي للقيمة المضافة للمنشأة، إلا أنَّه يجب التمييز بين الأرباح المتأتية من الأنشطة التشغيلية المستمرة والأرباح الاستثنائية أو التي من غير المتوقع أن تتكرر بصورة منتظمة[2].

الدخل التشغيلي الأساسي المتوقع= المبيعات المتوقعة * هامش الربح التشغيلي الأساسي المتوقع

يتضمن التنبؤ بهامش الربح التشغيلي الأساسي التنبؤ بجميع مكوناته (الهامش الإجمالي ونسب المصروفات) والتي تتطلب معرفة جيدة بنشاط الشركة وخاصةً فيما يتعلق:

- التكاليف المتوقعة للمنتج وهل من المتوقع أن يكون هناك تغير في تكاليف العمالة أو أسعار المواد الخام.
- هل تعمل الابتكارات التكنولوجية على تخفيض التكاليف، فقد بيَّنت دراسة Dickinson أنَّ إنفاق المنشأة على الابتكار زيادة عن مستوى الصناعة أثر سلباً على ربحيتها الحالية والمستقبلية[3].
- ما هي الميزانية المخصصة للإعلان والمخصصة للأبحاث والتطوير، فقد توصلت دراسة Fairfield et al إلى أنَّ مستوى المنافسة ينخفض في الصناعات التي تتميز بكثافة الأبحاث والتطوير التي تعتبر من إحدى الحواجز على دخول المنشآت الجديدة[4].

تدل الزيادة (أو النقصان) في نسبة هامش الربح بالنسبة للمبيعات على تحسن (تدهور) في الشروط التجارية للمنشأة، وبالتالي أدائها التشغيلي المتوقع[1]. وقد توصلت دراسة Stierwald إلى أنَّ

[1] Penman, 2001, Op Cit, p 503.

[2] Damodaran, 2002, Op Cit, p 22.

[3] Dickinson et al, 2008, Op Cit.

[4] Fairfield et al, 2005, Op Cit.

الربحية السابقة توفر فرصة للمنشأة للحصول على ربحية مرتفعة مستقبلاً، حيث أنَّها تدل على نجاح المنشأة في المحافظة على موقعها التنافسي فيما إذا تمكنت من إعادة استثمار أرباحها المحتجزة في مجال البحوث وتطوير المنتج والعمليات الابتكارية. كما تبيَّن أنَّ المستويات المرتفعة للإنتاجية – والتي قد تنعكس في وسطي تكلفة منخفضة للإنتاج، منتجات ذات نوعية عالية أو كميات أكبر من المخرجات مع حجم أقل من المدخلات – ومدى استمرارية هذه المستويات له تأثير أكبر في الوصول إلى ربحية أعلى للمنشأة مقارنةً بوجود مستوى مرتفع للإنتاجية دون استمرارية في ذلك المستوى[2].

بشكل عام تصل الربحية التشغيلية إلى أعلى قيمة لها في مرحلة النمو من دورة حياة المنشأة، مما يؤكد على وجود فترة زمنية تتمتع فيها بمزايا احتكارية، حيث تسعى في المراحل الأولى إلى اختراق السوق والحصول على حصة كبيرة منه إلا أنَّ قوى المنافسة تعمل على إزالة هذه المزايا في المراحل اللاحقة التي يلاحظ فيها تراجع هوامش الربح[3].

5. الخطوة الخامسة: التنبؤ بالعناصر التشغيلية غير الاعتيادية و/ أو غير المتكررة

عادةً ما يصعب التنبؤ بتلك العناصر لذلك فإنَّها تأخذ القيمة صفر. ولكن إذا أمكن التنبؤ بهيكلية جديدة أو نفقة متوقعة، فيتم طرح الحصيلة من الدخل التشغيلي الأساسي للحصول على الدخل التشغيلي الصافي.

توصلت العديد من الأبحاث إلى أنَّ عناصر الدخل غير الاعتيادية و/أو غير المتكررة تختلف في استمراريتها عن عناصر الدخل الأخرى. ومنه فإنَّ التمييز بين تلك العناصر يحسِّن من القدرة التنبؤية بالأرباح المستقبلية، حيث أشار البعض إلى أنَّ هذه العناصر يجب أن لا تؤخذ في الاعتبار عند التنبؤ بالربحية المستقبلية[4]، وقد توصلت دراسة McVay إلى أنَّ الإدارة تقوم بتصنيف بعض النفقات الأساسية كتكلفة المنتجات المباعة أو النفقات الإدارية ضمن عناصر النفقات الاستثنائية، وعلى الرغم من أنَّ هذا الإجراء لا يؤثر على رقم التكاليف ككل إلى أنَّه يعمل على تقييم

[1] Abarbanell et al,1997, Abnormal returns to a fundamental analysis strategy, p 7.

[2] Stierwald, Andreas, 2009, Determinants of Firm Profitability – The Effect of Productivity and its Persistence.

[3] Dickinson, 2006, Op Cit, p p 19, 26.

[4] ESPLIN et al, 2010, Disaggregating Operating and Financing Activities: Implications for Forecasts of Future Profitability, p p 5, 12.

الأرباح الأساسية للمنشأة بأكبر من قيمتها الحقيقية، وتقوم الإدارة بهذا الإجراء لمقابلة توقعات المحللين عن الأرباح الأساسية، لأنَّ مثل تلك التوقعات لا تأخذ في الاعتبار عناصر النفقات والأرباح الاستثنائية والخاصة[1].

6. الخطوة السادسة: التنبؤ بالعائد على صافي الأصول التشغيلية

يتوقَّف النمو في الدخل التشغيلي المستقبلي للمنشأة عل كل من الزيادة في صافي الأصول التشغيلية عن الفترة السابقة والتغير في ربحية تلك الأصول، لذا تعتبر الأرباح التشغيلية الحالية مستقرة إذا كان من المتوقع أن تحصل صافي الأصول التشغيلية المتوقع إضافتها في الفترة المقبلة على نفس مستوى العائد على صافي الأصول التشغيلية الحالي[2].

توصَّلت دراسة Dickinson إلى أنَّ العائد على صافي الأصول التشغيلية (RNOA) ازداد بشكل مطرد ليصل إلى الذروة في مرحلة النضوج ثم بدأ بالتراجع بعد ذلك[3]. وفي الواقع فإنَّ التحليل المبني على إعداد البيانات التقديرية يقوم على افتراض أساسي أنَّ الربحية (RNOA) سترتد على المدى الطويل إلى مستوى مستقر ودائم[4]. لذا حتَّى وإن اختلفت المستويات الحالية لهذه النسبة نظراً لاختلاف مراحل دورة حياة المنشآت ضمن الصناعة الواحدة، إلا أنَّها قد تعود على المدى البعيد إلى قيمة متقاربة مستقرة.

توضح المعادلة التالية طريقة حساب العائد على صافي الأصول التشغيلية المتوقع:

العائد المتوقع على صافي الأصول التشغيلية= هامش الربح التشغيلي المتوقع* معدل دوران صافي الأصول التشغيلية المتوقع

تمَّ في هذا المبحث تحديد الخطوات الأساسية للتنبؤ بأهم بنود القوائم المالية التقديرية. وبنهاية المبحث نكون قد غطينا من خلال الفصل الأول جوانب مهمة من عملية التحليل الأساسي للمنشأة والتي تتضمن، تحديد طبيعة المنتج الذي تقدمه، وعناصر القوة والضعف في نشاطها ومدى تأثرها

[1]McVay, Sarah Elizabeth, 2006, Earnings Management Using Classification Shifting: An Examination of Core Earnings and Special Items.

[2] Penman et al, 2006, Op Cit, p 7.

[3] Dickinson, 2006, Op Cit, p 26.

[4] NISSIM et al, 2001 , Op Cit, p 121.

بعوامل البيئة الداخلية والخارجية، ثم القيام بتحليل تلك المعلومات التي تنعكس ببيانات كمية تقدمها قوائمها المالية بالإضافة إلى مصادر أخرى للبيانات، وفي النهاية إعداد التنبؤات بالبيانات التي تشكل المدخلات الأساسية لنماذج التقييم التي سيتم استخدامها في هذه الدراسة والموضحة في الفصل الثاني.

الفصل الثاني

القيمة العادلة للمنشأة ومحدداتها

تتضمَّن الخطوة الأخيرة من عملية التحليل الأساسي وضع التنبؤات التي تم التوصل لها من خلال الخطوات السابقة ضمن نماذج صمِّمت لتقدير القيمة العادلة للمنشأة، فالسعر السوقي قد لا يعكس في الوقت المحدد و/أو الدقة المناسبة القيمة العادلة، كما أنَّ هناك العديد من المشاكل التي تواجه عمليات القياس المحاسبي وبالتالي عدم دقِّة الاعتماد عليه كمقياس للقيمة العادلة. لذا تم تطوير العديد من النماذج التي تأخذ بالاعتبار البيانات المحاسبية الحالية والمتوقعة بالإضافة إلى المعلومات التي لا تعكسها البيانات المحاسبية والأسعار السوقية، وسيتم استعراض بعض هذه النماذج والإيجابيات والسلبيات الناتجة عن كل منها. كما سيتم تناول نماذج تقدير معدل العائد المطلوب على الاستثمار في المنشأة كأحد المدخلات الأساسية لنماذج التقييم، والذي يعكس المخاطر التي تواجه المنشأة عند قيامها بنشاطها.

المبحث الأول

مفهوم القيمة العادلة للمنشأة ونماذج تقديرها

كما ذكر سابقاً القول فإنَّ قيمة المنشأة تتحدد من خلال نشاطها الأساسي والنتائج المتولدة عنه والتي يمكن أن يتم إيضاحها من خلال إيجاد القيمة العادلة لصافي أصولها التشغيلية التي تساهم في هذا النشاط والقيمة المضافة التي تحققها. ويتطلَّب إيجاد هذه القيمة عدة إجراءات ذلك أنَّ الاعتماد على التسعير السوقي غير كافي وخاصةً في ظل كفاءة سوق ضعيفة أو متوسطة. إضافةً إلى ذلك فإنَّ الاستناد إلى القيم الدفترية المستمدة من القوائم المالية الحالية يشوبه عدة نقاط ضعف. فعلى الرغم من أن الديون ومقدار النقد عادةً ما تُسجَّل بقيمتها العادلة، إلا أنَّ المشكلة تتعلق بالأصول والخصوم التي يُتَّبع في تسجيلها مجموعة من المبادئ المحاسبية التي تجعل من عملية القياس المستندة إلى القوائم المالية الحالية وحدها غير ممكنة[1].

الصعوبات المتعلقة بالاعتماد على الأسعار السوقية:

القيمة السوقية عبارة عن مجرد محاولة من المشاركين في السوق لاكتشاف السعر الحقيقي للأصل[2]، غير أنَّ أسعار الأسهم في لحظة معينة قد لا تعكس بشكل صحيح جميع المعلومات المتاحة، وهو ما يؤدي إلى انحراف أسعار الأسهم عن القيم الحقيقية لها[3]، كما تتأثر أسعار الأسهم بمجموعة من العوامل منها النشرات الصحفية والطمع والخوف والمضاربة[4]. وفي دراسة لـ Sloan عام 1996 التي أكَّد فيها على أنَّ القيم السوقية هي قيم متحيزة، يشير الباحث إلى أنَّ المشاركين في السوق على ما يبدو يركزون على الأرباح الحالية. إلا أنَّ ذلك لا يعتبر صحيح دوماً لأنَّ الأرباح المتوقعة قد تتأثر بأحداث لا يمكن عكسها ضمن التنبؤات المتعلقة بهذه الأرباح، وعلى العكس من ذلك فإنَّ المشاركين في السوق قد يتمكنون من تدارك هذه الأحداث وعكسها من خلال التسعير[5].

---

[1] Penman, 2001, Op Cit, p 138.

[2] الحويماني، 2006، المال والاستثمار في الأسواق المالية، ص 171.

[3] Elleuch, 2009, Fundamental Analysis Strategy and the Prediction of Stock Returns, p 2.

[4] Mtulia, 2009, Op Cit, p 2.

[5] Bernard, 1995, The feltham-ohlson framework: Implications for Empiricists, p 740.

الصعوبات المتعلقة بالاعتماد على البيانات المحاسبية:

تتيح المعايير المحاسبية المتعارف عليها الاختيار من بين العديد من الطرق والمبادئ المحاسبية المقبولة قبولاً عاماً لمعالجة محاسبية معينة، وحيث أنَّ على الشركة الالتزام بالطريقة المحاسبية المختارة خلال الفترات المالية، ولكن في ظروف معينة تستطيع الشركة أنَّ تغير من طريقة محاسبية لأخرى، مما يؤثر على نتائج الشركات وبالتالي التأثير على النسب المالية[1]. وكمثال على ذلك فإنَّ إتباع أسلوب الوارد أولاً صادر أولاً في تقييم المخزون السلعي خلال فترات ارتفاع الأسعار يؤدي إلى تضخيم قيمة المخزون الواردة في الميزانية من جهة وتخفيض تكلفة البضاعة المباعة في قائمة الدخل من جهة أخرى، وذلك على عكس أسلوب الوارد أخيراً صادر أولاً. على أنَّ كلا الأسلوبين آنفي الذكر يعبران عن عمليات محاسبية لا عن إجراءات فعلية لأنَّ الشركات تستخدم دوماً العناصر الأقدم في مخزونها. والمهم هنا هو أن أسلوب تقييم المخزون يؤثر بشكل واضح على القوائم المالية لذلك يجب أخذه بالحسبان عند المقارنة بين الشركات[2].

ومن ضمن المشكلات المتعلقة بالنظام المحاسبي استخدام منهج التكلفة التاريخية، فالتَّغير المستمر في القوَّة الشرائية لوحدة النقد يؤدي إلى زيادة الأسعار في معظم الأحوال وظهور ما يسمىّ بالتضخم الاقتصادي، مما ينعكس على القيم الاستبدالية للأصول مع تمسك المحاسبة بمبدأ ثبات القوَّة الشرائية لوحدة النقد كمبدأ من المبادئ المقبولة فيها[3]. لذلك فإنَّ الأرقام المحاسبية التي تقيس الأنشطة الاقتصادية للشركة بموجب التكلفة التاريخية هي مجرد تجميع للأسعار[4].

أمَّا بالنسبة للنظام المحاسبي المبني على أساس الاستحقاق فهو يعتمد بشكل كبير على التقديرات والتخمينات من قبل الإدارة والتي قد يكون لها أثرين متعاكسين. فمن جهة، قد تسبب التقديرات أخطاء قياس إضافية لأنَّها تفتح الباب لتلاعب الإدارة، وحتى إذا لم يكن في نية الإدارة التلاعب بالتقديرات فإنَّها قد لا تكون دقيقة بسبب الصعوبة التي تكتنف عملية حساب التقديرات الموثوقة. ومن جهة أخرى، فإن تقديرات الإدارة المتضمنة في البيانات المحاسبية المبنية على أساس

[1] الشوابكة، 2010، مرجع سابق، ص 51- 52.

[2] فتوح وآخرون، الإدارة المالية: مفاهيم أساسية، تقييم الأدوات المالية، دار شعاع للنشر والعلوم، سورية، حلب، ص 187- 188.

[3] مطر، 2003، مرجع سابق، ص 14.

[4] الريشاني، سمير، مفهوم قياس القيمة العادلة في بيئة الأعمال السورية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، ص 8.

الاستحقاق قد تحتوي على معلومات مفيدة عن أرباح العملية الأساسية، وبالتالي لديها المقدرة لتحسين جودة النظام المحاسبي، وإيصال معلومات ذات أهمية وفائدة تتعلق بأداء المنشأة المستقبلي، وهو ما تم التوصل إليه في دراسة Breunsbach[1].

أولاً: مفهوم القيمة العادلة:

تُعرَّف القيمة العادلة بأنَّها " المبلغ الذي يمكن مبادلة الأصل به، أو تسوية التزام بين أطراف مطّلعة وراغبة في التعامل على أساس متكافئ"[2]. كما عرَّف بيان معايير المحاسبة المالية رقم 157 SFAS القيمة العادلة على أنَّها السعر الذي سيستلم عند بيع أصل ما (أو يدفع عند تسوية التزام ما) وذلك ضمن صفقة منظمة بين المشاركين في السوق بتاريخ القياس[3].

للوصول إلى القيمة العادلة للمنشأة فإنَّه ينبغي التعرف على القيمة الحقيقية لما تملكه من أصول وما عليها من التزامات، والقيمة المضافة التي تتحقق نتيجة لتفاعل تلك الأصول والالتزامات ضمن العملية التشغيلية تحت إدارة المنشأة والتي لا يمكن عكسها من خلال قائمة المركز المالي[4]. وتُمثِّل القيمة المضافة الاقتصادية تقديراً للربح الاقتصادي للشركة خلال السنة وهي عبارة عن الدخل المتبقي بعد خصم تكاليف رأس المال، كما وتقيس قدرة الشركة على تعظيم ثروة المساهمين، وبالتالي إذا ركزت إدارة الشركة على هذا المقياس فإنَّ ذلك سيساعدها على تصحيح سياساتها التشغيلية لتحقيق هدفها في تعظيم ثروة المساهمين[5]. وتحسب القيمة الاقتصادية المضافة (economic value added) بناءً على الدخل التشغيلي والقيمة الدفترية لرأس المال وتكلفة رأس المال[6،7]. وحيث أنَّ غاية غاية المنشأة تعظيم تلك القيمة، فإنَّ ذلك لا يتم بشكل مباشر ولكن بالتأثير على العناصر المكونة لها

[1] Breunsbach, Accruals and the prediction of EX post intrinsic values, Op Cit, p 5.

[2] خريسات، عُلا محمد، 2008، دور محاسبة القيمة العادلة في تخطيط عملية التدقيق الخارجي (دراسة ميدانية على البنوك الموجودة بالأردن)، رسالة دكتوراه، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، ص 24.

[3] الريشاني، مرجع سابق، ص 13.

[4] Mtulia, 2009, Op Cit, p 12.

[5] فتوح وآخرون، 2010، مرجع سابق، ص 212.

[6] Parienté, Frédéric, 2003, Revisiting Ohlson's Equity Valuation Model, Université Paris IX Dauphine, p 4. 4.

[7] Jennergren, 2008, A Tutorial on the Discounted Cash Flow Model for Valuation of Companies, p 38.

كالمبيعات وهامش الربح التشغيلي، ضريبة الربح، الاستثمار في رأس المال العامل والأصول الثابتة ووسطي تكلفة رأس المال[1].

ثانياً: نماذج تقدير القيمة العادلة:

يقوم مبدأ التقييم على أنَّ القيمة الفعلية للاستثمار في أي وقت تساوي مجموع الدفعات التي يتوقع المستثمر الحصول عليها منه بناءً على المعلومات المتوفرة في ذلك الوقت[2]. وهناك عدِّة طرق لتقدير القيمة العادلة سيتم التطرق إلى بعضها بشيء من التفصيل.

1. نماذج خصم التدفقات النقدية:

تعد كل منشأة محفظة مكونة من أصول مولدة للثروة. وتتراوح هذه الأصول بين أصول رأسمالية كالمصانع والآلات، رأس المال البشري، والعلامات التجارية والعقود التي تحكم تلك العلامات. والهدف من وجود هذه الأصول معاً هو توليد التدفقات النقدية التي تحدد القيمة الاقتصادية للمنشأة والتي تعادل صافي القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية المتوقعة، وهي ما يعرف بالقيمة الحقيقية للمنشأة[3].

تعتبر طريقة خصم التدفقات النقدية طريقة معيارية عند تقييم المشاريع. وحيث أنَّ الشركة هي مجموعة من المشاريع، فإنَّه يمكن إجراء تقييم للمنشأة بحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من جميع المشاريع التي تقوم بها ضمن أنشطتها التشغيلية والتي يشار إليها بالتدفق النقدي التشغيلي وذلك بعد خصم النقد المستثمر في الاستثمارات التشغيلية الجديدة اللازمة لدعم عمليات المنشأة وبذلك نحصل على التدفق النقدي الحر وهو محل التقييم[4].

- نموذج خصم التدفق النقدي الحر:

كما كان التركيز منذ البداية على دراسة الجانب التشغيلي للمنشأة سيتم عكس ذلك ضمن نماذج التقييم، وحيث أنَّ المنشأة تولد قيمة مضافة من خلال هذا النشاط سينصب التقييم على صافي

[1] Sirbu, 2005, Op Cit, p 4.

[2] Mtulia, 2009, Op Cit, p 3.

[3] Mtulia, 2009, Op Cit, p 12.

[4] فتوح وآخرون، 2010، مرجع سابق، ص 214.

أصولها التشغيلية والتدفقات النقدية التي تولدها هذه الأصول بعد القيام بالاستثمارات اللازمة للمحافظة على طاقتها الإنتاجية.

وفقاً لمعادلة المركز المالي فإنَّ:

صافي الأصول التشغيلية= صافي الالتزامات التمويلية+ حقوق الملكية

أمَّا إذا كان لدى المنشأة صافي أصول تمويلية فإنَّ المعادلة السابقة تصبح:

صافي الأصول التشغيلية= حقوق الملكية– صافي الأصول التمويلية

يطلق على التدفق النقدي الناجم عن النشاط الأساسي التدفق النقدي الداخل من النشاط التشغيلي، وفي حال أنَّ لدى المنشأة صافي التزامات تمويلية يمكن توزيع هذا التدفق كما يلي:

1– تمويل الأنشطة التشغيلية الدورية (مثل شراء مخزون نقداً).
2– شراء أصول تشغيلية طويلة الأجل.
3– النقد المتبقي بعد ذلك يطلق عليه اسم التدفق النقدي الحر، ويستخدم في سداد صافي الالتزامات التمويلية المستحقة على المنشأة خلال العام، وفي النهاية يتم توزيع ما تبقَّى على حملة حقوق الملكية، ويتم توضيح ذلك من خلال معادلة التدفق النقدي الحر والتي تبقى صحيحة دوماً.

$$C_t - I_t = NFE_t + d_t - (NFO_t - NFO_{t-1}) \qquad (1)$$

C_t: صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية الدورية

I_t: صافي الاستثمار في الأصول التشغيلية طويلة الأجل

$C_t - I_t$: التدفق النقدي الحر (free cash flow) (FCF)

NFE_t: صافي النفقات التمويلية

d_t: صافي التوزيعات لحملة حقوق الملكية، وتعادل التوزيعات المدفوعة لحملة حقوق الملكية مضافاً لها إعادة شراء الأسهم ويطرح منها الأسهم المصدرة

$(NFO_t - NFO_{t-1})$: التغير في صافي الالتزامات التمويلية

عند تقييم الأسهم يتم استخدام نموذج خصم التوزيعات المتوقَّعة والذي كان الأساس لظهور النماذج الأخرى، أما وعند تقييم صافي الالتزامات فيتم خصم صافي التدفقات المتوقع أن تحصل عليها وهي عبارة عن التدفق النقدي الحر مطروحاً منه التوزيعات لحملة حقوق الملكية. وفي حال أنَّ قيمة صافي الأصول التشغيلية تعادل قيمة حقوق الملكية مضافاً لها صافي الالتزامات التمويلية، فإنَّ التدفقات المتوقع أن تحصل عليها صافي الأصول التشغيلية تعادل إجمالي التدفقات المتوقعة لحقوق الملكية وصافي الالتزامات التمويلية، أي التدفق النقدي الحر. ووفقاً لنموذج خصم التدفق النقدي الحر فإنَّ القيمة العادلة لصافي الأصول التشغيلية تحسب كما يلي:

$$V^{NOA}_t = \sum_{T=1}^{\infty} \frac{E\left(C_{t+T} - I_{t+T}\right)}{(1+r)^T} \qquad (2)$$

$$V^{NOA}_t = \frac{C_{t+1} - I_{t+1}}{(1+r)^1} + \frac{C_{t+2} - I_{t+2}}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C_{t+T} - I_{t+T}}{(1+r)^T} + \frac{CV_{t+T}}{(1+r)^T}$$

V^{NOA}_t: القيمة العادلة لصافي الأصول التشغيلية في اللحظة t

r: معدل العائد المطلوب على الأنشطة التشغيلية وفقاً لدرجة مخاطر النشاط

CV_{t+T}: القيمة المستمرة المتوقعة للتدفق النقدي الحر بعد الفترة t+ T

* في حال توقُّع ثبات التدفقات بعد الفترة t+T:

$$CV_{t+T} = \frac{C_{t+T+1} - I_{t+T+1}}{r}$$

* في حال توقُّع نمو التدفقات بعد الفترة t+T بمعدل ثابت g:

$$CV_{t+T} = \frac{C_{t+T+1} - I_{t+T+1}}{r-g}$$

المحددات الرئيسية للتدفقات النقدية الحرة[1]:

1) عوائد المبيعات.
2) التكاليف التشغيلية والضرائب.
3) حجم الاستثمارات الرأسمالية المطلوبة في العمليات.

[1] فتوح وآخرون، 2010، مرجع سابق، ص 24.

* مزايا النموذج[1،2]:

1) يعتمد النموذج على البيانات المحاسبية المنشورة كمدخلات أساسية.

2) يعتبر مفهوم التدفق النقدي الحر مفهوم بسيط وحقيقي ولا يتأثر بالقواعد المحاسبية.

3) تعتبر طريقة التدفق النقدي الحر طريقة مباشرة لتطبيق مفهوم وتقنيات القيمة الحالية.

* سلبيات النموذج[3]:

1) هذا النموذج لا يصلح لقياس القيمة المتولدة من النشاط إذا لم يتضمَّن تدفق نقدي.

2) يزداد التدفق النقدي الحر عند توقف المنشأة عن الاستثمار، فالاستثمار وفقاً لهذا النموذج يعتبر كخسارة في القيمة على الرغم من الاستثمار في الأصول التشغيلية هو العنصر الرئيسي المولد للقيمة التي تنتج عن عملية الإنتاج والبيع.

3) التدفق النقدي الحر لا يقيس القيمة المضافة في الأجل القصير، حيث أنَّ القيمة التي يتم الحصول عليها لا تتطابق مع الوقت الذي يتم فيه صرف النقد للحصول عليها.

4) يحتاج التنبؤ بالتدفقات النقدية الداخلة من المشروع لفترة طويلة وخاصة عند نمو الاستثمارات التي تولد التدفقات النقدية في الفترات اللاحقة.

5) من الصعب تأكيد وإثبات تحقق التوقعات بشأن التدفق النقدي الحر.

6) المحلل يتنبأ بالأرباح وليس بالتدفق النقدي الحر، وإنَّ القيام بتعديل التنبؤات بالأرباح إلى تنبؤات بالتدفق النقدي الحر يحتاج إلى إجراء المزيد من التنبؤات على أساس الاستحقاق. فالتدفق النقدي الحر لا يتم التنبؤ به بشكل مباشر وإنما من خلال التنبؤ بكل من قائمة الدخل وقائمة المركز المالي[4].

2. <u>نموذج خصم الدخل (الأرباح) المتبقي:</u>

بناءً على نماذج خصم التدفقات النقدية تم تطوير نموذج خصم الدخل المتبقي، والذي يعرَّف على أنَّه الدخل الإضافي الناتج من زيادة العائد المتحقق عن العائد المطلوب الذي يعكس درجة المخاطرة المتعلقة بعدم الحصول على الدخل المتوقع، فعلى الرغم من أنَّ عملية التقييم تلعب دوراً هاماً في عملية الاستثمار، إلا أنَّه ليس هناك ضمان مطلق بأنَّ الدخل المتحقق سيكون مشابهاً لما هو

[1] Penman, 2001, Op Cit, p 117.

[2] Jennergren, 2008, Op Cit, p 4.

[3] Penman, 2001, Op Cit, p 117.

[4] Jennergren, 2008, Op Cit, p 6.

متوقع، فالمنشآت مثلاً معرضة لعوامل اقتصادية وظروف الصناعة ومخاطر السوق، بالإضافة إلى العوامل الداخلية، وإنَّ أيَّاً منها قد يؤدي إلى إلغاء جميع الافتراضات المتعلقة بالمستقبل[1].

الدراسات الأولية المتعلقة باختبار نموذج الدخل المتبقي ومقارنته مع نموذج خصم التدفقات النقدية توصلت إلى وجود اختلاف بينهما وأنَّ الأفضلية لنموذج الدخل المتبقي. أما في دراسة كل من Lundholm et al و Jennergren فقد تبيَّن أنَّ الاختلافات بينهما تعود إلى الأخطاء المرتكبة عند تطبيق كلا النموذجين، فكلاهما يجب أن يتوصَّل إلى نتائج مشابهة للآخر حتى إذا كانت فترة التقييم قصيرة وليست إلى اللانهاية، طالما أنَّ هناك تماثل بين النموذجين فيما يتعلق بالبيانات المحاسبية المتوقعة ضمن فترة التنبؤ قبل الوصول إلى حالة الاستقرار، والبيانات المحاسبية المتوقعة عند افتراض حالة الاستقرار لحساب القيمة المتبقية للمنشأة (أي عندما يتم افتراض أن كل من الدخل المتبقي أو التدفقات النقدية تصبح قيمتها ثابتة أو تنمو بمعدل ثابت إلى اللانهاية)[2،3].

- نموذج خصم الدخل المتبقي من الأنشطة التشغيلية ومولداته:

ينصب التركيز عند تقييم النشاط التشغيلي للمنشأة على الدخل المتبقي من نشاطها التشغيلي، والذي يتم توليده من خلال العائد على صافي الأصول التشغيلية ومستوى صافي الأصول التشغيلية اللازمة لتوليد هذا العائد ومعدل العائد المطلوب على الأنشطة التشغيلية[4].

كما وجدنا في الفصل السابق فإنَّ العائد على صافي الأصول التشغيلية يحسب كما يلي:

$$RNOA_t = NOPM_t * NOAT_t$$

$RNOA_t$: العائد على صافي الأصول التشغيلية في الزمن t

$NOPM_t$: هامش الربح التشغيلي في الزمن t

$NOAT_t$: معدل دوران صافي الأصول التشغيلية في الزمن t

[1] Joehnk et al, 2003, Op Cit, p 323.

[2] Lundholm et al, 2000, Reconciling Value Estimates from the Discounted Cash Flow Model and the Residual Income Model.

[3] Jennergren, 2008, Op Cit.

[4] Penman, 2001, Op Cit, p 120.

وحيث أنَّ الدخل التشغيلي المتبقي هو الدخل الذي تحققه الأنشطة التشغيلية مطروحاً منه تكلفة رأس المال المستثمر في صافي الأصول التشغيلية، ومنه:

$$o\chi^{\alpha}_t = o\chi_t - r\ NOA_{t-1} \qquad (3)$$

$o\chi^{\alpha}_t$: الدخل التشغيلي المتبقي في الزمن t

$o\chi_t$: الدخل التشغيلي في الزمن t

r: معدل العائد المطلوب على الأنشطة التشغيلية

NOA_{t-1}: صافي الأصول التشغيلية في الزمن t−1

وفقاً لنموذج الدخل المتبقي فإنَّ القياس المحاسبي يعتمد على علاقات الفوائض الصافية (clean surplus)، والتي تقوم أساساً على أنَّ جميع المكاسب أو الخسائر التي تحققها المنشأة خلال الفترة يتم تضمينها في صافي الدخل ضمن قائمة الدخل[1]، والتي ينتج عنها قائمة حقوق ملكية تتضمن فقط صافي الدخل والتعاملات مع حملة حقوق الملكية، ومنه فإنَّ التغيرات في القيمة الدفترية لحقوق الملكية تتوقف على الأرباح المتحققة مطروحاً منها التوزيعات خلال نفس الفترة. أما طرق القياس التي تعتمد على الفوائض الكلية (dirty surplus items) فهي عبارة عن بند (أو بنود) محاسبي في قائمة حقوق الملكية غير التعاملات مع حملة حقوق الملكية وكذلك غير صافي الدخل المغلق في قائمة حقوق الملكية من قائمة الدخل.

العلاقات المحاسبية بين عناصر القوائم المالية المبنية على أساس الفوائض الصافية (clean surplus accounting) تُحدِّد القيمة الدفترية لكل من حقوق الملكية وصافي الالتزامات التمويلية وصافي الأصول التشغيلية من خلال معادلات الفوائض الصافية (clean surplus relations) كما يلي:

$$bv_t = bv_{t-1} + x_t - d_t$$

[1] Isidro et al, 2006, dirty surplus accounting flows and valuation errors, A Journal of Accounting, Finance and Business Studies.

$NFO_t=NFO_{t-1}+NFE_t+d_t-FCF_t$ (financial obligations relations (FLR))

$NOA_t=NOA_{t-1}+ox_t-FCF_t$ (operating assets relations (OAR))

ومنه فإنَّ التدفق النقدي الحر يساوي:

$FCF_t=NOA_{t-1}- NOA_t+ox_t$ (4)

bv: القيمة الدفترية لحقوق الملكية

x_t: صافي الدخل (من قائمة حقوق الملكية)

d_t: صافي التوزيعات لحملة حقوق الملكية، وتعادل التوزيعات المدفوعة لحملة حقوق الملكية مضافاً لها إعادة شراء الأسهم ويطرح منها الأسهم المصدرة

NFO: صافي الالتزامات التمويلية

NFE: صافي النفقات التمويلية

FCF: التدفق النقدي الحر

Ox: الدخل التشغيلي

وعند استبدال المعادلة (4) في معادلة نموذج خصم التدفق النقدي الحر (2) تصبح المعادلة:

$$V^{NOA}_t= \sum_{T=1}^{\infty} \frac{E\left(NOA_{t+T-1}- NOA_{t+T}+ox_{t+T}\right)}{(1+r)^T} \quad (5)$$

من المعادلة (3) فإنَّ الدخل التشغيلي للفترة t:

$o\chi_t= o\chi^{\alpha}_t + r\ NOA_{t-1}$

وعند تعويض الدخل التشغيلي في المعادلة (5)

$$V^{NOA}_t= \sum_{T=1}^{\infty} \frac{E\left(NOA_{t+T-1}- NOA_{t+T}+o\chi^{\alpha}_{t+T} + r\ NOA_{t+T-1}\right)}{(1+r)^T}$$

$$V^{NOA}_t = \sum_{T=1}^{\infty} \frac{E\left((1+r)*NOA_{t+T-1} - NOA_{t+T} + o\chi^{\alpha}_{t+T}\right)}{(1+r)^T}$$

$$V^{NOA}_t = \sum_{T=1}^{\infty} \frac{E\left((1+r)*NOA_{t+T-1}\right)}{(1+r)^T} + \sum_{T=1}^{\infty} \frac{E(o\chi^{\alpha}_{t+T})}{(1+r)^T} - \sum_{T=1}^{\infty} \frac{E(NOA_{t+T})}{(1+r)^T}$$

$$V^{NOA}_t = \sum_{T=1}^{1} \frac{E\left((1+r)*NOA_{t+T-1}\right)}{(1+r)^T} + \sum_{T=2}^{\infty} \frac{E\left((1+r)*NOA_{t+T-1}\right)}{(1+r)^T} - \sum_{T=1}^{\infty} \frac{E(NOA_{t+T})}{(1+r)^T} + \sum_{T=1}^{\infty} \frac{E(o\chi^{\alpha}_{t+T})}{(1+r)^T}$$

$$V^{NOA}_t = NOA_t + \sum_{T=1}^{\infty} \frac{E(o\chi^{\alpha}_{t+T})}{(1+r)^T} \qquad (6)$$

$$V^{NOA}_t = NOA_t + \frac{E(o\chi^{\alpha}_{t+1})}{(1+r)^1} + \frac{E(o\chi^{\alpha}_{t+2})}{(1+r)^2} + \ldots + \frac{E(o\chi^{\alpha}_{t+T})}{(1+r)^T} + \frac{cv_{t+T}{}^{o\chi\alpha}}{(1+r)^T}$$

V^{NOA}: القيمة العادلة المقدَّرة لصافي الأصول التشغيلية

$o\chi^{\alpha}$: الدخل التشغيلي المتبقي

r: معدل العائد المطلوب على صافي الأصول التشغيلية

E: رمز التوقُّع

$CV_{t+T}{}^{OXa}$: القيمة المستمرة المتوقَّعة للدخل التشغيلي المتبقي بعد الفترة t+ T وتحسب كما يلي:

* في حال توقُّع انعدام الدخل المتبقي بعد الفترة t+ T:

$$cv_{t+T}{}^{o\chi\alpha} = 0$$

* في حال توقُّع بقاء الدخل المتبقي نفسه بعد الفترة t+ T:

$$cv_{t+T}{}^{o\chi\alpha} = \frac{E(o\chi^{\alpha}_{t+T+1})}{r}$$

* في حال نمو الدخل المتبقي بعد الفترة t+ T بمعدل ثابت g:

$$cv_{t+T}{}^{o\chi\alpha} = \frac{E(o\chi^{\alpha}_{t+T+1})}{r-g}$$

وفقاً لنموذج الدخل التشغيلي المتبقي فإنَّ القيمة العادلة للمنشأة تتحدد من خلال القيمة الدفترية لصافي أصولها التشغيلية في اللحظة المدروسة مضافاً لها القيمة الحالية في تلك اللحظة للدخل التشغيلي المتبقي المتوقع أن تولده هذه الأصول.

المستوى المستمر الموجب للدخل التشغيلي المتبقي قد يكون نتيجة وجود ربحية حقيقية مستمرة تزيد عن المستويات الطبيعية (استثمار المنشأة بشكل دائم بمشاريع تولد صافي قيمة حالية موجبة)، أو قد تكون نتيجة لآثار محاسبية، على سبيل المثال وعند إتباع مبدأ الحيطة والحذر في تخفيض القيم الدفترية للأصول كما هي الحال عند تسجيل نفقات البحوث والتطوير بدلاً من اعتبارها أصولاً، مما ينجم عنه دخل تشغيلي متبقي موجب ومستمر[1].

توصَّل Frankel and Lee إلى أنَّ استخدام تنبؤات المحللين –عوضاً عن التنبؤات المبنية على الأرباح السابقة– كمؤشر على الأرباح المستقبلية المتوقعة يحسِّن من مقدرة نموذج تقييم الدخل المتبقي على التنبؤ بقيمة المنشأة[2]، غير أنَّ هذه التنبؤات تتأثر بشكل كبير بتوجيهات الإدارة، بعض هذه التوجيهات منشور أو مسوق بهدف إيصال معلومات داخلية موثوقة ووضع حد لتفاؤل المحللين المبالغ فيه (توجيه مشروع legitimate guidance)، وقد وضَّح Lansford et al أنَّ مثل هذا النوع من التوجيهات يساعد المحللين والمستثمرين في التنبؤ بأداء المنشأة التشغيلي مستقبلاً[3]، كما توصل كل من Lang and Lundholm إلى أنَّه يقلل من مشكلة عدم تماثل المعلومات ويحسن من دقة التنبؤات[4]. بينما البعض الآخر من التوجيهات يهدف إلى تضليل المحللين وإثباط توقعاتهم لإنتاج تنبؤات خاطئة بناءً على الأرباح المعلن عنها والمنشورة[5].

وفي النهاية يمكن تلخيص المزايا المتعلقة بنموذج تقييم الدخل التشغيلي المتبقي بما يلي[6]:

1- يعتبر نموذج كفء، يقوم على التنبؤ بمولدات معينة: كالمبيعات وهامش الربح التشغيلي ومعدل دوران صافي الأصول التشغيلية، والعناصر المتضمنة فيها.

2- يركِّز النموذج على الأنشطة التشغيلية وهي ذلك الجزء من نشاط المنشأة الذي يولد القيمة.

3- التوزيعات لا تؤثر على التقييم ونتائج النموذج.

---

[1] Penman, 2001, Op Cit, p 122.

[2] Frankel, R., Lee, C.M.C., 1998, Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns, Journal of Accounting and Economics.

[3] Tian, 2009, The impact of expectations manipulation in the usefulness of analyst forecast in firm valuation, SSRN, Working Paper Series, p p 1, 8.

[4] Lang et al, 1996, Corporate disclosure policy and analyst behavior, The Accounting Review.

[5] Tian, 2009, Op Cit.

[6] Penman, 2001, Op Cit, p 518.

4- الأنشطة التمويلية لا تؤثِّر على نتائج التقييم، ولكن إذا كان هناك مزايا أو مساوئ ضريبية وغيرها فيمكن تعديل التقييم باستخدام القيمة الحالية لتلك المزايا أو الخسائر.

5- الاستثمارات التي لا تولد قيمة لا يتم حساب قيمتها ولا تؤثِّر على نتائج التقييم.

6- معدل الخصم المستخدم في هذا النموذج هو تكلفة رأس المال التشغيلي.

أما المشاكل المتعلقة بنموذج الدخل التشغيلي المتبقي هي[1]:

1- الأخطاء الناتجة عند التنبؤ بقيم الدخل المتبقي مستقبلاً كالمبالغة في التفاؤل أو التشاؤم عند توقع الأرباح.

2- الأخطاء المرتكبة عند افتراض معدل نمو غير دقيق في الدخل التشغيلي المتبقي، مما يؤثر على حساب القيمة النهائية ضمن النموذج.

3- افتراض ثبات معدل التوزيعات للأسهم مما قد ينتج عنه أخطاء تقييم في حال توقُّع تغيُّر نسبة التوزيعات. إلا أنَّ هذا النوع من الخطأ هو الأقل تأثيراً على التقييم ذلك أنَّ المنشآت عادةً ما تميل إلى المحافظة على نسبة ثابتة من التوزيعات.

3. نموذج Ohlson 1995:

طوَّر Ohlson نموذج الدخل المتبقي للتعبير عن قيمة المنشأة بالاعتماد على قيمتها الدفترية المحاسبية والدخل المتبقي والمعلومات الأخرى عن الدخل المتبقي المستقبلي[2]، وهو عبارة عن نموذج خطي ديناميكي يصف سلوك الدخل المتبقي للمنشأة عبر الفترة الزمنية المدروسة[3].

نظراً لأن نموذج Ohlson يعتمد على البيانات المحاسبية الحالية والدخل المتبقي المتوقع، وإنَّ الدخل المتبقي على العكس من التدفقات النقدية الحرة يعتمد على التنبؤ لفترات طويلة بالأرباح المستقبلية من الاستثمار والاعتماد بشكل أقل على حساب القيمة النهائية، لذا فإنَّ أدائها يكون أفضل من النماذج التي تعتمد على خصم التدفقات النقدية. كما أنَّ نموذج الدخل المتبقي حصل على أهمية أكبر من قبل الأكاديميين لأنَّه حوَّل الاهتمام من نماذج التقييم التي تستند في مدخلاتها على العناصر المُمثِّلة لكيفية توزيع المنشأة للثروات والعوائد التي تحصل عليها من نشاطها مثل نموذج خصم

[1] Baginski et al, 2003, Residual income Risk, intrinsic values, and share prices, American Accounting Association, The Accounting Review, p 15.

[2] Tian, 2009, Op Cit, p 13.

[3] Khodadadi, Vali; Emami, Mohammad Reza, 2009, Using panel data analysis method in Ohlson (1995) model to predicting abnormal earnings, International Bulletin of Business Administration, p 40.

توزيعات الأسهم، إلى النماذج التي تشكل مدخلاتها العناصر المولدة لتلك الثروات والعوائد[1]. وعلى الرغم من أن نموذج الدخل المتبقي حول الاهتمام من التنبؤ بالتوزيعات إلى مولِّدات الثروة، إلا أنَّه لا يزال يعتمد على التنبؤ بالتدفقات والتوزيعات لحساب القيمة الدفترية المتوقعة ومنها حساب الدخل المتبقي المستقبلي، على العكس من نموذج Ohlson ونموذج Feltham & Ohlson اللذين لا يتطلبان إجراء تنبؤات بالتدفقات والتوزيعات لأنهما يعتمدان على السلوك الخطي للدخل المتبقي وتوقع ثباته مستقبلاً.

الافتراضات الأساسية التي يقوم عليها نموذج Ohlson[2]:

1) ارتكاز النموذج على نموذج خصم التوزيعات، وحيث أنَّ الغاية هي تقييم صافي الأصول التشغيلية فسيتم الاعتماد على نموذج خصم التدفق النقدي الحر بدلاً من نموذج خصم التوزيعات.
2) الاعتماد على العلاقات التي تحددها معادلات الفوائض الصافية.
3) الافتراض الأخير يطلق عليه مصطلح المعلومات الخطية الديناميكية، والذي يعرف العملية العشوائية لكل من الدخل التشغيلي المتبقي والمعلومات غير المحاسبية كما يلي:

$$- o\chi^{\alpha}_{t+1} = \omega_{11}\, o\chi^{\alpha}_{t} + \nu_{1t} + \varepsilon_{1t+1}$$

$$- \nu_{1t+1} = \gamma_1\, \nu_{1t} + \varepsilon_{2t+1}$$

ω_{11}: معامل الانحدار الذاتي ويعبر عن استمرارية الدخل التشغيلي المتبقي عبر الزمن.

ν_1: متغير المعلومات الأخرى، والذي يعرَّف بالفرق بين التوقعات المستقبلية عن الدخل التشغيلي المتبقي المبنية على أساس المعلومات الشاملة والقيمة المتوقَّعة التي تتحدَّد من خلال معامل استمرارية الدخل التشغيلي المتبقي وقيمته في الفترة الحالية[3]. ومنه فإنَّ قيمة متغير المعلومات الأخرى يمكن حسابها من خلال المعادلة التالية:

$$\nu_{1t} = E(o\chi^{\alpha}_{t+1}) - \omega_{11}\, o\chi^{\alpha}_{t}$$

وفقاً لنموذج Ohlson لتقييم الأسهم فإنَّ القيمة الدفترية للسهم تنخفض بمقدار التوزيعات التي يحصل عليها نتيجة انخفاض قيمة حقوق الملكية بمقدار الأرباح الموزعة، غير أنَّ بعض الباحثين

[1] Parienté, 2003, Op Cit, p p 2, 5.

[2] Ohlson, James A, 1995, Earnings, book values, and dividends in equity valuation, Contemporary Accounting Research, p 666- 668.

[3] Tian, 2009, Op Cit, p 13.

توصلوا إلى حدوث ارتفاع في أسعار الأسهم عند إعلان التوزيعات، ويفسر ذلك بأنَّ التوزيعات تعتبر كمؤشر عن الأرباح المستقبلية، فالإدارة الجيدة التي تمتلك معلومات عن تحسُّن الأرباح مستقبلاً تقوم بإجراء توزيعات، ويتضمن نموذج Ohlson ميزة إدراك مثل تلك المؤشرات في نتائج التقييم من خلال متغير المعلومات الأخرى[1].

γ_1: معامل الانحدار الذاتي، ويعِّبر عن علاقة متغير المعلومات الأخرى في لحظة معينة مع قيمته في الفترة السابقة.

$\varepsilon_1, \varepsilon_2$: حدَّا الاضطراب العشوائي، وهما غير قابلان للتنبؤ ووسطي قيمة كل منهما صفر، والقيم المتوقعة لهما معدومة[2]. بينما المعلومات غير المحاسبية قد تكون غير قابلة للتنبؤ بشكل كامل أو قابلة للتنبؤ جزئياً[3].

$$E\varepsilon_{1t+1=} \; E\,\varepsilon_{2t+1=0}$$

$$\omega_{11} \in [0,\ 1)$$

$$\gamma_1 \in [0,1)$$

قيم المعاملات ω_{11} و γ_1 ثابتة ومعروفة، حيث أنَّها تتوقف على كل من البيئة الاقتصادية للمنشأة وكذلك القواعد المحاسبية المتبعة[4].

المساهمة التي يضيفها نموذج Ohlson ونموذج Feltham & Ohlson هي تحديد سلوك الدخل المتبقي وكذلك سلوك المعلومات الأخرى المتعلقة بالقيم المتوقعة للدخل المتبقي عبر الزمن باستخدام نموذج المعلومات الخطي البسيط، وبالتالي تحديد العلاقة بين المعلومات الحالية والقيمة الأساسية للمنشأة[5،6]. حيث يقوم الافتراض الأخير للنموذج على تحديد قيمة الدخل المتبقي من خلال نماذج الانحدار الذاتي، مما يسهل عملية التقييم بتجاهل سياسة التوزيعات، كما يقوم الافتراض على

[1] Lundholm, Russell J, 1995, A tutorial on the ohlson and Feltham/Ohlson models: answers to some frequently asked questions, Contemporary Accounting Research, p 754.

[2] Ohlson, 1995, Op Cit, p 668.

[3] Lundholm, 1995, Op Cit, p 752.

[4] Parienté, 2003, Op Cit, p 6.

[5] Parienté, 2003, Op Cit, p 6.

[6] Khodadadi et al, 2009, Op Cit, p 40.

أنَّ المعلومات غير المحاسبية تتبع نماذج الانحدار الذاتي، وتضاف هذه المعلومات للدخل المتبقي أي تصبح جزء من عملية الانحدار الذاتي للدخل المتبقي في الفترة المقبلة (على الرغم من أنَّ ذلك قد يتطلب فترة زمنية أطول)[1].

بالاعتماد على الافتراضات السابقة وبالاعتماد على معادلة الدخل التشغيلي المتبقي فإن نموذج ohlson لتقييم صافي الأصول التشغيلية يصبح:

$$V^{NOA}_t = NOA_t + \alpha_1 o\chi^{\alpha}_t + \beta_1 \nu_{1t} \qquad (7)$$

$$\alpha_1 = \frac{\omega_{11}}{R - \omega_{11}} \geq 0$$

$$\beta_1 = \frac{R}{(R - \omega_{11})(R - \gamma_1)} > 0$$

$$R = 1 + r$$

يرتد الدخل المتبقي إلى قيمة محدَّدة عبر الزمن بناءً على افتراض أنَّ المنشأة تفقد أيَّة ميزة تتمتع بها بناءً على الضغوط التنافسية، كما تتفق أيضاً مع المبادئ المحاسبية المتعارف عليها في استهلاك الشهرة عبر الزمن[2]. لذا على الرغم من أنَّ افتراض الدخل المتبقي يتبع نماذج الانحدار الذاتي البسيط يُعتبر كمحدِّد، إلا أنه يعتبر كافياً لمعرفة الآثار من الدرجة الأولى على سلوك الدخل المتبقي[3].

أثر عدم إتباع المحاسبة المبنية على علاقات الفوائض الصافية على دقَّة النموذج:

من الافتراضات الأساسية لكل من نموذج الدخل المتبقي ونموذج Ohlson اعتماد القياس المحاسبي على معادلات الفوائض الصافية، ولكن حتى في حال حساب القيمة الدفترية الحالية للمنشأة بناءً على معادلات الفوائض الكلية، فإنَّ معادلة الدخل المتبقي تبقى صحيحة فقط في حال أنَّ

[1] Lundholm, 1995, Op Cit, p p 752, 754.

[2] Parienté, 2003, Op Cit, p 6.

[3] Bernard, 1995, Op Cit, p 743.

التغيرات المتنبأ بها في القيمة الدفترية تعتمد على علاقات الفوائض الصافية بغض النظر عن الطرق المحاسبية المُتَّبعة، وحتى في حال تم التلاعب بالقيمة الدفترية و/أو الأرباح[1].

لقياس أثر اعتماد القياس المحاسبي على علاقات الفوائض الكلية سنعيد كتابة نموذج الدخل التشغيلي المتبقي ونموذج Ohlson بناءً على تقسيم الدخل إلى جزأين الأول هو صافي الدخل التشغيلي من قائمة الدخل، والثاني عناصر الدخل التشغيلي الأخرى المحتواة في قائمة حقوق الملكية وغير المتضمنة في قائمة الدخل (dirty surplus items)، والهدف هو التمييز بين الدخل قبل عناصر الدخل الاستثنائية والدخل من العناصر الاستثنائية والتي تعتبر أرباح مؤقتة ينبغي تحديد سلوكها عبر السلسلة الزمنية بشكل مختلف عن الأرباح الاعتيادية[2].

$$o\chi_t = y_t + z_t$$

$o\chi t$: الدخل التشغيلي الإجمالي من قائمة الدخل وقائمة حقوق الملكية

yt: الدخل التشغيلي من قائمة الدخل

zt: عناصر الدخل التشغيلية الاستثنائية المتضمنة في قائمة حقوق الملكية

$$y^{\alpha}_t = y_t - rNOA_{t-1}$$

y^{α}_t: الدخل التشغيلي المتبقي من العناصر الاعتيادية والمتكررة

$$o\chi^{\alpha}_t = o\chi_t - rNOA_{t-1} = y_t + z_t - rNOA_{t-1}$$

$$o\chi^{\alpha}_t = y^{\alpha}_t + z_t$$

ومنه يصبح نموذج الدخل التشغيلي المتبقي عندما يعتمد القياس المحاسبي على علاقات الفوائض الكلية dirty surplus:

$$V^{NOA}_t = NOA_t + \sum_{T=1}^{\infty} \frac{E(o\chi^{\alpha}_{t+T})}{(1+r)^T} = NOA_+ + \sum_{T=1}^{\infty} \frac{E(y^{\alpha}_{t+T})}{(1+r)^T} + \sum_{T=1}^{\infty} \frac{E\, zt+TT}{(1+r)^T}$$

[1] Bernard, 1995, Op Cit, p 742.

[2] Parienté, 2003, Op Cit, p 14- 15.

الافتراضات الأساسية لنموذج ohlson هي نفسها، لكن فيما يتعلق بالمعادلات الديناميكية للنموذج فسيتم افتراض أن العناصر الاستثنائية لا يتوفر عنها معلومات غير محاسبية، وبالتالي تصبح المعادلات الديناميكية:

$$y^{\alpha}_{t+1} = \omega\ y^{\alpha}_{t} + \nu_t + \varepsilon_{1t}$$

$$\nu_{t+1} = \gamma\ \nu_t + \varepsilon_{2t}$$

$$z_{t+1} = \varphi\ z_{t} + \varepsilon_{3t}$$

ومنه يصبح نموذج ohlson:

$$V^{NOA}_{t} = NOA_t + \frac{\omega}{(1+r-\omega)}\ y^{\alpha}_{t} + \frac{(1+r)}{(1+r-\omega)(1+r-\gamma)}\ \nu_t + \frac{\varphi}{r-\varphi}\ z_t$$

لذلك فإنَّ إهمال عناصر الدخل غير المتضمنة في قائمة الدخل ينجم عنه تحيز في قيمة صافي الأصول التشغيلية للأعلى أو الأقل وذلك بناءً على إشارة $(r-\varphi)$.

4. نموذج Feltham & Ohlson:

ينجم عن تحيُّز البيانات المحاسبية اختلاف السعر السوقي للسهم أو الأصول عن قيمهما الدفترية. ومن أسباب التحيز اعتماد المحاسبة على مبدأ الحيطة والحذر كقيام المنشأة باستهلاك أصولها عند شرائها وقبل مباشرتها بالعملية الإنتاجية، أو عدم زيادة القيمة الدفترية للأصول عند زيادة قيمتها الحقيقية. كما يُقال عن البيانات المحاسبية أنَّها متحيزة عندما تكون المحاسبة نفعية (Aggressive Accounting) مثل قيام المنشأة باستهلاك أصولها بمعدل أقل من استهلاكها الاقتصادي. لذا عند إتباع مبدأ الحيطة والحذر فإنَّ الفرق بين السعر والقيمة الدفترية قد ينتج من إدراك السعر لمعلومات عن الربح المتوقع قبل القيمة الدفترية، وبالتالي للحصول على نظام محاسبي غير متحيز، فإنَّه يجب الانتباه إلى إدراك الأرباح عند وصول المعلومات المتعلقة بها و بالمقدار الذي يعكس قيمتها الحالية (القيمة الاقتصادية المضافة). أو أنَّ الفرق ينتج من إتباع إجراءات محاسبية تقلل من القيمة الدفترية للأصول (القيمة المحاسبية المضافة)[1].

[1] Lundholm, 1995, Op Cit.

يتميَّز نموذج F&O بأنَّه يتغلب على مشكلة الاعتماد على مبدأ الحيطة والحذر في تسجيل البيانات المحاسبية[1] باحتواء النموذج على متغير النمو في نشاط المنشأة مقيساً بالنمو في صافي الأصول التشغيلية عند تقدير القيمة العادلة. حيث قام Feltham & Ohlson بفصل الأصول التشغيلية عن الأصول التمويلية ذلك أنَّ الاعتماد على مبدأ الحيطة والحذر في تسجيل البيانات المحاسبية غالباً ما يؤدي إلى تخفيض قيمة الأصول التشغيلية بينما لا يؤثر على الأصول التمويلية، مما يؤثِّر على حجم الدخل التشغيلي المتبقي والقيمة العادلة لصافي الأصول التشغيلية، لذلك لا بُدَّ من إضافة متغير آخر ضمن نموذج ohlson لتحديد القيمة العادلة بشكل أدق، وهو الأصول التشغيلية الحالية والمعلومات عن التغيرات فيها[2].

الافتراضات الأساسية التي يقوم عليها النموذج[3]:

يقوم النموذج على نفس افتراضات نموذج ohlson مع إضافة أثر كل من صافي الأصول التشغيلية والنمو فيها على الدخل التشغيلي المتبقي، وكذلك سلوكها عبر الزمن، ضمن الافتراض الثالث المتعلق بالمعلومات الخطية الديناميكية. لذلك سنعيد كتابة الافتراض الثالث للنموذج:

$$- o\chi^{\alpha}_{t+1} = \omega_{11}\, o\chi^{\alpha}_{t} + \omega_{12}\, NOA_t + \nu_{1t} + \varepsilon_{1t+1} \quad (A)$$

$$- \nu_{1t+1} = \gamma_1\, \nu_{1t} + \varepsilon_{2t+1} \quad (B)$$

$$- NOA_{t+1} = \omega_{22}\, NOA_t + \nu_{2t} + \varepsilon_{3t+1} \quad (C)$$

$$- \nu_{2t+1} = \gamma_2\, \nu_{2t} + \varepsilon_{4t+1} \quad (D)$$

$$\omega_{11} \in [0, 1)$$

$$\omega_{12} \geq 0$$

$$\omega_{22} \in [1, R)$$

$$\gamma_1, \gamma_2 \in [0,1)$$

من خلال الافتراضات الأساسية للنموذج ومعادلة الدخل التشغيلي المتبقي قدم Feltham & Ohlson نموذجهما[1]:

[1] Liu et al, 1999, The Feltham–Ohlson (1995) model: empirical implications, Journal of Accounting, Auditing & Finance, p 1.

[2] Khodadadi et al, 2009, Op Cit, p 42.

[3] Liu et al, 1999, Op Cit.

$$V^{NOA}_t = NOA_t + \alpha_1 o\chi^{\alpha}_t + \alpha_2 NOA_t + \beta_1 \nu_{1t} + \beta_2 \nu_{2t} \qquad (8)$$

حيث أنَّ:

$$\alpha_1 = \frac{\omega_{11}}{R - \omega_{11}} \geq 0$$

$$\alpha_2 = \frac{\omega_{12} R}{(R - \omega_{11})(R - \omega_{22})} \geq 0$$

$$\beta_1 = \frac{R}{(R - \omega_{11})(R - \gamma_1)} > 0$$

$$\beta_2 = \frac{\alpha_2}{R - \gamma_2}$$

من المعادلتين (A) و(C) الديناميكية يمكن حساب المعلومات الأخرى المتعلقة بكل من الدخل التشغيلي المتبقي وصافي الأصول التشغيلية كما يلي[2]:

$$\nu_{1t} = E o\chi^{\alpha}_{t+1} - \omega_{11}\, o\chi^{\alpha}_t - \omega_{12}\, NOA_t$$

$$\nu_{2t} = E NOA_{t+1} - \omega_{22}\, NOA_t$$

في النهاية فإن المساهمتين الرئيسيتين اللتان أضافهما كل من نموذج Ohlson و F&O هما[3]:

1- ارتكاز الأبحاث على التحليل الأساسي بالابتعاد عن تفسير سلوك أسعار الأسهم إلى التركيز على التنبؤ بالأرباح المستقبلية والنمو في القيمة الدفترية.

2- بناء وتأسيس علاقة بين البيانات المحاسبية وقيمة المنشأة.

إنَّ تحويل الهدف من التنبؤ بالتوزيعات إلى التنبؤ بالأرباح المستقبلية والقيمة الدفترية للمنشأة في كلا النموذجين، يعمل على تجنب المعضلة الكامنة في التنبؤ بالتوزيعات، وتقديم طريقة أفضل لفهم قيمة المنشأة بالابتعاد عن الأسعار السوقية التي قد تؤثر فيها عوامل نفسية وغير اقتصادية.

---

[1] Feltham et al, 1995, Op Cit, p 705.

[2] Liu et al, 1999, Op Cit.

[3] Liu et al, 1999, Op Cit, p p 733, 736.

وبالتالي فإنَّ كلا النموذجين يعززان مفهوم التحليل الأساسي الذي يتناول جميع العوامل المؤثرة بالمنشأة والتي تلعب دوراً هاماً في عملية تحديد القيمة العادلة.

أما من أهم سلبيات نموذج Ohlson و Feltham & Ohlson:

1- الافتراضات التي يقوم عليها كلا النموذجين كاستناد القياس المحاسبي على علاقات الفوائض الصافية.

2- المجالات المقيَّدة لقيم معاملات نماذج المعلومات الخطية الديناميكية.

في نهاية المبحث يتَّضح من خلال النظر إلى جميع نماذج التقييم التي تم استعراضها أنها تحتوي على معدل العائد المطلوب الذي يتضمَّن بالإضافة إلى العائد الخالي من المخاطرة الذي يحصل عليه أي أصل مالي، العائد الذي يعوِّض المستثمر عن المخاطرة المرتبطة بنشاط المنشأة، ويقدم المبحث التالي طرق قياس مخاطر نشاط المنشأة ونماذج تقدير معدل العائد المطلوب.

المبحث الثاني

نماذج تحديد المخاطرة والعائد

أولاً: مفهوم العائد والمخاطرة:

1. العائد:

يُطلق على العائد الذي تم الحصول عليه مصطلح العائد الحقيقي، أما العائد الذي يحتمل الحصول عليه مستقبلاً فيطلق عليه العائد المتوقع (أو وسطي العوائد المتوقعة مستقبلاً)[1]، ويُعرَّف على أنَّه العائد الذي تعرضه المنشأة للمستثمرين المحتملين فيها، ويُمثِّل أفضل توقع لأرباح المنشأة خلال فترة محددة، وبما يتوافق مع مبدأ التقييم، فإنَّه يمثل مجموع التغيرات المتوقعة في قيمة الاستثمار لكل وحدة واحدة من رأس المال المستثمر[2]. أما العائد المتوقع الحصول عليه في استثمار بديل للاستثمار الذي نقوم بدراسته فهو العائد المطلوب (required return) أو تكلفة الفرصة البديلة (تكلفة رأس المال)، ويعكس هذا العائد كلاً من القيمة الزمنية للنقود الموظفة في الاستثمار بالإضافة إلى المخاطرة المرتبطة به، ويشار إليه غالباً بالعائد الطبيعي[3]، وتعد مخاطر عدم حصول الأصل على العائد المتوقع المحدد الرئيسي لمقدار العائد المطلوب على الاستثمار فيه[4]. ووفقاً لقانون السعر الواحد فإنَّ تساوي أصلين في جميع الخواص الاقتصادية يعني أن يكون لهما نفس السعر السوقي[5]. لذا فإنَّ نسبة العائد المطلوب من الاستثمار على مخاطر الاستثمار (yield) يجب أن تتساوى في السوق الكفء لجميع الاستثمارات، حيث يزداد العائد المطلوب مع ازدياد المخاطرة، وتقدِّم هذه النسبة مقياس ملائم للمقايضة المالية (financial tradeoffs) للاستثمار في المنشأة[6].

تُصوِّر نماذج المخاطرة توزُّع عوائد الاستثمار المتوقَّعة على شكل توزيع احتمالي يبيِّن كل عائد محتمل واحتمال تحققه. وإنَّ الوسطي المرجَّح للعوائد باحتمال تحقُّق كل منها يسمى وسطي التوزيع الاحتمالي أو مقدار الدخل المتوقع أن يحصل عليه المستثمر مستقبلاً. إلا أنَّ الاستثمار قد

[1] Penman, 2001, Op Cit, p 69.

[2] Mtulia, 2009, Op Cit, p 4-5.

[3] Penman, 2001, Op Cit, p 69.

[4] Joehnk et al, 2003, Op Cit, 324.

[5] Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, Alan J, 2009, Investments, McGraw-Hill, Eighth Edition, p 325.

[6] Mtulia, 2009, Op Cit, p 6.

يُحقِّق عائداً أقل من الوسطي المتوقَّع، وبالتالي فإنَّ مقدار علاوة المخاطرة التي يطلبها المستثمر تتوقَّف على مقدار ملاحظته لتوزع العوائد حول وسطها[1].

2. المخاطرة:

عرَّف Bernstein المخاطرة بأنَّها "مرتبطة بعدم التأكد المحيط لنتائج أحداث مستقبلية"[2]. حيث أنَّ المخاطر الملازمة لاستثمار ما ترتبط باحتمال كون العائد الفعلي عليه أدنى من ذلك المتوقع، وكلما كان هذا الاحتمال أكبر كلما ازدادت المخاطر الملازمة للاستثمار وبالعكس[3].

كما ذكرنا سابقاً فإنَّ المنشأة تعمل ضمن بيئة تنقسم إلى البيئة الداخلية التي تستطيع التحكم فيها إلى حد ما، والبيئة الخارجية التي قد يصعب السيطرة عليها. وعند ممارسة المنشأة لنشاطها فإنَّ المخاطر التي تتعرض لها تنتج ضمن البيئة الداخلية والخارجية، وتُعرَّف المخاطر على أنَّها عدم مقدرة المنشأة على الاستجابة والتفاعل في الوقت المناسب وكذلك بالتكلفة الأقل مع التغيرات التي تحصل في تلك البيئة[4]، مما يؤثِّر في مقدرتها على مقابلة المستويات المستهدفة من الربحية.

2.1. أنواع المخاطر:

هناك عدِّة تصنيفات للمخاطر التي تتعرض لها المنشأة منها ما قد يكون نتيجة عوامل خارجية أو داخلية، التي تترك آثارها على جميع أو معظم جوانب نشاطها.

- المخاطر من حيث مصادرها:

يمكن تقسيمها إلى مخاطر نظامية (عامة) ومخاطر غير نظامية (خاصة).

1- المخاطر النظامية (systematic):

هي المخاطر التي تؤثِّر على عدد كبير من الأصول ولكن بدرجات متفاوتة[5]. وتتعلق هذه المخاطر بالسوق ككل وترتبط بحساسية المنشأة للمتغيرات الاقتصادية الكلية والأحوال السياسية التي

[1] Penman, 2001, Op Cit, p 687.

[2] أبو فرحة، حنان عبد الله، 2001، العلاقة بين المخاطرة النظامية وكل من الرفع المالي والرفع التشغيلي، رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، ص 6.

[3] فتوح وآخرون، 2010، مرجع سابق، ص 235.

[4] Sirbu, 2005, Op Cit, p 1.

[5] Ross et al, 2008, Modern Financial Management, McGraw-Hill, Eighth Edition, p 322.

تؤثر في جميع المنشآت والأصول المالية، لذلك تسمَّى أيضاً مخاطر السوق، مثل مخاطر أسعار الفائدة والتضخم ومخاطر الدورات الاقتصادية، وهذا النوع من المخاطر لا يمكن التخلُّص منه بالتنويع[1].

2- مخاطر خاصة (unsystematic or idiosyncratic):

تصيب هذه المخاطر أصل واحد أو مجموعة صغيرة من الأصول[2]، وترتبط المخاطر بسمات الأصل ويمكن التخلص منها من خلال تنويع المحفظة[3].

- المخاطر من حيث آثارها على أنشطة المنشأة:

هي المخاطر التي يواجهها المستثمر كنتيجة لكيفية إدارة المنشأة لأعمالها عن طريق الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية.

1) المخاطر التشغيلية:

وهي المخاطر التي تنشأ من الأنشطة التشغيلية والاستثمارية للمنشأة، وهي دالة في ظروف التشغيل التي تواجه الشركة والتذبذبات التي تسببها للدخل التشغيلي. وتنقسم هذه المخاطر إلى نوعين مخاطر عمل خارجية، ومخاطر عمل داخلية تقيس قدرة الشركة على تشغيل أصولها بكفاءة[4]، ومن أمثلة المخاطر التشغيلية المخاطر الاقتصادية التي قد تنتج عن ارتفاع مستويات التضخم والمخاطر السياسية والقضائية والاجتماعية بالإضافة إلى المخاطر الطبيعية، ومخاطر التصنيع التي تنجم عن العطل والعجز في التكنولوجيا وطريقة التنظيم في الأنشطة التصنيعية[5]. ويكون التأثير الأساسي لعوامل المخاطر آنفة الذكر على حجم مبيعات المنشأة والتي تؤثر بدورها على النمو في صافي الأصول التشغيلية والعائد عليها. وبدوره فإنَّ التباين المحتمل للعائد على صافي الأصول التشغيلية هو

[1] ربابعة، عبد الرؤوف خليل محمد، 2006، تطوير نموذج لتقدير المخاطر النظامية لترشيد قرارات الاستثمار في بورصة عمان باستخدام منهجية شرطية لتحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة، رسالة دكتوراه، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، ص ص 11، 31.

[2] Ross et al, 2008, Op Cit, p 322.

[3] ربابعة، 2006، مرجع سابق، ص 11.

[4] أبو فرحة، 2001، مرجع سابق، ص 8.

[5] Sirbu, 2005, Op Cit, p 1.

نتيجة للتباين المحتمل في العناصر المكونة له من هامش الربح التشغيلي ومعدل دوران صافي الأصول التشغيلية، وكذلك مستوى رافعة الالتزامات التشغيلية. لذلك سيتم دراسة المخاطر التشغيلية للمنشأة وفقاً لتلك المكونات التي تعكس تأثرها بكل من التغيرات على مستوى المنشأة والصناعة التي تعمل ضمنها، والتغيرات في عوامل الاقتصاد ككل.

i. مخاطر هامش الربح التشغيلي:

هي عبارة عن احتمال تغير هامش الربح التشغيلي عند مستوى معين من المبيعات نتيجة للتغير في حجم النفقات. كما يتأثَّر هامش الربح التشغيلي ببنية هيكل التكاليف في المنشأة، ففي حال أنَّ التكاليف الثابتة تشكل النسبة الأكبر ضمن هيكل التكاليف فإنَّ مستوى الرافعة التشغيلية سيزداد، الأمر الذي ينجم عنه انخفاض هامش الربح التشغيلي بنسبة أكبر من الانخفاض الذي يحدث في مستوى مبيعات المنشأة[1].

ii. مخاطر معدل دوران صافي الأصول التشغيلية:

يتوقَّف الحجم المطلوب من الأصول التشغيلية على مستوى المبيعات المتوقعة، لذا إنَّ عدم نمو المبيعات كما هو متوقع لها سيؤدي إلى انخفاض الدخل المتبقي بسبب انخفاض صافي الأصول التشغيلية (في حال كانت مرنة)، أما في حال عدم التمكن من تخفيضها، فإنَّ معدل دوران صافي الأصول التشغيلية ينخفض محدثاً تراجعاً في معدل العائد على صافي الأصول التشغيلية، ومنه انخفاض الدخل التشغيلي المتبقي[2].

iii. مخاطر رافعة الالتزامات التشغيلية:

عند تعرض المنشأة لصعوبات ومشاكل تتسبب في انخفاض هامش الربح التشغيلي ومعدل دوران الأصول، فإنَّ المقرضون والموردون سيشعرون بعدم الضمان في استرداد أموالهم، الأمر الذي

[1] Penman, 2001, Op Cit, p 694.

[2] Penman et al, 2006, Op Cit, p 17.

قد يدفعهم إلى تخفيض مقدار الائتمان الممنوح للمنشأة، وبالتالي تراجع الالتزامات التشغيلية، أو زيادة تكلفة الائتمان الممنوح للمنشأة[1].

ينجم عن عوامل المخاطرة التشغيلية التي تمَّ ذكرها انخفاض الدخل التشغيلي المتبقي، مما قد يؤدي إلى فشل المنشأة أو زيادة احتمال تطرف العوائد، وبالتالي زيادة مخاطر الاستثمار فيها.

2) المخاطر التمويلية:

تنتج هذه المخاطر عند اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجي من أدوات الدين التي تعمل على زيادة الرافعة المالية، والتي ينجم عنها مخاطر إضافية لحملة الأسهم[2]. فعلى الرغم من المزايا التي تتحقق للمنشأة عند الاعتماد على الدين مثل الوفر الضريبي وانخفاض تكاليف الإصدار مقارنة بإصدار الأسهم، فضلاً عن دور الدائنين في ضبط سلوك الإدارة بالتركيز على إدارة المخاطر وإعداد الدراسات اللازمة عن العائد والمخاطرة المتعلقة بالمشاريع المحتمل الدخول فيها، إلا أنَّ زيادة الاعتماد على الاقتراض الخارجي ينجم عنه تراجع في حجم العوائد المتحققة للمساهمين في حال كان العائد على صافي الأصول التشغيلية أقل من تكلفة التمويل، كما تتعرَّض المنشأة التي لديها مستوى مرتفع من الرافعة المالية لمخاطر الإفلاس في حال عجزها عن سداد التزاماتها[3].

2.2. قياس المخاطر:

تُعدُّ المخاطرة من المفاهيم الشائكة وهناك الكثير من الجدل حول تعريفها وقياسها، غير أنَّ التعريف الشائع يتحدَّد على أساس التوزيعات الاحتمالية المستمرة، فكلما كان التوزيع الاحتمالي أكثر ضيقاً كلما كانت المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار أقل وبالعكس. وحتَّى يكون المقياس المستخدم لقياس المخاطرة مفيداً فيجب أن تكون له قيمة محددة يمكن مقارنتها بين مختلف الاستثمارات، وعادةً ما يتم استخدام الانحراف المعياري فكلما كان الانحراف المعياري أقل كلما كان التوزيع الاحتمالي أضيق وبالتالي كانت المخاطرة أقل. والانحراف المعياري هو الوسط الحسابي المرجح لانحرافات القيم

[1] Penman, 2001, Op Cit, p 694.

[2] Sirbu, 2005, Op Cit, p 1.

[3] NISSIM et al, 2003, Financial Statement Analysis of Leverage and How It Informs About Profitability and Price-to-Book Ratios, p 538.

الممكنة عن القيمة المتوقعة بالزيادة أو النقصان[1] . غير أنَّ المنشأة المدارة بشكل جيد والتي تحقق مستويات تفوق المستويات المستهدفة خلال الدورة الاقتصادية تكون أكبر قيمة من تلك التي تقل عن المستويات المستهدفة خلال نفس الدورة الاقتصادية، ولكن إذا تم استخدام الانحراف المعياري أو معامل بيتا لقياس المخاطر، فإنَّ كلا المنشأتين ستظهران متساويتين في المخاطرة، وهذا مناف للعقل[2]. لذلك ولحساب قيمة الخسارة المحتملة للاستثمار في المنشأة خلال الدورة الاقتصادية، يجب حساب وسطي العجوز غير المتوقعة (العائد باحتمال معين (أقل من المتوقع) – العائد المتوقع) التي حدثت عبر الفترات الزمنية المتعاقبة[3].

ثانياً: نماذج تسعير الأصول المالية:

تقوم نماذج العامل (أو العوامل المتعددة) على أنَّ العائد الفعلي الذي حققته المنشأة يتكون من العائد المتوقع مضافاً له مقدار عشوائي (القيمة المتوقعة له تساوي الصفر) ينتج عن التغيرات غير المتوقعة التي تصيب قطاعات الاقتصاد ومقدار عشوائي (القيمة المتوقعة له تساوي الصفر) ينتج عن أحداث متعلقة بالمنشأة بحد ذاتها[4]. وتقدِّم نماذج تسعير الأصول وسائل لحساب العائد المطلوب على الاستثمار في الأصل وهذه النماذج لديها أمرين مشتركين هما[5]:

1- السوق لن يكافئ المستثمر عن المخاطر التي يمكن التخلص منها بالتنويع عن طريق المحفظة والتي تُعرف بالمخاطر غير النظامية أو المخاطر الخاصة بالأصل محل التقييم.
2- العائد المطلوب هو عبارة عن العائد الخالي من المخاطرة مضافاً إليه علاوة المخاطرة.

1. نموذج CAPM:

وفقاً لهذا النموذج فإنَّ حساسية عائد المنشأة للمخاطر النظامية تنعكس من خلال حساسيتها لمخاطر السوق. فالعائد الذي تحصل عليه محفظة السوق يرتبط بالعوامل الاقتصادية الكلية وحساسية الأصول المكوِّنة للمحفظة لتلك العوامل. غير أنَّ الاعتماد على هذا النموذج يقتضي ضمنياً أن جميع الأصول لها حساسية متشابهة لنفس عوامل المخاطر[6]. ومنه فإنَّ مقدار العلاوة المطلوبة على استثمار

[1] فتوح وآخرون، 2010، مرجع سابق، ص 240- 242.

[2] Damodaran, Aswath,2003, Value and Risk: Beyond Betas, SSRN, Working Paper Series, p 5.

[3] Mtulia, 2009, Op Cit, p 6.

[4] Bodie et al, Investments, Op Cit, p 320.

[5] Penman, 2001, Op Cit, p 74.

[6] Bodie et al, Investments, Op Cit, p 321.

ما تتحدد من خلال العلاوة على المخاطر المنتظمة المصاحبة لمحفظة السوق، ومقدار حساسية الاستثمار لهذه المخاطرة (β).

$$r_i = r_f + \beta_i * (\acute{r}_m - \acute{r}_f)$$

$$\beta_i = \frac{COV\ (r_i,\ r_m)}{VAR\ (r_m)}$$ بيانات تاريخية فعلية

r_i: العائد المطلوب على الأصل (i)

$\acute{r}_f$: وسطي العائد الخالي من المخاطرة (قيم تاريخية فعلية استخدمت لبناء النموذج)

r_f: العائد الخالي من المخاطرة الحالي

βi: معامل بيتا ويقيس حساسية عائد الأصل للمخاطرة السوقية

$\acute{r}_m$: وسطي العائد على محفظة السوق (قيم تاريخية فعلية استخدمت لبناء النموذج)

$(\acute{r}_m - \acute{r}_f)$: علاوة المخاطرة السوقية (قيم تاريخية فعلية استخدمت لبناء النموذج)

المشاكل المتعلقة بهذا النموذج:

1) الإطار النظري للنموذج يتعامل مع عوائد ومخاطر مستقبلية متوقعة في حين أن اختبار النموذج على أرض الواقع لا يمكن أن يتم إلا من خلال بيانات تاريخية واقعية[1].
2) الأخطاء المتعلقة بكيفية تقدير معامل بيتا:

يتم قياس قيمة معامل بيتا بناءً على حساسية العوائد للتغيرات السوقية في الماضي ولكن المهم هو القيمة المستقبلية المتوقعة لها والتي تتوقَّف على طبيعة المنشأة بحد ذاتها والتغيرات التي تصيبها مثل تقلب إيراداتها، خاصةً المنشآت التي ترتبط بالدورات الاقتصادية فإنَّه من غير المستبعد أن تمتلك معاملات بيتا مرتفعة تعكس تأثر عوائدها بعوائد السوق ككل، كما أنَّ الرافعة التشغيلية والرافعة المالية تعظِّم من أثر الدورات الاقتصادية على قيمة هذا المعامل[2]، بالإضافة إلى العوامل التي تخرج عن

[1] ربابعة، 2006، مرجع سابق، ص 53.

[2] Ross et al, Op Cit, p 345- 348.

سيطرة الشركة المعنية مثل ازدياد درجة المنافسة في الصناعة التي تعمل بها أو انتهاء مدة الامتياز الأساسي الذي تستفيد منه وما شابه ذلك[1].

3) الأخطاء المتعلقة بحساب علاوة المخاطر السوقية.
4) الأخطاء المزدوجة عند وجود نوعي الخطأ لدى تقدير قيمة معامل بيتا وعلاوة المخاطر السوقية.
5) تجاهل التكاليف المرتبطة باحتمال تعرض المنشأة لأزمات مالية أو ربما فشل مالي، وبالتالي صعوبة الحصول على تمويل جديد لإعادة بناء أو المباشرة باستثمارات ذات قيمة حالية صافية موجبة بعد التعرُّض لأي خسارة قاسية، بالإضافة إلى التكلفة الناتجة عن فقدان زبائن المنشأة للثقة في قدرتها على تقديم المنتجات والخدمات على المدى الطويل[2].
6) اعتماد النموذج على محفظة السوق المكونة من جميع الأصول ذات المخاطر والتي هي غير متوفرة حالياً[3].
7) افتراض أنَّ المخاطرة النظامية لأي مشروع لا تتوقف على كيفية تنفيذ المنشأة لهذا المشروع أو إستراتيجية إدارة المخاطر المتبعة في المنشأة. كما أن المنشأة لا تحصل على أي منفعة من حملة أسهمها عند قيامها بإدارة المخاطر الخاصة بها، حيث أنَّ باستطاعتهم إدارة مثل هذا النوع من المخاطر بمفردهم من خلال تنويع محافظهم الخاصة، إلا أنَّ معظم الممارسين يميلون إلى الاعتقاد بأنَّ إدارة المنشأة لمخاطرها الخاصة له القدرة على إضافة قيمة للمنشأة[4].
8) افتراض أنَّ العوائد تتبع التوزيع الطبيعي.
9) الحاجة للأخذ بعين الاعتبار عوامل أخرى للمخاطرة، بسبب اختلاف المنشآت في اتجاه ودرجة حساسيتها لعوامل المخاطرة المختلفة.

وكان البحث عن نظرية بديلة لتسعير للأصول تتطلب عدداً أقل من الافتراضات وتفسح المجال للإضاءة على أبعاد المخاطرة المرتبطة بالاستثمار غير عنصر المخاطرة الوحيد الذي تقوم عليه نظرية CAPM.

[1] فتوح وآخرون، 2010، مرجع سابق، ص 280.

[2] O'Brien, Thomas J, 2006, RISK MANAGEMENT AND THE COST OF CAPITAL FOR OPERATING ASSETS, Journal of Applied Corporate Finance, p 9.

[3] Reilly, Frank K, 2006, Investment Analysis and Portfolio Management, Thomson South-Western, p 280.

[4] O'Brien, 2006, Op Cit, p p 1, 9.

2. نظرية المراجحة لتسعير الأصول (Arbitrage pricing theory):

وفقاً لهذه النظرية فإنَّ العائد المطلوب أو العائد الفعلي يعد تابعاً لمتغيرات اقتصادية متعددة، لذا فإنَّ أحد المزايا المتعلقة بنظرية المراجحة أنها تتعامل مع عدد من العوامل وليس عامل واحد كنظرية CAPM[1].

الافتراضات التي تقوم عليها نظرية الـ APT[2]:

1) المنافسة الكاملة في سوق رأس المال.
2) يفضِّل المستثمرون دوماً زيادة الثروة مع التأكد المحيط بالاستثمار (تخفيض المخاطرة).
3) يعبَّر عن العائد على الأصول كنموذج خطي لمجموعة من العوامل المؤثرة فيه.

$r_i=\lambda_0+ b_{i1} \lambda_1+\ldots+b_{ik} \lambda_{ik}$

r_i: العائد المطلوب على الأصل (i)

λ_0: العائد على الأصل في حال عدم وجود مخاطرة عامة systematic risk

λ_1: علاوة المخاطرة أو سعر عامل المخاطرة

b: العلاقة بين علاوة المخاطرة والعائد المطلوب على الأصل

المشكلة الرئيسية المتعلقة بنموذج الـ APT هي عدم تحديد عوامل المخاطرة التي يجب تضمينها في النموذج.

3. النماذج التجريبية متعددة العوامل لتسعير الأصول (empirical model):

تقوم النماذج تجريبية على تحديد مباشر لشكل العلاقة بين العائد الذي تحصل عليه المنشأة ومجموعة من عوامل المخاطرة. ومن مزايا هذه الطريقة أنَّ المستثمر أو المحلِّل يحدد بدقة عوامل المخاطرة التي يجب تقييمها من أجل تضمينها في المعادلة، أما سلبياتها فهي بناء وتطوير النماذج بالاعتماد على دليل نظري ضعيف على طبيعة العلاقة بين العائد والمخاطرة، لذلك فإنَّ النموذج متعدد العوامل يعتبر عمل فني بقدر ما هو تطبيق نظري لنظرية المراجحة[3].

[1] Ross et al, 2008, Op Cit, p 333.

[2] Brown et al, 2009, Op Cit, p 238.

[3] Reilly, 2006, Op Cit, p 291.

بشكل عام هنالك مدخلين استخدما لتحديد عوامل المخاطرة الداخلة في النماذج اللازمة لتحديد العائد على الاستثمار، الأول يعتمد على عوامل المخاطرة على صعيد الاقتصاد الكلي، بينما يقوم الثاني على عوامل المخاطرة على صعيد الاقتصاد الجزئي.

- نماذج تحديد العائد المستندة إلى عوامل المخاطرة على صعيد الاقتصاد الكلي:

من أهمها نموذج (Chen, Roll, and Ross، 1986) والذي اعتمد على مجموعة من العوامل التي تقدم صورة واضحة عن الظروف الاقتصادية المؤثِّرة[1].

$$r_{it}= \alpha_i+ \beta_{iIP}\ IP_t+ \beta_{iEI}\ EI_t+ \beta_{iUI}\ UI_t+ \beta_{iCG}\ CG_t+ \beta_{iGB}\ GB_t+ \varepsilon_{it}$$

r_i: العائد الفعلي على الأصل (i)

IP: التغير في معدل الإنتاج الصناعي

EI: التغير في مستوى التضخم المتوقع

UI: الفرق بين المستوى المتوقع والفعلي للتضخم

CG: الهامش بين عائد سندات الشركات طويلة الأجل وعائد السندات الحكومية طويلة الأجل

GB: الهامش بين عائد السندات الحكومية طويلة الأجل وعائد أذون الخزينة

- نماذج تحديد العائد المستندة إلى عوامل المخاطرة على مستوى الاقتصاد الجزئي:

تستند هذه النماذج إلى تحديد العائد المطلوب على الأصل بناءً على عوامل المخاطرة المتعلقة بخصائصه، حيث يتم وفقاً لهذه النماذج استخدام خواص المنشأة والتي أثبتت عملياً ارتباطها بمدى تأثر المنشأة بالمخاطر التي تصيب الاقتصاد ككل[2]. ومن أشهر هذه النماذج:

- نموذج Fama and French 1993[3]:

طوَّر Fama– French نموذجاً ذي ثلاثة عوامل يتمثل العامل الأول بعلاوة مخاطر السوق، والثاني يعكس المخاطرة المرتبطة بحجم المنشأة، بينما العامل الثالث يعكس المخاطرة المتعلقة بمنشآت النمو (أو القيمة) حيث نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية منخفضة (مرتفعة).

$$r_{it}= \alpha_i+ \beta_{iM}\ R_{Mt}+ \beta_{iSMB}\ SMB_t+ \beta_{iHML}\ HML_t+ \varepsilon_{it}$$

r_i: العائد الفعلي على الأصل (i)

[1] Chen et al, 1986, Economic Forces and the Stock Market, Journal of Business.

[2] Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, Alan J, 2009, Investments, McGraw-Hill, Eighth Edition, p 336.

[3] Fama et al, 1997, Industry Cost of Equity, Jornal of Financial Economics.

R_{Mt}: علاوة مخاطر السوق

SMB: الفرق بين العائد على محفظة مكونة من أسهم الشركات صغيرة الحجم ومحفظة مكونة من أسهم الشركات كبيرة الحجم[1].

HML: الفرق بين العائد على محفظة مكونة من أسهم الشركات التي تكون نسبة قيمتها الدفترية إلى القيمة السوقية مرتفعة ومحفظة مكونة من أسهم الشركات ذات النسبة المنخفضة.

قام الباحثان باختيار هذين المتغيرين المتعلقين بخواص المنشأة من خلال مقدرتهما على التنبؤ بمقدار انحراف وسطي عوائد السهم عن مستوياتها مقارنة بنموذج CAPM. فالمنشآت ذات النسبة المرتفعة للقيمة الدفترية إلى القيمة السوقية قد تكون أكثر عرضة لآزمات مالية مقارنة بالمنشآت ذات النسبة المنخفضة، كما أن المنشآت صغيرة الحجم قد تكون أكثر تأثُّراً بالظروف الاقتصادية، لذا فإن هذه المتغيرات قد لا تعتبر عوامل مخاطرة بحد ذاتها وإنما قد تعكس حساسية أكبر لعوامل المخاطرة على صعيد الاقتصاد الكلي[2].

4. نماذج تحديد العائد المستندة إلى العوامل المحاسبية:

تقوم نماذج تحديد المخاطرة التي تم التطرق إليها سابقاً على إيجاد القيم العادلة وذلك بخصم التدفقات النقدية أو الأرباح بمعدلات الخصم التي تحتوي على عوامل المخاطرة في مقام النسبة. أما في هذه الدراسة فسيتم تعديل القيمة بالمخاطرة من خلال تقدير الانحراف المشترك بين العائد الإضافي المتوقع (نسبة الدخل التشغيلي المتبقي على صافي الأصول التشغيلية في الفترة السابقة) وعوامل المخاطرة. ويُعد تقدير الانحراف المشترك للعائد الإضافي المتوقع مع عوامل المخاطرة أفضل من تقدير الانحراف المشترك للتوزيعات التي تقوم بها المنشأة أو التدفقات النقدية مع عوامل المخاطرة، ذلك أنَّ سياسات التوزيع تميل لأن تكون كيفية ولا تتغير بشكل كبير عبر الزمن. كما أنَّ التباين المشترك بالاستناد إلى أرباح المنشأة يقدم مؤشراً أفضل للمخاطرة مقارنةً بالتدفقات النقدية الحرة، حيث أنَّ الأرباح هي مقياس أفضل لأداء المنشأة من التدفقات النقدية خلال الفترة قصيرة الأجل[3].

[1] تم قياس الحجم بالاعتماد على القيمة الرأسمالية السوقية.

[2] Bodie et al, Investments, Op Cit, p 336.

[3] Nekrasov et al, 2006, Fundamentals-Based Risk Measurement in Valuation, Financial Accounting and Reporting Section, American Accounting Association, p 9.

أمَّا بالنسبة لعوامل المخاطرة التي سيتم دراستها فإنَّها تستند إلى عوامل أساسية من داخل المنشأة ويتم قياسها بالاعتماد على البيانات المحاسبية، بالإضافة إلى عوامل المخاطرة المتعارف عليها وذلك بدراسة مدى تأثير التغيرات التي تصيب الاقتصاد ككل مقيسة من خلال العائد على محفظة السوق المالي، على العائد الإضافي للمنشأة.

نبيِّن فيما يلي أهم نقاط الضعف والقوة الكامنة في الاعتماد على البيانات المحاسبية.

نقاط الضعف الكامنة في الاعتماد على البيانات المحاسبية[1]:

1) المقاييس التي تعتمد على البيانات المحاسبية تفتقر إلى الدِّقة، ويعود ذلك في جزء منه إلى أنَّ البيانات عن أرباح المنشآت يتم الحصول عليها بشكل أقل تكراراً من البيانات والعوائد السوقية.
2) مقاييس المخاطرة المبنية على الدخل المتبقي تتحدد بناءً على المعلومات عن الدخل والقيم الدفترية المدركة في المعالجة المحاسبية، على العكس من ذلك فإنَّ مقاييس المخاطرة المبنية على عوائد الأسهم تتمتع بميِّزة أنَّ أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتوفرة ذات الصلة بقيمة الأسهم.
3) المعالجة المحاسبية للبيانات المبنية على الاستحقاق قد تؤثِّر على الأرباح المسجلة للمنشأة، وبالتالي يكون لذلك تأثيره على التحديد الأمثل للعلاقة بين عوامل المخاطرة وأرباح المنشأة.

مزايا الاعتماد على البيانات المحاسبية:

توصَّلت دراسة Nekrasov et al إلى أنَّ أخطاء التقييم عند استخدام نماذج التقييم المستندة إلى عوامل مخاطرة مبنية على بيانات محاسبية أقل من الأخطاء عند الاستناد إلى نماذج مثل (CAPM) و (Fama & French)[2] . كما توصلت دراسة كل من Baginski et al و Giner et al إلى أنَّ المقاييس المحاسبية كان لها دور قوي في تفسير تسعير السوق للمخاطرة[3،4].

[1] Baginski et al, 2003, Op Cit, p 8.

[2] Nekrasov et al, 2006, Op Cit, p 27- 28.

[3] Baginski et al, 2003, Op Cit.

[4] Giner et al, 2006, The risk relevance of accounting data: Evidence from Spanish Firms, Journal of International Financial Management & Accounting.

1) تقيس بيانات الربح المحاسبي نتيجة نشاط المنشأة التشغيلي والاستثماري لكل فترة، وبالتالي يجب أن تعكس السلسلة الزمنية للأرباح المخاطرة الأساسية طويلة الأمد والتقلب في أنشطة المنشأة التشغيلية والاستثمارية[1].

2) إنَّ المخاطرة المعدَّلة بعوامل أساسية –تم تقديرها بناءً على بيانات من المنشأة– تتجنب الحلقة المفرغة المتضمنة في تقدير العوائد بناءً على مقاييس المخاطرة السوقية[2].

3) البيانات المحاسبية المبنية على الاستحقاق لا تحتوي على بعض المشاكل المتعلقة بمقاييس المخاطرة المبنية على العوائد السوقية للأسهم، كالتقلبات الكبيرة في عوائد الأسهم (نتيجة المضاربة) أو الانحرافات المؤقتة في أسعار الأسهم بعيداً عن قيمها الحقيقية[3،4].

4) البيانات المحاسبية المبنية على الاستحقاق قد تتمتع بميزة احتوائها على معلومات تفيد في قياس المخاطرة المتوقعة[5] عندما تتضمن تلك البيانات بعض التقديرات المعدة من قبل الإدارة بهدف إيصال معلومات إلى السوق عن أداء المنشأة المتوقع.

5) على الرغم أنَّ أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتوفرة وذات الصلة بأداء المنشأة، إلا أنَّ ذلك يتحقق في الأسواق الكفؤة وليس في غيرها، لذا قد يكون من المفيد الاعتماد على البيانات المحاسبية التي توفر مقاييس ملائمة للتقييم في الدول ذات الأسواق المالية الناشئة التي تتميز بانعدام كفاءتها.

بعد هذا العرض لأهم خطوات عملية التحليل الأساسي، سيتم الانتقال إلى الجانب العملي من الدراسة بالتطبيق على مؤسسة الإمارات للاتصالات في دولة الإمارات العربية المتَّحدة، في محاولة لتقدير القيمة العادلة للمؤسسة ولسهم المؤسسة والعوامل المؤثِّرة فيها.

[1] Baginski et al, 2003, Op Cit, p 8.

[2] Nekrasov et al, 2006, Op Cit, p 27- 28.

[3] Baginski et al, 2003, Op Cit, p 8.

[4] Nekrasov et al, 2006, Op Cit, p 27- 28.

[5] Baginski et al, 2003, Op Cit, p 8.

الفصل الثالث

دراسة حالة مؤسسة الإمارات للاتصالات في دولة الإمارات العربية المتَّحدة

يتناول الجانب العملي واقع قطاع الاتصالات في دولة الإمارات العربية المتَّحدة، حيث سنقوم بدايةً بإلقاء نظرة على حالة الاقتصاد الكلي في الدولة ومدى تأثُّره بالأحداث العالمية والاضطرابات الإقليمية، فضلاً عن المتغيرات المحلية، ثمَّ دراسة أثر كل تلك العوامل على قطاع الاتصالات من خلال الشركات العاملة فيه. بعد ذلك، ننتقل إلى دراسة حالة مؤسسة الإمارات للاتصالات وإجراء مقارنة مع الشركة المنافسة في القطاع (شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة)، ومدى تأثير التغيرات في البيئة الداخلية للمؤسسة والتغيرات في بيئتها الخارجية وخاصةً مع دخول الشركة المنافسة، على أداء المؤسسة وإمكانية التنبؤ به مستقبلاً.

في النهاية سيتم تطبيق نماذج تقدير القيمة العادلة ونماذج تحديد العائد التي تمَّ تناولها في الجانب النظري، بهدف التوصُّل إلى تقدير القيمة العادلة للمؤسسة ولسهم المؤسسة، وإجراء مقارنة مع السعر السوقي لمعرفة فيما إذا كان هناك اختلاف بينهما، ومحاولة اكتشاف أهم العوامل التي ساهمت في ذلك الاختلاف، إن وجد.

المبحث الأول

دراسة مؤشرات الاقتصاد الكلي والسياسات الاقتصادية

مقدمة:

الإمارات العربية المتَّحدة اتحاد يضم سبع إمارات، وتحتفظ بمركز خارجي دائن على أساس صاف، وتتبوأ الإمارات المركز الخامس على المستوى العالمي من حيث امتلاكها لاحتياطيات النفط والغاز. تنتج إمارة أبو ظبي 95% من النفط والغاز في الإمارات، وتمتلك واحداً من أكبر صناديق الثروة السيادية في العالم[1]. وعلى العكس من ذلك تعتمد دبي، وهي ثاني أكبر إمارة، بشكل كبير على قطاع الخدمات وقطاع التجارة، حيث شكَّل قطاع الخدمات حوالي 75% من إجمالي الناتج المحلي للإمارة في عام 2008، بينما شكَّل النفط والغاز حوالي 2% من الناتج المحلي للإمارة[2].

تعرَّض الاقتصاد لضغوط كبيرة من جراء الانخفاض في أسعار النفط وإغلاق أسواق رأس المال الدولية عقب انهيار بنك ليمان، وتصحيح الأسعار في سوق العقارات في دبي. وقامت السلطات الوطنية بمساندة القطاع المصرفي من خلال ضخ السيولة، وإعادة الرسملة، وتقديم ضمانات على الودائع، كما قدمت إمارة أبو ظبي دعماً مالياً لإمارة دبي[3].

أولاً: السياسة المالية والدين العام:

في حين تتسم الإمارات العربية المتحدة بهيكل اتحادي ويتم اقتسام بعض الثروة بين الإمارات، فإنَّ كل إمارة تتولى إدارة موازنتها بصورة مستقلة.

أصبحت السياسة المالية أكثر توسعاً في عام 2008، بما في ذلك زيادة الرواتب والأجور[4]، كما في عام 2009 أيضاً. إلا أنَّ موقف المالية العامة كان مسايراً دائماً للاتجاهات الدورية، وقد

[1] صندوق النقد الدولي، 2011، الإمارات العربية المتحدة: مشاورات المادة الرابعة لعام 2011- تقرير خبراء الصندوق؛ والملحق التكميلي الصادر عن خبراء الصندوق؛ ونشرة المعلومات المعممة حول مناقشة المجلس التنفيذي ذات الصلة، ص 4.

[2] Alias et al, 2010, Economic Research: The Emirate of Dubai, MALAYSIAN RATING CORPORATION BERHAD.

[3] صندوق النقد الدولي، مشاورات المادة الرابعة لعام 2011، ص4.

[4] International Monetary Fund, 2009, United Arab Emirates: 2008 Article IV Consultation- Staff Report; Staff Statement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion, p 14.

ساهم ذلك في فورة النشاط الاقتصادي قبل الأزمة، في حين أدى موقف المالية العامة الانكماشي في عام 2010 إلى تباطؤ وتيرة التعافي[1].

فيما يتعلق بالدين العام، تعتبر إمارة دبي في الوضع الأسوأ بين دول الخليج بسبب اعتمادها الكبير على الاقتراض لتمويل المشاريع الإنشائية[2]. فقد بلغت نسبة إجمالي الدين العام ودين الكيانات المملوكة للحكومة في الإمارات العربية 78.2% من إجمالي الناتج المحلي للإمارات في عام 2010، بينما بلغت نسبة مجموع ديون أبو ظبي من إجمالي الناتج المحلي لإمارة أبو ظبي في نفس العام 54.2%، أما فيما يتعلق بإمارة دبي فقد وصلت النسبة إلى 102.6% من إجمالي الناتج المحلي لدبي والإمارات الشمالية[3].

ثانياً: السياسة النقدية:

شهدت التدفقات النقدية والائتمان الممنوح للقطاع الخاص نمواً ملحوظاً في الأشهر التسعة الأولى من عام 2008، إلا أنَّ مشاكل السيولة برزت في نهاية عام 2008 تبعاً لتلاشي مصادر التمويل الخارجي سواء على شكل قروض أو على شكل مساهمات رأسمالية[4]. ولدعم السيولة، قامت الحكومة بإصدار ضمانات للودائع والاقتراض بين البنوك لثلاث سنوات، كما قامت بتقديم 19.1 بليون دولار لدعم حاجات السيولة الطارئة[5]، بينما منح المصرف المركزي قروض قصيرة الأجل بقيمة 50 مليار درهم، وخصص تسهيلات للبنوك لاستخدامها كقروض مصرفية، ومن جهة أخرى ولتدعيم حجم السيولة النقدية في البنوك قام المصرف المركزي بإعادة شراء كل شهادات الإيداع التي تبقى عن مدتها 14 يوم، وألغى بصفة مؤقتة الأيام الست للسحب على المكشوف من الحسابات الجارية[6]. إلا أنَّ تدفقات الودائع الوافدة في النصف الثاني من 2010 ساعدت على تحسين رصيد الحساب المالي،

[1] صندوق النقد الدولي، مشاورات المادة الرابعة لعام 2011، ص7.

[2] موسى، عماد، 2009، أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية: قناة أسواق رأس المال، المعهد العربي للتخطيط، المؤتمر الدولي حول القطاع الخاص في التنمية: تقييم واستشراف، ص 10.

[3] صندوق النقد الدولي، مشاورات المادة الرابعة لعام 2010، ص12.

[4] تقرير شركة سوق دبي 2008

[5] International Monetary Fund, 2009, United Arab Emirates: 2008 Article IV Consultation– Staff Report; Staff Statement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion, pp 5, 19

[6] موسى، 2009، مرجع سابق، ص 14.

وبذلك استعادت احتياطيات المصرف المركزي من النقد الأجنبي خسائرها في 2009 (7 مليار دولار)، وبلغت 32 مليار دولار بنهاية السنة (ما يعادل 1,7 شهراً من الواردات)[1].

ثالثاً: القطاع المالي (الجهاز المصرفي والأسواق المالية):

تأثَّرت المؤسسات المالية بالأزمة المالية العالمية عن طريق عدد من القنوات، منها[2]:

1- التعرُّض المباشر لسوق العقار أو الأوراق المالية المدعومة بالقروض السكنية في الولايات المتحدة.
2- التعامل مع المؤسسات المالية الأمريكية المتعاملة في سوق العقار أو الأوراق المالية المدعومة بالقروض السكنية.
3- تأثير الأزمة على متطلبات السيولة للمؤسسات المالية.

بالنسبة للجهاز المصرفي فقد ازدادت القروض المتعثِّرة بمقدار الضعف منذ الأزمة، ورغم ذلك تبلغ نسبة كفاية رأس المال مستوى مرتفع (20.8%)، والفضل يرجع في ذلك إلى الدعم الحكومي. كما تحسنت أوضاع السيولة النظامية في ضوء تباطؤ نمو الائتمان، وارتفاع أسعار الفائدة على الودائع مما أدى إلى استقطاب التدفقات الأجنبية[3].

1. الأسواق المالية:

تأسَّست أسواق رأس المال في الإمارات العربية المتحدة في عام 2000، وقبل هذا التاريخ اقتصر التعامل بالأوراق المالية عن طريق السوق غير المنظمة. ويتم الإشراف على السوقين من قبل هيئة الأوراق والسلع، وفي البداية لم يسمح إلا لمواطني الإمارات بشراء الأسهم، غير أنَّه ابتداءً من كانون الثاني عام 2003، تمَّ السماح للأجانب بالاستثمار في كلا السوقين، وقد بيَّنت دراسة Khedhiri et al أنَّ حالة عدم انتظام سلوك سوق الأوراق المالية الأخيرة، جاءت نتيجة لتطبيق

[1] صندوق النقد الدولي، مشاورات المادة الرابعة لعام 2010، ص7.
[2] موسى، 2009، مرجع سابق، ص 6.
[3] صندوق النقد الدولي، مشاورات المادة الرابعة لعام 2010، ص17.

لائحة جديدة تسمح للمستثمرين الأجانب المشاركة في أسواق الأسهم الإماراتية، الأمر الذي يفسر كذلك حالة الركود التي أصابت الأسواق[1].

تأثَّرت بطبيعة الحال أسواق الأسهم بالأزمة، إلا أنَّ هبوط هذه الأسواق يعكس عوامل محلية إضافةً إلى تأثير انهيار الأسواق العالمية. وبلغت أسعار الأسهم في دبي معدلات منخفضة قياسية في عام 2009 نظراً للوزن الترجيحي للعقارات والكيانات المالية في مؤشر البورصة، وقد أدَّت الاضطرابات الإقليمية الأخيرة إلى محو المكاسب التي تحققت منذ الإعلان في أيلول 2010 عن إعادة هيكلة ديون دبي العالمية، مما يعكس التأثير على الأسعار في المنطقة بشكل عام[2].

1.1. سوق أبو ظبي للأوراق المالية[3]:

تمَّ تأسيس سوق أبو ظبي بموجب القانون المحلي رقم (3) لسنة 2000، وبموجب هذا القانون فإنَّ السوق يتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه، وله أن ينشئ مراكز وفروع خارج إمارة أبو ظبي.

1.2. سوق دبي المالي:

تمَّ تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة لديها الشخصية الاعتبارية المستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000. وتعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي للتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة، والسندات الصادرة عن الحكومة الاتحادية أو أيَّة حكومات محلية والمؤسسات العامة في الدولة، ووحدات صناديق الاستثمار، وأيَّة أدوات مالية أخرى سواء كانت محلية أو أجنبية والتي تكون معتمدة لدى سوق دبي المالي. وفي 27 أيلول 2005 قرَّر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة عامة في الإمارات العربية المتحدة برأسمال وقدره ثمانية مليارات درهم[4]. وقامت الشركة بالاستحواذ على كامل موجودات ومطلوبات ونشاط سوق دبي المالي (مؤسسة حكومية مملوكة بالكامل من قبل حكومة دبي) كما في تاريخ 1

[1] Khedhiri, Sami; Muhammad, Naeem, 2008, Empirical Analysis of the UAE Stock Market Volatility, EuroJournals Publishing.

[2] صندوق النقد الدولي، مشاورات المادة الرابعة لعام 2010، ص ص 10، 16.

[3] الموقع الإلكتروني لسوق أبو ظبي للأوراق المالية http://www.adx.ae.

[4] الموقع الإلكتروني لسوق دبي المالي http://www.dfm.ae.

شباط 2007 كحصة عينية، مقابل مساهمة حكومة دبي في كامل رأس مال الشركة والمحدد بمبلغ 8 مليار درهم[1]. وتمَّ طرح نسبة عشرون بالمائة (20%) من رأس مال السوق، وسجلت الأسهم المملوكة من قبل حكومة دبي باسم بورصة دبي المحدودة، وتم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق، ويعتبر أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط[2].

في عام 2007 استحوذت NASDAQ على مجموعة OMX وتحوَّل اسم المجموعة إلى NASDAQ OMX[3]. كما تحوَّل اسم سوق دبي المالي العالمي إلى ناسداك دبي، وفي 24 آيار 2010 استحوذت شركة سوق دبي المالي على 67% من رأس مال ناسداك دبي، بينما تعود ملكية الـ 33% لبورصة دبي.

رابعاً: العلاقة بين المؤشرات الاقتصادية المحلية والمتغيرات العالمية:

لدراسة مدى ارتباط المتغيرات الاقتصادية مع الظروف والمتغيرات العالمية لاسيما في ظل انفتاح الأسواق المالية، سيتم دراسة الارتباط بين كل من مؤشر سوق دبي و مؤشر سوق أبو ظبي للأوراق المالية، مع مؤشر S&P 500 ومؤشر ناسداك المركب، وذلك بشكل شهري من بداية عام 2007 قبل ظهور آثار الأزمة المالية العالمية بشكل جلي، وحتى الشهر الأخير لعام 2010 لدراسة آثارها على الأسواق المالية في دولة الإمارات.

مؤشر نازداك المركب (NASDAQ Composite index):

يقيس المؤشر أسعار جميع أنواع الأسهم المحلية والعالمية المدرجة في سوق ناسداك للأسهم (NASDAQ Stock Market)[4]، ويحتوي المؤشر على أكثر من 3000 شركة. وكان الهدف من إنشاء سوق ناسداك نشر عروض الأسعار المقدمة من قبل تُجَّار الأوراق المالية المختصين بشكل الكتروني للأسهم غير المدرجة في البورصة، وتُدعى بالسوق غير المنظمة. وبالتالي فهي عبارة عن شبكة اتصالات تعمل على ربط آلاف المشاركين في السوق في مناطق جغرافية متباعدة. وفي الواقع

[1] تقرير شركة سوق دبي لعام 2007.

[2] الموقع الإلكتروني لسوق دبي المالي http://www.dfm.ae.

[3] الموقع الإلكتروني لـ NASDAQ OMX http://www.nasdaqomx.com.

[4] الموقع الإلكتروني لـ NASDAQ OMX http://www.nasdaqomx.com.

فإنَّ درجة تنظيم هذا السوق تزداد عبر الزمن، حيث أصبح هناك العديد من الشروط المفروضة على كل من المتعاملين والشركات التي تتداول في هذا السوق[1].

مؤشر ستاندرز آند بورز (S&P 500):

يعتبر كأفضل ممثل لسوق الأسهم الأمريكية، ويحتوي المؤشر على عينة من 500 شركة كبرى من صناعات رائدة في الاقتصاد الأمريكي. وعلى الرغم من تركيز المؤشر على الشركات ذات القيمة الرأسمالية الكبرى إلا أنَّه يغطي حوالي 75% من سوق الأسهم الأمريكية[2].

1. دراسة وتحليل مؤشرات الأسواق المالية الشهرية:

يتضمَّن الملحق (1) قيم مؤشر سوق دبي و مؤشر سوق أبو ظبي للأوراق المالية، ومؤشر S&P 500 ومؤشر ناسداك المركب بشكل شهري من كانون الثاني لعام 2007 وحتى كانون الأول لعام 2010. ويوضِّح الجدول التالي أهم الإحصائيات المتعلقة بالمؤشرات خلال الفترة المدروسة:

الجدول (2) إحصائيات مؤشرات الأسواق المالية

المؤشر	وسطي قيمة المؤشر خلال الفترة	الانحراف المعياري للمؤشر	أعلى قيمة للمؤشر		أدنى قيمة للمؤشر	
			القيمة	التاريخ	القيمة	التاريخ
S&P500	1199.48	229.68	1547	01/10/2007	701	02/03/2009
مؤشر دبي	3186.18	1644.997	6003	02/01/2008	1470	01/07/2010
مؤشر أبو ظبي	3297.71	858.157	5093	02/06/2008	2194	02/02/2009
NASDAQ	2232.468	362.20	2794.83	01/11/2007	1322.85	02/03/2009

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى البيانات الشهرية لقيم المؤشرات

يبيِّن الجدول أنَّ قيمة الانحراف المعياري كانت عند أعلى قيمة لها بالنسبة لمؤشر سوق دبي يليها مؤشر سوق أبو ظبي، ثم مؤشر NASDAQ، بينما كانت أقل قيمة للانحراف المعياري بالنسبة

[1] Smith, Jeffrey W; Selway, James P; McCormick, Timothy, 1998, The Nasdaq Stock Market: Historical Background and Current Operation, NASD Working Paper 98-01, p 2.

[2] الموقع الإلكتروني لـ J.P.Morgan, Portfolio Discussion: International Equities

لمؤشر S&P500. ويعود ذلك إلى التأثير السلبي للأزمة المالية العالمية على الأسواق الأربعة المدروسة وخاصةً سوق دبي، فضلاً عن تأثرها بظروفها المحلية.

يتضمَّن الجدول التالي أهم التغيرات في قيم مؤشرات كل من سوق دبي وسوق أبو ظبي المالي، ومؤشر ناسداك ومؤشر S&P500 خلال الفترة المدروسة.

الجدول (3) التغيرات في قيم مؤشرات الأسواق المالية

المؤشر	قيمة أول مشاهدة للمؤشر	قيمة آخر مشاهدة للمؤشر	معدل التغير لآخر مشاهدة عن أول مشاهدة	معدل التغير لآخر مشاهدة عن أعلى مشاهدة
S&P500	1416.6	1206.07	-14.866%	-22%
مؤشر دبي	4158.24	1687.92	-59.4%	-71.88%
مؤشر أبو ظبي	3,004.14	2,745.58	-8.6%	-46.08%
NASDAQ	2,423.16	2,549.43	5.2%	-8.78%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى البيانات الشهرية لقيم المؤشرات

يؤكِّد الجدول (3) النتيجة التي تمَّ التوصل لها وفقاً للجدول السابق، حيث أنَّ معدل التغير السلبي لقيمة المؤشر بين آخر وأول مشاهدة كانت -59.4% فيما يتعلق بمؤشر سوق دبي، وهو أكبر تغير سلبي، بينما بلغت -14.866% و -8.6% لكل من مؤشر S&P500 و مؤشر أبو ظبي على التوالي، أما بالنسبة لمؤشر NASDAQ فيلاحظ أنَّ التغير بين أول مشاهدة وآخر مشاهدة كان موجب. كذلك الأمر بالنسبة لمعدل التغير في قيمة المؤشر بين آخر مشاهدة وأعلى مشاهدة، حيث بلغت -71.88% بالنسبة لمؤشر سوق دبي، بينما كانت قيم معدل التغير لكل من مؤشر S&P500 ومؤشر أبو ظبي، -22% و-46.08% على التوالي. أما أقل قيمة لمعدل التغير السلبي كانت لمؤشر NASDAQ.

2. دراسة الارتباط بين مؤشر سوق دبي ومؤشر سوق أبو ظبي للأوراق المالية، ومؤشر سوق ناسداك، ومؤشر S&P500:

تمَّ اختبار التوزيع الطبيعي لبيانات المؤشرات المالية باستخدام اختبار (K-S) واختبار (Shapiro)، وحتى تتبع البيانات التوزيع الطبيعي يجب أن تكون قيمة معنوية الاختبار أكبر أو

تساوي 5%. وقد تبيَّن أنَّ بيانات كل من مؤشر سوق دبي ومؤشر سوق أبو ظبي للأوراق المالية ومؤشر ناسداك لم تتبع التوزيع الطبيعي، على العكس من بيانات مؤشر S&P500. لذا ولقياس الارتباط بين المؤشرات تم استخدام معامل سبيرمان. ويوضح الجدول التالي قيم معاملات الارتباط للمؤشرات ومعنويتها.

الجدول (4) درجة الارتباط بين قيم مؤشرات الأسواق المالية

المؤشر		S&P500	مؤشر دبي	مؤشر أبو ظبي	NASDAQ
S&P500	معامل الارتباط	1.000	.720**	.712**	.942**
	المعنوية	.	.000	.000	.000
مؤشر دبي	معامل الارتباط	.720**	1.000	.955**	.565**
	المعنوية	.000	.	.000	.000
مؤشر أبو ظبي	معامل الارتباط	.712**	.955**	1.000	.581**
	المعنوية	.000	.000	.	.000
NASDAQ	معامل الارتباط	.942**	.565**	.581**	1.000
	المعنوية	.000	.000	.000	.000

يشير الرمز ** إلى أن الارتباط معنوي عند مستوى دلالة 1%

يتبيَّن من دراسة الارتباط بين قيم كل من مؤشر سوق أبو ظبي ومؤشر سوق دبي، مع مؤشر S&P500، أنَّ شدة الارتباط كانت أكبر بالنسبة لمؤشر دبي مع مؤشر S&P500 حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (.720) مقارنة بالقيمة (.712) بالنسبة لعلاقة ارتباط مؤشر أبو ظبي مع مؤشر S&P500. أما فيما يتعلق بالارتباط بين قيم كل من مؤشر أبو ظبي ومؤشر سوق دبي، مع مؤشر NASDAQ فقد تبين أنَّ الارتباط أقوى بين مؤشر سوق أبو ظبي ومؤشر NASDAQ فقد بلغت قيمة معامل الارتباط (.581)، بينما كانت (.565) لمعامل ارتباط مؤشر دبي مع مؤشر NASDAQ. ويلاحظ من الجدول أنَّ أكبر قيمة لمعامل الارتباط كانت بين مؤشر سوق دبي ومؤشر سوق أبو ظبي حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (.955)، يليها معامل ارتباط مؤشر ناسداك ومؤشر S&P500 والتي كانت قيمته (.942).

3. دراسة التركيبة الهيكلية لكل من سوق دبي وسوق أبو ظبي المالي:

للوقوف على أثر التركيبة الهيكلية لقطاعات النشاط الاقتصادي على أداء كل من سوق دبي المالي وسوق أبو ظبي للأوراق المالية، فإنَّ الجداول والأشكال البيانية التالية توضِّح قيم ونسبة مؤشر كل قطاع من قطاعات النشاط الاقتصادي من عام 2007 حتى عام 2010، بالنسبة لكلا السوقين.

الجدول (5) التركيبة الهيكلية لقطاعات النشاط الاقتصادي في سوق دبي

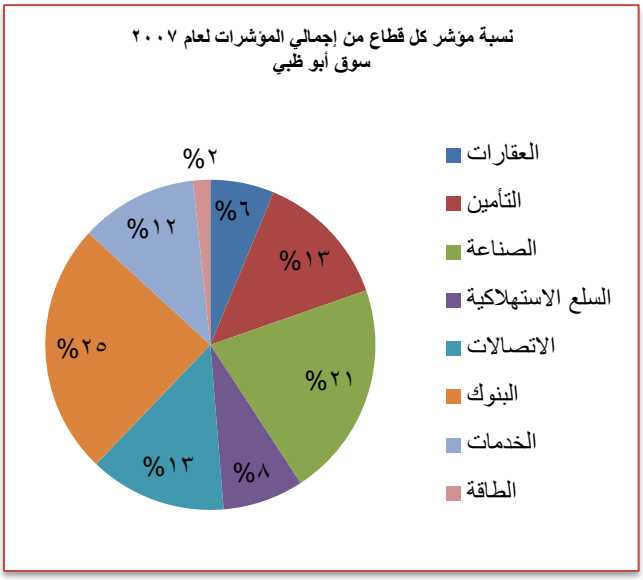
سوق دبي المالي (قيمة مؤشر القطاع)						
القطاع	2007	2008	2009	2010	التغير في عام 2008 عن 2007	التغير في عام 2010 عن 2007
المؤشر العام	5931.95	1636.29	1803.58	1630.52	-72.4%	-72.51%
البنوك	3414.53	1096.75	968.7	939.03	-67.88%	-72.50%
الاستثمار	8061.88	2430.34	2348.22	1802.14	-69.85%	-77.65%
التأمين	4629.69	3336.06	3467.03	2962.89	-27.94%	-36.00%
العقارات	13681.1	2375.93	3563.56	3054.63	-82.63%	-77.67%
النقل	935.4	378.68	467.62	505.04	-59.52%	-46.01%
الصناعة	348.39	247.45	142.05	140.81	-28.97%	-59.58%
السلع	644	396	501	605	-38.51%	-6.06%
الاتصالات	1199.03	351.13	470.87	482.75	-70.72%	-59.74%
الخدمات	5737.98	937.5	1460.34	603.63	-83.66%	-89.48%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى البيانات المتوفرة في سوق دبي

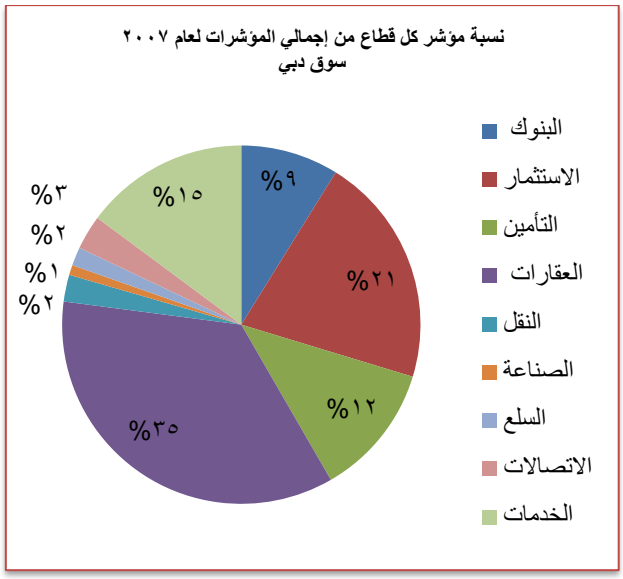
الجدول (6) التركيبة الهيكلية لقطاعات النشاط الاقتصادي في سوق أبو ظبي

سوق أبو ظبي المالي (قيمة مؤشر القطاع)						
القطاع	2007	2008	2009	2010	التغير في عام 2008 عن 2007	التغير في عام 2010 عن 2007
المؤشر العام	4551.8	2390.01	2743.61	2719.87	-47.49%	-40.25%
العقارات	1525.85	507.01	542	291.78	-66.77%	-80.88%
التأمين	3264.61	3499.8	3142.17	2653.21	7.20%	-18.73%
الصناعة	5155.47	4450.83	2502.6	2410.31	-13.67%	-53.25%
السلع الاستهلاكية	1929.91	1175.05	1415.09	1158.98	-39.11%	-39.95%
الاتصالات	3276.33	1693.77	2251.52	2431.52	-48.30%	-25.79%
البنوك	6015.63	3168.59	3830.5	4024.84	-47.33%	-33.09%
الخدمات	2799.23	2195.41	2378.13	2499.33	-21.57%	-10.71%
الطاقة	411.84	122.11	174.06	166.29	-70.35%	-59.62%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى البيانات المتوفرة في سوق دبي



الشكل البياني (2)



الشكل البياني (3)

يتَّضح من الشكل البياني رقم (3) المتعلق بنسب مؤشرات القطاعات في سوق دبي المالي، أنَّ النسبة الأكبر كانت لقطاع العقارات، ويوضِّح الجدول رقم (5) أنَّ قطاع العقار كان ثاني أكبر قطاع من حيث التغير السلبي في قيم المؤشر بعد قطاع الخدمات، حيث بلغ معدل التغير السلبي في قيمة مؤشر قطاع العقار في عام 2008 عن عام 2007 (82.6%) مقابل (83.6%) بالنسبة لقطاع الخدمات. بينما كان التأثير السلبي الأقل على قطاع التأمين حيث خسر هذا القطاع حوالي 30% من قيمته. كما ويلاحظ بالنسبة لسوق دبي النسب المرتفعة لمؤشرات كل من قطاع الاستثمار والخدمات والبنوك لإجمالي القطاعات، وقد كانت تلك القطاعات، إضافةً إلى قطاع العقارات، الأكثر تضرراً بالأزمة المالية العالمية وأزمة إمارة دبي، وقد بلغت نسبة القطاعات الأربعة المذكورة حوالي 80% من إجمالي القطاعات لعام 2007.

أمَّا بالنظر إلى سوق أبو ظبي، فقد لوحظ في عام 2008 أنَّ التراجع السلبي الأكبر في قيم المؤشرات كان من نصيب قطاع الطاقة وهو أمر ناتج عن تراجع أسعار النفط، يليه من حيث الأثر السلبي قطاع العقارات، حيث بلغ معدل التراجع -70% و -66.7% للقطاعين على التوالي. وعلى الرغم من الانخفاض الحاد في كلا القطاعين إلا أنَّهما يشكلان نسبة منخفضة من إجمالي مؤشر السوق، فقد بلغت نسبة مؤشر قطاع الطاقة من إجمالي مؤشر السوق 2% لعام 2007، بينما بلغت النسبة 6% بالنسبة لقطاع العقارات في نفس العام. وقد كانت الحصة الأكبر لقطاع البنوك الذي شكَّل نسبة 25% من إجمالي مؤشر السوق، يليه قطاع الصناعة بنسبة 21%، ومن ثم كل من قطاع

الاتصالات وقطاع التأمين في المرتبة الثالثة بنسبة 13%، وذلك بالنسبة لعام 2007. وقد بلغت خسارة مؤشر قطاع البنوك (47%) في عام 2008 عن عام 2007، بينما وصلت الخسارة في عام 2010 عن عام 2007 إلى 33%.

مما سبق يتَّضح أنَّ القطاعات التي كانت الأكثر تأثراً بالأزمة العالمية والأزمة الاقتصادية لدولة الإمارات، كانت تشكل النسبة الأقل في سوق أبو ظبي بالنسبة لباقي القطاعات. كما ويلاحظ عند المقارنة بين كلا السوقين أنَّ سوق أبو ظبي أكثر تنوعاً من حيث القطاعات من سوق دبي كما أنَّ نسب القطاعات فيه أكثر توازناً من سوق دبي، وهذا ما يتناسب أيضاً مع طبيعة اقتصاد كل إمارة، فضلا عن أنَّ نسبة قطاع الصناعة وقطاع السلع في عام 2007 وصلت إلى 21% و8% على التوالي في سوق أبو ظبي، بينما لم تتجاوز حاجز 1% و 2% على التوالي في سوق دبي، وتلك قطاعات حيوية تشكل عصب الحياة الاقتصادية لأي لدولة ويجب أن يتم التركيز عليها، وغالباً ما تكون أقل تأثراً بالأزمات إذا ما كانت من الصناعات والسلع الضرورية التي لا يمكن الاستغناء عنها. وبناءً على تلك الحقائق يمكن تفسير كون تأثُّر سوق دبي المالي بالأزمة أكبر من سوق أبو ظبي، ذلك أنَّ هذه الأزمة وعلى الرغم من أنَّها أصابت جميع قطاعات النشاط الاقتصادي المحلي والعالمي، إلا أنَّ تأثيرها الأقوى أصاب تلك القطاعات التي ارتكز عليها سوق دبي المالي.

المبحث الثاني

دراسة قطاع الاتصالات في دولة الإمارات العربية المتحدة

مقدمة:

صدر المرسوم بقانون اتحادي رقم (3) لسنة 2003 بشأن تنظيم قطاع الاتصالات، وتم العمل به اعتباراً من نيسان 2004. وقد أنشأ القانون لجنة عليا للإشراف على قطاع الاتصالات، والهيئة العامة لتنظيم قطاع الاتصالات للرقابة والإشراف على القطاع في الدولة[1].

منحت الهيئة في شباط 2006 الترخيص الثاني لخدمة الاتصالات لشركة دو، لتنهي بذلك الاحتكار في السوق الإماراتي من قبل مؤسسة الإمارات للاتصالات. وكلا المشغلين رخص لتقديم خدمات الاتصالات، والتي تضمنت خدمات الشبكات الثابتة للاتصالات المحلية والدولية، وخدمات اتصالات الهواتف المحمولة محلياً ودولياً، وخدمات الانترنت[2].

أولاً: لمحة عن مؤسسة الإمارات للاتصالات وشركة الإمارات للاتصالات المتكاملة (دو) المنافسة:

سيتم ضمن القطاع إجراء دراسة مقارنة لمؤسسة الإمارات للاتصالات (المؤسسة محل الدراسة) مع شركة دو للاتصالات من عام 2007- 2010، حيث أنَّ المنافسة ضمن القطاع اقتصرت على كلا المشغلين المرخصين ضمن هذه الفترة، بالإضافة إلى تخصصهما بتقديم خدمات الاتصالات المتماثلة ضمن القطاع.

مؤسسة الإمارات للاتصالات:

تشتمل مجموعة مؤسسة الإمارات للاتصالات على الشركة القابضة، وهي المؤسسة وشركاتها التابعة والزميلة. وقد تأسَّست المؤسسة في دولة الإمارات بمسئولية محدودة عام 1976، وهي مملوكة لحكومة ومواطني دولة الإمارات العربية المتحدة. وفي عام 2009 قامت الحكومة الاتحادية لدولة الإمارات بتحويل حصتها في المؤسسة البالغة 60% إلى جهاز الإمارات للاستثمار، وهي هيئة مسيطر عليها من قبل الحكومة الاتحادية لدولة الإمارات. وتتمثل أنشطة المجموعة الأساسية في تقديم

[1] التقرير السنوي لمؤسسة الإمارات للاتصالات 2004

[2] التقرير السنوي لهيئة تنظيم قطاع الاتصالات 2006

خدمات وأجهزة ووسائط الاتصالات، بما في ذلك خدمات المقاولات والاستشارات لشركات وائتلافات الاتصالات الدولية بموجب ترخيص شامل من هيئة تنظيم قطاع الاتصالات في دولة الإمارات تمتد صلاحيته حتى عام 2025. وتحتل المؤسسة موقعاً رائداً في قطاع الاتصالات في دولة الإمارات، بالإضافة إلى أنشطتها الواسعة خارج حدود الدولة، فحتى عام 2007 تعتبر المؤسسة أكبر ناقل للخدمات الصوتية في الشرق الأوسط، حيث تنقل الاتصالات لأكثر من 600 وجهة عالمية، بوجود 118 وصلة مباشرة عبر العالم.

شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة (دو):

هي شركة مساهمة عامة ذات مسؤولية محدودة تأسَّست في عام 2005. تتمثل أهدافها في تقديم خدمات الاتصالات الثابتة والنقالة والإنترنت والبث وخدمات الاتصالات ذات الصلة في دولة الإمارات بموجب ترخيص يمتد لمدة 20 عام من شباط 2006، وبدأت عملياتها التجارية في شباط 2007. وخلال عام 2010 أسست شركة تابعة مملوكة لها بالكامل، هي شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة للاستثمارات القابضة المحدودة هدفها الرئيسي الاستثمار في أنشطة جديدة خارج نطاق أعمالها الأساسية التي ترغب الشركة في الاستثمار فيها مستقبلاً.

ثانياً: المقارنة بين المؤسسة والشركة المنافسة من حيث الحصة السوقية:

في البداية سيتم استعراض أهم المؤشرات المتعلقة بقطاع الاتصالات في الدولة. ويوضِّح الجدول التالي نسبة مساهمة قطاع الاتصالات في الناتج المحلي الإجمالي للدولة:

الجدول (7) نسبة مساهمة قطاع الاتصالات في الناتج المحلي لدولة الإمارات العربية المتحدة

العام	دخل القطاع (من الهاتف الثابت والمتحرك، والانترنت)	نسبة مساهمة الدخل في الناتج المحلي الإجمالي
2007	16.888 مليار درهم	%1.78
2008	22.232 مليار درهم	%1.92
2009	24.146 مليار درهم	%2.43
2010	24.356 مليار درهم	%2.222

المصدر: من إعداد الباحثة

يبِّين الجدول (7) ازدياد مساهمة القطاع من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي من 1.78% عام 2007 إلى 2.22% عام 2010، وذلك فقط بالنسبة لدخل القطاع من خدمات الهاتف الثابت والمتحرك، والانترنت.

أمَّا الجدول رقم (8) فيتضمن أهم نسب انتشار خدمات الاتصالات في الدولة من عام 2006 حتى عام 2010.

الجدول (8) نسب انتشار خدمات الاتصالات في دولة الإمارات العربية المتحدة

العام	خطوط الهاتف الثابت		خطوط الهاتف المتحرك		خطوط الانترنت	
	عدد المشتركين (بالآلاف)	نسبة الانتشار *	عدد المشتركين (بالآلاف)	نسبة الانتشار *	عدد المشتركين (بالآلاف)	نسبة الانتشار **
2006	1310	30.3	5519	127.6	684	39.5
2007	1386	30.4	7594	166.4	904	49.5
2008	1508	32	9358	196	1169	60
2009	1561	29.9	10670	204	1404.4	67.3
2010	1500	26.4	10962	197	1374.9	62

المصدر: من إعداد الباحثة

* نسبة الانتشار تقاس بعدد الخطوط لكل 100 شخص

** نسبة الانتشار تقاس بعدد الاشتراكات لكل 100 شخص، حيث أن كل اشتراك يحسب بـ 2.5 مستخدم استناداً إلى الاتحاد الدولي للاتصالات

يلاحظ من الجدول (8) زيادة عدد خطوط الهاتف المتحرك والانترنت بمقدار الضعف أو أكثر من عام 2006 حتى عام 2010، وبلغت معدلات الانتشار في الدولة نسب مرتفعة، حتَّى أنها تفوقت على الدول العربية واحتلت مراكز عالمية بمعدلات انتشار خدمات الاتصالات.

فيما يلي جدول يبين عدد خطوط الهاتف المتحرك لكل من المؤسسة وشركة الاتصالات من عام 2007 حتى عام 2010.

الجدول (9) توزُّع الحصص السوقية بين المؤسسة والشركة المنافسة بالنسبة لخدمات الهاتف المتحرك

عدد المشتركين بالآلاف				
الشركة	2007	2008	2009	2010
مؤسسة الإمارات للاتصالات	6094	6892.2	7193	6629
النسبة من إجمالي عدد المشتركين	%80.24	%73.65	%76.4	%60.47
شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة	1500	2465.8	3477	4333
النسبة من إجمالي عدد المشتركين	%19.76	%26.35	%23.6	%39.53
إجمالي عدد المشتركين	7594	9358	10670	10962

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المنشورة في التقارير السنوية للمؤسسة والشركة المنافسة

ازدادت حصة شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة من الهاتف المتحرك من 19.76% عام 2007 إلى 39.5% عام 2010، مقابل تراجع الحصة السوقية للمؤسسة. أي أنَّ الشركة استطاعت تحقيق حصة مرتفعة جداً خلال فترة قصيرة على الرغم من أنَّها دخلت سوق كانت نسبة الانتشار فيه عالية. وفي الواقع فإنَّ الشركة حققت النمو من خلال تزايد عدد المشتركين عبر السنوات مما وفَّر فرص لنمو الشركة ضمن القطاع، بينما يلاحظ في عام 2010 تزايد عدد المشتركين وحصة الشركة على حساب حصة المؤسسة من السوق.

ثالثاً: المقارنة التحليلية بين مؤسسة الإمارات للاتصالات وشركة الإمارات للاتصالات المتكاملة:

- مؤسسة الإمارات للاتصالات:

1. <u>إعادة ترتيب القوائم المالية وتحليلها:</u>

يتضمَّن الملحق (2) القوائم المالية المعاد ترتيبها للمؤسسة.

1.1. عناصر قائمة المركز المالي:

يتضمَّن الجدول (10) أهم عناصر قائمة المركز المالي التي سيتم التركيز عليها في الدراسة، لمعرفة مستوياتها ومعدلات تغيرها عبر الفترات الزمنية وذلك لتسهيل التنبؤ بها للفترات المقبلة.

الجدول (10) أهم عناصر ومؤشرات قائمة المركز المالي لمؤسسة الإمارات للاتصالات

التحليل الرأسي والأفقي لعناصر قائمة المركز المالي (المبالغ بآلاف الدراهم)									
	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010
الأصول التشغيلية	16,043,974	17,851,205	20,248,086	24,053,485	45,212,300	52,826,933	62,082,364	69,773,746	72,053,905
معدل النمو السنوي		11.26%	13.43%	18.79%	87.97%	16.84%	17.52%	12.39%	3.27%
نسبة الأصول التشغيلية إلى صافي الأصول التشغيلية	149.33%	145.71%	144.89%	147.03%	144.19%	158.57%	161.48%	159.30%	156.53%
الالتزامات التشغيلية	5,300,000	5,600,057	6,273,381	7,693,706	13,856,775	19,511,853	23,637,642	25,973,583	26,021,128
معدل النمو السنوي		5.66%	12.02%	22.64%	80.11%	40.81%	21.15%	9.88%	0.18%
نسبة الالتزامات التشغيلية إلى صافي الأصول التشغيلية[1]	49.33%	45.71%	44.89%	47.03%	44.19%	58.57%	61.48%	59.30%	56.53%
صافي الأصول التشغيلية	10,743,974	12,251,148	13,974,705	16,359,779	31,355,525	33,315,080	38,444,722	43,800,163	46,032,777
معدل النمو السنوي		14.03%	14.07%	17.07%	91.66%	6.25%	15.40%	13.93%	5.10%
نسبة صافي الأصول التشغيلية إلى مجموع حقوق الملكية[2]	105.90%	106.37%	105.19%	104.03%	146.56%	117.59%	107.93%	108.44%	108.15%
الأصول التمويلية	0	16,485	135,570	274,057	696,162	768,478	835,570	1,604,850	3,553,225
معدل النمو السنوي		_	722.38%	102.15%	154.02%	10.39%	8.73%	92.07%	121.41%

[1] يشار إلى نسبة الالتزامات التشغيلية على صافي الأصول التشغيلية برافعة الالتزامات التشغيلية

[2] يشار لها بنسبة الرسملة **capitalization ratio**

نسبة الأصول التمويلية إلى صافي الالتزامات التمويلية	0.00%	2.25%	19.66%	43.26%	6.99%	15.42%	29.58%	47.05%	102.47%
الالتزامات التمويلية	616,959	750,000	825,000	907,500	10,657,210	5,752,836	3,660,530	5,015,715	7,020,677
معدل النمو السنوي		21.56%	10.00%	10.00%	1074.35%	−46.02%	−36.37%	37.02%	39.97%
نسبة الالتزامات التمويلية إلى صافي الالتزامات التمويلية	100.00%	102.25%	119.66%	143.26%	106.99%	115.42%	129.58%	147.05%	202.47%
صافي الالتزامات التمويلية	616,959	733,515	689,430	633,443	9,961,048	4,984,358	2,824,960	3,410,865	3,467,452
معدل النمو السنوي		18.89%	−6.01%	−8.12%	1472.52%	−49.96%	−43.32%	20.74%	1.66%
نسبة صافي الالتزامات التمويلية إلى مجموع حقوق الملكية[1]	6.08%	6.37%	5.19%	4.03%	46.56%	17.59%	7.93%	8.44%	8.15%
مجموع حقوق الملكية	10,145,015	11,517,633	13,285,275	15,726,336	21,394,477	28,330,722	35,619,762	40,389,298	42,565,325
معدل النمو السنوي		13.53%	15.35%	18.37%	36.04%	32.42%	25.73%	13.39%	5.39%
مجموع حقوق المساهمين	10,145,015	11,517,633	13,285,275	15,726,306	19,186,697	26,461,408	31,431,973	36,391,609	38,715,925
معدل النمو السنوي		13.53%	15.35%	18.37%	22.00%	37.92%	18.78%	15.78%	6.39%
حقوق الأقلية				30	2,207,780	1,869,314	4,187,789	3,997,689	3,849,400
نسبة حقوق الأقلية إلى مجموع حقوق الملكية	_	_	_	0.00%	10.32%	6.60%	11.76%	9.90%	9.04%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى البيانات السنوية من التقارير المالية للمؤسسة

[1] يشار له بنسبة الرافعة المالية

من خلال الجدول (10) سيتم استعراض بعض المؤشرات الهامة وتغيراتها عبر الفترات الزمنية:

1- الأصول التشغيلية:

يظهر من خلال الجدول تزايد معدلات نمو الأصول التشغيلية من عام 2002 حتى عام 2006 حيث وصل معدل النمو إلى أعلى مستوياته 87.97%. فمنذ عام 2005 ونظراً لاقتراب معدلات انتشار الخدمة في دولة الإمارات من نقطة التشبُّع، إضافة إلى بدء مرحلة المنافسة في هذا القطاع، اتَّجهت (اتصالات) للبحث عن آفاق جديدة خارج الدولة للمحافظة على هذا النمو. وتعود الزيادة الكبيرة في حجم الأصول التشغيلية عام 2006 إلى قيام المجموعة خلال السنة بشراء ترخيص الجيل الثاني والثالث للهاتف المحمول في مصر، وترخيص هاتف محمول في أفغانستان بمبلغ صافي بعد تنزيل الإطفاء (11.23 مليار درهم). وكذلك زيادة استثماراتها في شركات زميلة بمبلغ (9.548 مليار درهم). أما زيادة الأصول التشغيلية عام 2007 فتعود إلى ظهور أصول غير ملموسة (الشهرة) بقيمة تقريبية (1.687 مليار درهم). كما تعود الزيادة إلى زيادة قيمة التراخيص بما يقارب 1 مليار درهم، وزيادة حجم الاستثمارات في المشاريع المشتركة والشركات الزميلة بما يقارب 1.55 مليار درهم، وزيادة في حجم الأصول الثابتة (بعد طرح الاستهلاك) بمقدار 2.6 مليار درهم.

وصل معدل النمو إلى أدنى مستوياته في عام 2010 حيث بلغ 3.27%، ويعود السبب إلى أنَّ الأزمة المالية التي عصفت بالدول كان لها تأثير كبير على جميع أوجه النشاط الاقتصادي على المستوى العالمي، مما دفع المؤسسة لتكون أكثر حذراً في توسيع استثماراتها، بالإضافة إلى الاتجاه نحو التركيز على تعزيز بنيتها التحتية وضبط وإدارة تكاليفها وأنشطتها التشغيلية، خاصة وأنَّ زيادة مستوى المنافسة في الدولة وكذلك الظروف الاقتصادية فرضت على الشركات العاملة في هذا القطاع تقديم عروض تنافسية للمحافظة أو الحيلولة دون تراجع مستويات المبيعات.

2- الالتزامات التشغيلية:

وصل معدَّل نمو الالتزامات التشغيلية إلى 80.11% عام 2006، وتعود الزيادة الكبيرة في معدل النمو إلى زيادة الالتزامات التشغيلية قصيرة الأجل من 7.2 مليار عام 2005 إلى 10.4 مليار عام 2006 وكذلك وجود مبالغ مستحقة الدفع لأجل طويل لقاء شراء استثمارات ورخص بمبلغ (3

مليار درهم). أما في عام 2007 فقد كان معدل النمو 40.8% نتيجة زيادة حجم الذمم الدائنة لدائنون تجاريون وغيرها (من ضمنها حق الامتياز الاتحادي) من 8.57 مليار درهم عام 2006 إلى 15.17 مليار درهم عام 2007.

3- صافي الأصول التشغيلية:

وصل معدل نمو صافي الأصول التشغيلية إلى أعلى مستوياته في عام 2006 حيث بلغ 91.66%، فعلى الرغم أنَّ معدل نمو الأصول التشغيلية (87.97%) والالتزامات التشغيلية (80.11%) كانا متقاربين بعض الشيء، إلا أنَّ الحجم المطلق لزيادة الأصول التشغيلية فاق بكثير مستوى نمو الالتزامات التشغيلية.

4- نسبة صافي الأصول التشغيلية إلى مجموع حقوق الملكية:

يلاحظ من الجدول (10) استقرار هذه النسبة من عام 2002- 2005، مما يدل على اعتماد المؤسسة على مصادرها الذاتية لتمويل عملياتها التشغيلية الأساسية، إلا أنَّ هذه النسبة ارتفعت بشكل ملحوظ في عام 2006، فكما ذكرنا سابقاً أنَّ قيام المؤسسة بتوسيع نشاطها بشراء تراخيص الهاتف المحمول في مصر وأفغانستان، وكذلك زيادة استثماراتها في شركات زميلة، هو ما دفع المؤسسة إلى اللجوء إلى المصادر الخارجية للتمويل (قروض طويلة الأجل حوالي 7 مليار درهم، وسلف طويلة الأجل من شركاء استثمار 0.55 مليار درهم طويلة الأجل، وقروض قصيرة الأجل من شركاء استثمار بمقدار 1.53 مليار درهم)، بعد أن كان رصيد الالتزامات التمويلية للمؤسسة منخفضاً. إلا أنَّ النسبة عادت وانخفضت في عام 2007 إلى 117.59%، ويعود ذلك إلى تراجع حجم القروض من 7مليار درهم إلى 5.3 مليار، بالإضافة إلى زيادة حجم الاحتياطيات من 14.4 مليار درهم في عام 2006 إلى 19.2 مليار درهم عام 2007، واحتجاز أرباح بمقدار 2.24 مليار درهم في نفس العام. كما تراجعت النسبة عام 2008 إلى 107.93%، واستقرت في عامي 2009 و2010 عند حدود 108%، مما يدل على تركيز المؤسسة في تمويل توسعها بالاعتماد على مصادرها الذاتية، والمحافظة على قوتها المالية وحجم الفرص المستقبلية المتاحة أمامها.

5- الأصول والالتزامات التمويلية، وصافي الالتزامات التمويلية ونسبتها إلى حقوق الملكية:

يتَّضح من خلال دراسة القوائم المالية للمؤسسة قلة اعتمادها على التمويل الخارجي قياساً إلى حجم نشاطها، حيث أنَّ نسبة صافي الالتزامات التمويلية إلى حقوق الملكية لم تتجاوز حاجز 6.5% من 2002- 2005. وكما يوضِّح الجدول (10) أنَّ معدلات نمو كل من الالتزامات التمويلية وصافي الالتزامات التمويلية كانت مقبولة، حتَّى أنَّها وصلت إلى معدلات سالبة في بعض الفترات باستثناء ما تم ذكره عن وصول معدلات نموها إلى مستوى مرتفع جداً في عام 2006 بغرض تمويل توسع نشاط المؤسسة. وفي عام 2009 ارتفع معدل نمو الالتزامات التمويلية إلى 37%، ووصل في عام 2010 إلى 40%، غير أنَّ هذه الزيادة قابلتها زيادة في مقدار الأصول التمويلية. كما يلاحظ تراجع معدل نمو الرافعة المالية إلى 7.9% في عام 2008، واستقرارها عند مستوى قريب لهذه النسبة في عامي 2009 و 2010.

فيما يتعلق بالأصول التمويلية نلاحظ تزايد حجمها عبر سنوات الدراسة، حيث تضاعفت قيمتها في عام 2009 عن عام 2008 نتيجة تقديم المؤسسة لسلف طويلة الأجل لشركات زميلة بمقدار 0.9 مليار درهم، كما تزايدت بمقدار أكبر من الضعف في عام 2010 عن عام 2009، وهو ما يعود إلى تقديم المؤسسة قروض طويلة الأجل لشركات زميلة بحوالي 3 مليار درهم. وتعتبر سياسة المؤسسة بتقديم القروض والسلف لشركات زميلة ضمن سياستها الرامية إلى توسيع استثماراتها وزيادة سيطرتها على الشركات، كما حدث عام 2007 عندما قامت المؤسسة بتحويل قرض مقدم إلى شركة كنار للاتصالات إلى حصة مساهمة في الشركة وضخ أموال جديدة، وتحوَّلت بذلك إلى شركة تابعة.

1.2. عناصر قائمة حقوق الملكية:

يتضمَّن الجدول (11) أهم عناصر قائمة حقوق الملكية ومعدلات نموها عبر الفترات الزمنية.

الجدول (11) أهم عناصر قائمة حقوق الملكية لمؤسسة الإمارات للاتصالات

التحليل الرأسي والأفقي لعناصر قائمة حقوق الملكية (المبالغ بآلاف الدراهم)									
	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010
رأس المال	3,000,000	3,000,000	3,300,000	3,630,000	4,537,500	4,991,250	5,989,500	7,187,400	7,906,140
معدل النمو السنوي		_	10.00%	10.00%	25.00%	10.00%	20.00%	20.00%	10.00%
إجمالي الاحتياطيات	7,130,000	8,500,000	9,950,000	12,020,000	14,582,029	19,222,145	22,887,502	26,636,679	28,036,163
معدل النمو السنوي		19.21%	17.06%	20.80%	21.31%	31.82%	19.07%	16.38%	5.25%
أرباح غير موزعة	15,015	17,633	35,275	76,306	67,168	2,248,013	2,554,971	2,567,530	2,773,622
معدل النمو السنوي		17.44%	100.05%	116.32%	−11.98%	3246.85%	13.65%	0.49%	8.03%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى البيانات السنوية من التقارير المالية للمؤسسة

1- رأس المال:

وافق المساهمون في عام 2005 على إعادة تنظيم رأسمال المؤسسة من خلال تجزئة كل سهم عادي قائم بقيمة 10 دراهم إلى عشرة أسهم عادية قيمة السهم الواحد منها درهم واحد تحمل نفس الحقوق والالتزامات المرتبطة بالسهم الأصلي. ويبيِّن الجدول (13) استقرار معدلات نمو رأس المال من عام 2002 حتى عام 2007 عند مستوى (10%)، باستثناء زيادة معدل النمو إلى 25% عام 2006، حيث تمَّ في 27 آذار 2006 الموافقة على زيادة رأس المال المصرح به للمؤسسة من 4 مليار إلى 8 مليار مقسماً إلى 8 مليار سهم قيمة كل سهم درهم واحد، وتمَّ في عام 2006 إصدار أسهم منحة لعدد 907.5 مليون سهم مدفوعة بالكامل قيمة كل سهم درهم واحد.

2- الاحتياطيات:

تتكوَّن احتياطيات المؤسسة من احتياطي التطوير، واحتياطي استبدال الأصول، والاحتياطي العام، والاحتياطي النظامي، واحتياطي صرف عملة أجنبية، واحتياطي إعادة تقييم الاستثمارات، بالإضافة إلى الاحتياطي القانوني.

تراوحت معدلات نمو الاحتياطيات خلال سنوات الدراسة بين 17% إلى 21% باستثناء نموها بمقدار 31.8% في عام 2007 نتيجة مضاعفة حجم الأرباح المحولة للاحتياطي العام في ذلك العام، بينما يلاحظ انخفاض معدل النمو إلى 5% عام 2010 نتيجة تراجع أرباح المؤسسة وبالتالي تراجع مستويات الأرباح المحولة للاحتياطيات.

3- الأرباح غير الموزعة:

يبين الجدول (11) وصول معدل نمو الأرباح غير الموزعة إلى 3246.85% عام 2007 نتيجة احتجاز العائدات الناجمة عن استبعاد حصص في شركات زميلة، حيث ارتفع حجم الأرباح غير الموزعة من 67 مليون درهم عام 2006 إلى 2.25 مليار درهم عام 2007.

1.3. عناصر قائمة الدخل:

يتضمَّن الجدول (12) أهم عناصر قائمة الدخل ومعدلات نموها عبر الفترات الزمنية.

الجدول (12) أهم عناصر قائمة الدخل لمؤسسة الإمارات للاتصالات

التحليل الرأسي والأفقي لعناصر قائمة الدخل (المبالغ بآلاف الدراهم)									
	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010
الإيرادات الصافية	8,004,235	9,225,747	10,433,779	12,865,894	16,290,257	21,339,852	29,359,666	31,334,387	31,929,488
معدل النمو السنوي		15.26%	13.09%	23.31%	26.62%	31.00%	37.58%	6.73%	1.90%
الدخل التشغيلي بعد الضرائب	2,367,945	2,801,014	3,297,862	3,975,529	5,595,885	6,487,255	6,364,955	8,571,171	6,896,036
معدل النمو السنوي		18.29%	17.74%	20.55%	40.76%	15.93%	−1.89%	34.66%	−19.54%
أرباح الفترة المستحقة للمساهمين	2,458,356	2,872,618	3,417,642	4,256,031	5,859,747	7,296,644	8,510,834	8,836,346	7,630,750
معدل النمو السنوي		16.85%	18.97%	24.53%	37.68%	24.52%	16.64%	3.82%	−13.64%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى البيانات السنوية من التقارير المالية للمؤسسة

- صافي الإيرادات والدخل التشغيلي:

حقَّقت المؤسسة معدلات نمو مرتفعة في إيراداتها (مبيعاتها) خاصةً خلال عامي 2006 و2007، حيث بلغت 26.62% و31% على التوالي، ويعود ذلك إلى سعي المؤسسة المستمر إلى زيادة حجم نشاطها داخل وخارج الدولة. وقابل تلك الزيادة في حجم مبيعاتها زيادة معدل نمو الدخل التشغيلي للمؤسسة حيث وصل إلى أعلى مستوياته عام 2006 (40.76%)، وكذلك معدل نمو أرباح المساهمين حيث بلغ 37.68% عام 2006. كما وصل معدل نمو الإيرادات في عام 2008 إلى 37.58% بينما تراجع نمو الدخل التشغيلي إلى –1.89% بسبب زيادة التكاليف التشغيلية.

تراجع معدل نمو الإيرادات إلى 6.7% عام 2009 بينما وصل معدل نمو الدخل التشغيلي إلى 34.66% حيث أنَّ الزيادة في حجم المبيعات ترافقت مع تراجع طفيف في حجم التكاليف التشغيلية إلى 14.3 مليار درهم عام 2009 مقابل 14.6 مليار درهم عام 2008. فالأزمة المالية التي أدت إلى ركود اقتصادي خيمت ظلاله على العالم بأسره، وأثر كذلك على بيئة العمل في دولة الإمارات، مؤدياً إلى إرباك أسواق الأسهم وتراجع أسعار السوق العقارية ونضوب التمويلات المصرفية وتقلص مستوى إنفاق المستهلكين، مما أدى إلى تأثر النمو في مبيعات القطاع في دولة الإمارات وغيرها من الأسواق الخارجية، فضلاً عن ازدياد حدة ضمن القطاع في دولة الإمارات.

2. تحليل النسب المالية وفقاً لنموذج دي بونت:

يوضِّح الجدول التالي والأشكال البيانية النسب المالية المكوِّنة لنموذج دي بونت، ومعدلات نموها عبر الفترات الزمنية.

الجدول (13) عناصر النسب المالية المكونة لنموذج دي بونت لمؤسسة الإمارات للاتصالات

تحليل النسب المالية وفقاً لنموذج دي بونت									
	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010
هامش الربح التشغيلي[1]	29.58%	30.36%	31.61%	30.90%	34.35%	30.40%	21.68%	27.35%	21.60%
معدل دوران صافي الأصول التشغيلية[2]	74.50%	80.24%	79.57%	84.83%	68.28%	66.00%	81.83%	76.20%	71.09%
العائد على صافي الأصول التشغيلية[3]	22.04%	24.36%	25.15%	26.21%	23.46%	20.06%	17.74%	20.84%	15.35%
معدل دوران الأصول التشغيلية قصيرة الأجل[4]	122.27%	119.72%	113.01%	112.72%	121.90%	157.91%	189.76%	169.54%	164.36%
معدل دوران صافي الأصول التشغيلية طويلة الأجل	87.03%	103.58%	110.63%	124.59%	84.09%	66.31%	75.52%	70.95%	66.14%
معدل دوران الالتزامات التشغيلية قصيرة الأجل	160.08%	180.35%	187.97%	195.71%	183.48%	159.72%	158.97%	145.58%	140.14%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى البيانات السنوية من التقارير المالية للمؤسسة

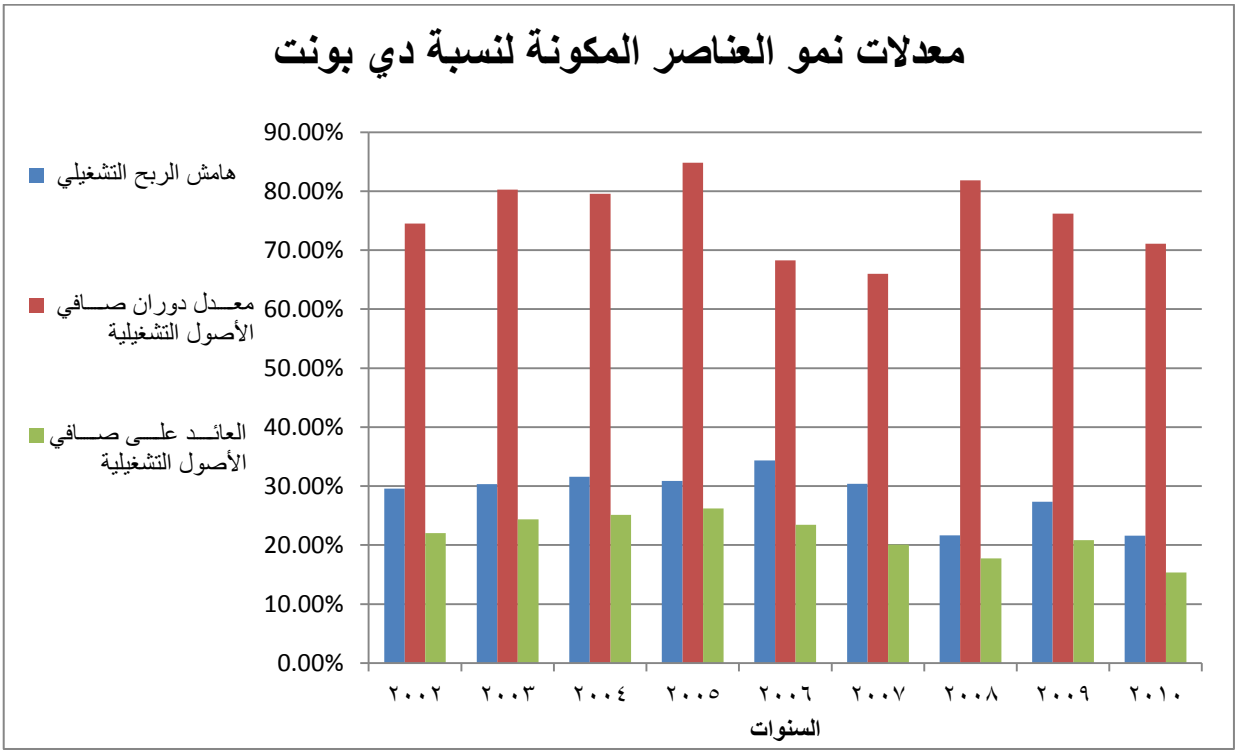
[1] هامش الربح التشغيلي= (صافي الدخل التشغيلي/ المبيعات)

[2] معدل دوران صافي الأصول التشغيلية= (المبيعات/ وسطي صافي الأصول التشغيلية)

[3] العائد على صافي الأصول التشغيلية= (هامش الربح التشغيلي* معدل دوران صافي الأصول التشغيلية)

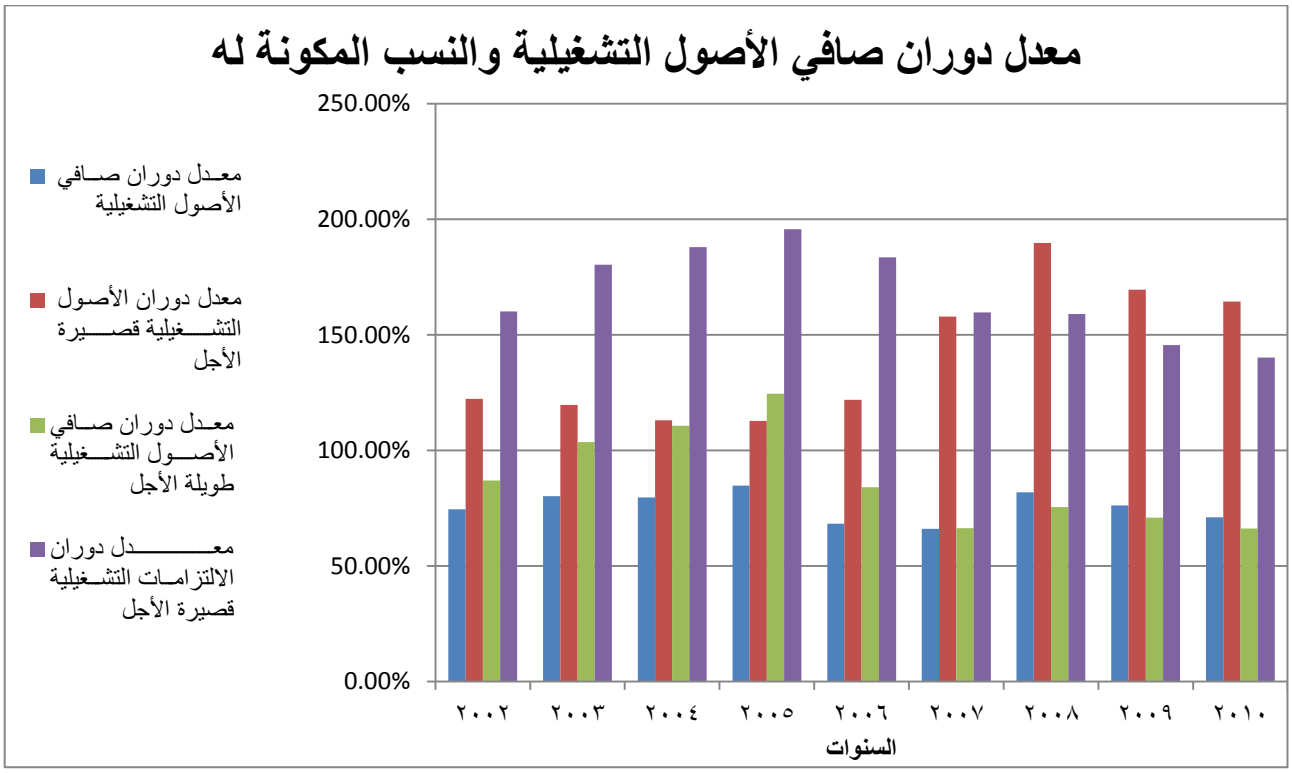
[4] معدل دوران الأصول التشغيلية قصيرة الأجل= (المبيعات/ وسطي الأصول التشغيلية قصيرة الأجل)

الشكل البياني (4) معدلات نمو العناصر الأساسية لنموذج دي بونت



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول (13)

الشكل البياني (5) معدل دوران صافي الأصول التشغيلية والنسب المكونة له



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول (13)

1- معدل دوران صافي الأصول التشغيلية والنسب المكونة له:

يتَّضح لنا من خلال الجدول (13) والشكل البياني (5) ازدياد معدل دوران صافي الأصول التشغيلية من74.5% عام 2002 إلى84.83% عام 2005، إلا أنَّها انخفضت بشكل حاد عام 2006 إلى 51.95%. وعند تحليل مكونات النسبة نلاحظ أنَّ الانخفاض يعود إلى تراجع معدل دوران صافي الأصول التشغيلية طويلة الأجل من 123.63% عام 2005 إلى 68.3% عام 2006 نتيجة الزيادة الملحوظة في حجم الأصول التشغيلية طويلة الأجل، فعلى الرغم من ارتفاع معدل دوران الأصول التشغيلية قصيرة الأجل من 112.72% عام 2005 إلى 122% عام 2006، إلا أنَّ تأثير انخفاض معدل دوران صافي الأصول التشغيلية طويلة الأجل على معدل دوران صافي الأصول التشغيلية كان أكبر.

وفي عام 2008 ارتفع معدل دوران صافي الأصول التشغيلية إلى 81.83% ترافق ذلك مع زيادة ملحوظة في جميع مكوناتها، حيث وصل معدل دوران كل من الأصول والالتزامات التشغيلية قصيرة الأجل إلى 189.76% و 158.97% على التوالي، كما ازداد معدل دوران صافي الأصول التشغيلية طويلة الأجل إلى 75.52%، ويفسَّر هذا الارتفاع في النسب المكونة لمعدل الدوران بالزيادة الملحوظة في مستوى مبيعات المؤسسة في ذلك العام. إلا أنَّ نسبة معدل دوران صافي الأصول التشغيلية والعناصر المكونة لها انخفضت في عامي 2009 و2010، نتيجة تراجع معدلات نمو مبيعات المؤسسة (تراجع مستوياتها وأسعارها، وقيام المؤسسة بتقديم عروض ضمن خدماتها لمواجهة المنافسة وتراجع المبيعات)، الأمر الذي يمكن عزوه إلى كل من ظروف المنافسة والأزمة المالية العالمية التي كان لها تأثير على نشاط المؤسسة داخل وخارج دولة الإمارات.

2- هامش الربح التشغيلي:

بشكل عام يلاحظ من الجدول (13) والشكل البياني (4) استقرار هذه النسبة خلال الفترات المدروسة عند مستوى 30%، غير أنَّها وصلت إلى 34.35% عام 2006. وانخفضت النسبة في عام 2008 إلى حدود 21.6% نتيجة زيادة حجم التكاليف التشغيلية، بينما وصلت إلى 27.35% عام 2009 نتيجة زيادة المبيعات مع بقاء التكاليف التشغيلية كما كانت عليه عام 2008، وعادت

وانخفضت عام 2010 إلى 21.6% نتيجة تراجع معدل نمو المبيعات ووصول معدل نمو الدخل التشغيلي إلى معدل سالب بسبب زيادة التكاليف التشغيلية للمؤسسة.

3- العائد على صافي الأصول التشغيلية:

تميَّزت هذه النسبة بازديادها عبر الزمن من 22% عام 2002 إلى 26% عام 2005، إلا أنَّها انخفضت عام 2006 إلى 23.46%، فعلى الرغم من ارتفاع نسبة هامش الربح التشغيلي في ذلك العام إلا أنَّ تأثير الانخفاض الحاد في معدل دوران صافي الأصول التشغيلية كان واضحاً عليها، كما أنها استمرت بالانخفاض عام 2007 إلى 20% نتيجة تراجع كل من هامش الربح التشغيلي ومعدل دوران صافي الأصول التشغيلية إلى 30.4% و66% على التوالي. وفي عام 2008 وعلى الرغم من زيادة معدل دوران صافي الأصول التشغيلية إلى 81.8% إلا أنَّ التأثير السلبي لتراجع هامش الربح التشغيلية إلى 21.7% كان السبب وراء انخفاضها إلى 17.74%. ووصلت هذه النسبة إلى أدنى مستوياتها عام 2010 حيث بلغت 15.35%، نتيجة التأثير المزدوج لتراجع كل من هامش الربح التشغيلي ومعدل دوران صافي الأصول التشغيلية.

3. تحليل الهيكل التمويلي للمؤسسة ونسب الملاءة المالية:

سيتم دراسته من خلال التركيز على بعض النسب التي يتم الاعتماد عليها عند دراسة الملاءة المالية للمؤسسة.

يوضِّح الجدول التالي أهم النسب التي سيتم دراستها عند تحليل الهيكل التمويلي للمؤسسة.

الجدول (14) نسب الملاءة المالية لمؤسسة الإمارات للاتصالات

نسب الملاءة المالية للمؤسسة									
	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010
السيولة المتداولة[1]	116.55%	148.52%	143.45%	161.76%	99.62%	81.54%	81.35%	83.29%	78.90%
نسبة التدفق النقدي[2]	49.24%	71.29%	70.86%	68.73%	49.38%	50.35%	43.73%	44.13%	38.68%
نسبة إجمالي الدين[3]	36.77%	35.54%	34.82%	35.36%	53.40%	47.14%	43.39%	43.42%	43.70%
نسبة الدين طويل الأجل[4]	2.87%	3.10%	2.94%	2.58%	33.77%	23.40%	14.17%	15.66%	16.75%
نسبة تغطية الأرباح للفوائد[5]	_	_	_	_	2138.35%	1313.66%	1162.14%	1542.44%	1818.03%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى البيانات السنوية من التقارير المالية للمؤسسة

[1] السيولة المتداولة = (الأصول المتداولة/ الالتزامات المتداولة)

[2] نسبة التدفق النقدي= (التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية/ الالتزامات المتداولة). التدفق النقدي التشغيلي بعد التغيرات في رأس المال العامل وقبل التغيرات في الأنشطة الاستثمارية وباستثناء التغيرات في النقد ومرادفاته

[3] نسبة إجمالي الدين= ((إجمالي الأصول- حقوق الملكية)/ إجمالي الأصول))

[4] نسبة الدين طويل الأجل= (نسبة الدين طويل الأجل/(إجمالي الدين طويل الأجل+ حقوق الملكية)

[5] نسبة تغطية الأرباح للفوائد= (الأرباح قبل الفوائد والضرائب/ مدفوعات الفائدة)

1- السيولة المتداولة:

يبيِّن الجدول (14) أنَّ هذه النسبة ازدادت بشكل ملحوظ من 116.5% عام 2002 إلى 161.76% عام 2005، لكنَّها انخفضت في عام 2006 إلى 99.62% في عام 2006 و81.54% عام 2007، ويُعزى الانخفاض الحاصل في النسبة إلى زيادة الالتزامات التشغيلية والتمويلية المتداولة للمؤسسة مع استقرار مستوى كل من الأصول التشغيلية والتمويلية المتداولة، ففي عام 2006 وصل حجم الالتزامات التمويلية المتداولة للمؤسسة إلى قرابة 3 مليار درهم مقابل 1 مليار درهم عام 2005، إلا أنَّها عادت وانخفضت عام 2007 إلى 365 مليون درهم، بينما ازدادت الالتزامات التشغيلية المتداولة من 7.2 إلى 10.4 مليار درهم في عام 2006 عن عام 2005، ووصلت إلى 16.2 مليار درهم عام 2007، وتأتي غالبية الزيادة من بند الدائنون التجاريون وذمم دائنة أخرى (المستحقات)، التي تتكون بشكل رئيسي من مبالغ مستحقة لقاء مشتريات تجارية وتكاليف متواصلة، بالإضافة إلى المبالغ المستحقة الدفع عن كل عام لقاء حق الامتياز الاتحادي (50% من الربح قبل خصم الامتياز)، واستمرَّت نسبة السيولة المتداولة بالانخفاض حيث وصلت عام 2010 إلى 78.90%.

2- نسبة التدفق النقدي:

تقيس النسبة مقدرة التدفقات النقدية من نشاط المنشأة الأساسي على تغطية التزاماتها الطارئة، ويبين الجدول ازدياد هذه النسبة من 49.24% عام 2002 إلى 68.7% عام 2005، بينما انخفضت إلى 49.38% عام 2006 وارتفعت بشكل طفيف إلى 50.35% عام 2007، نتيجة ازدياد التزامات المؤسسة كنتيجة لتوسع نشاطها التشغيلي، كما استمرت هذه النسبة بالانخفاض في الأعوام اللاحقة بسبب الزيادة في حجم الالتزامات المتداولة.

3- نسبة إجمالي الدين والدين طويل الأجل:

نلاحظ من الجدول استقرار نسبة إجمالي الدين وعدم تجاوز النسبة لحاجز الـ 37% للأعوام 2002- 2005، بينما ارتفعت في عام 2006 إلى 53.4% لتمويل توسع المؤسسة في نشاطها، إلا أنَّها انخفضت عام 2007 إلى 47.14%، كما تراجعت في عام 2008 إلى حدود 43% واستقرت عند حدود هذه القيمة في عامي 2009 و2010.

أما فيما يتعلق بنسبة الدين طويل الأجل، فقد كانت في حدودها الدنيا حيث أنها لم تتجاوز عتبة 3.1% من عام 2002– 2005، مما يدل على أنَّ التركيبة المشكلة لإجمالي الدين هي في معظمها ديون قصيرة الأجل والتي تمتاز بالتقلبات الكبيرة، حيث أنَّها تكون نتيجة لأنشطة متكررة، غير أنَّ هذه النسبة ارتفعت بشكل كبير جداً إلى 33.77% عام 2006 لتمويل التوسع في النشاط حيث بلغ حجم الالتزامات التمويلية طويلة الأجل 7.5 مليار درهم عام 2006 بعد أن كان رصيدها معدوماً على مدار السنوات من 2002 إلى 2005، كذلك وصل حجم الالتزامات التشغيلية طويلة الأجل إلى 3.37 مليار درهم عام 2006 بعد أن كان قرابة 400 مليون درهم عام 2005. إلا أنَّ نسبة المديونية طويلة الأجل انخفضت عام 2007 إلى 23.4%، وتراوحت بين 14% و16.7% خلال الأعوام من 2008 إلى 2010. ويعود الانخفاض الملحوظ في نسبة إجمالي الدين ونسبة الدين طويل الأجل عام 2008 إلى قيام المجموعة باستغلال الفائض المالي لديها في تسديد المبالغ المستحقة عليها في إطار التسهيلات الائتمانية التي تُقدَّر بـ 3 مليار دولار أمريكي، والتي تمَّ الحصول عليها في دولة الإمارات. وقامت المؤسسة في الربع الثالث من ذلك العام بإجراء تقييم لأدائها لدى وكالات التصنيف، بُغية الوصول إلى تصنيفات إيجابية للحصول على تسهيلات تمويلية تنافسية خلال 2009 تمكنها من دعم المشاريع التوسعية للمجموعة، بما يعزز ثقة الإدارة والمساهمين على حد السواء. وقد أفادت وكالات التصنيف بقوة وسلامة الميزانية العمومية للمجموعة وإستراتيجيتها المالية، حيث حصلت المجموعة بالإجماع على تصنيف "مستقر" (توقعات مستقبلية)، ومن وكالة موديز على تصنيف (Aa2)، ومن ستاندرد آند بورز على تصنيف (+A)، ومن فتش على تصنيف (–AA)[1]. وفي عام 2009 حازت المؤسسة من خلال تصنيف الجدارة الائتمانية للديون طويلة الأجل على الدرجة (Aa2) من وكالة موديز، ومن ستاندرد آند بورز على تصنيف (+A)، ومن فتش على تصنيف (+A)، وجاء التغير السلبي الوحيد في التصنيف طويل الأجل من قبل مؤسسة فيتش نتيجة للتغير في نظرتها تجاه الديون السيادية لدولة الإمارات. بينما حصلت المؤسسة على تصنيف "مستقر" (توقعات مستقبلية) بالإجماع[2].

[1] تقرير المؤسسة لعام 2008

[2] التقرير السنوي لمؤسسة الاتصالات في عام 2009.

4- نسبة تغطية الأرباح للفوائد:

يهتم معظم المحللين بهذه النسبة لأنَّ الفوائد تُمثِّل تكاليف ثابتة يتعين على المنشأة سدادها سواء أكانت نتيجة أعمالها ربح أم خسارة، ومن خلال استعراض القوائم المالية، وكما يوضِّح الجدول (14) لم يترتب على المؤسسة أي دفعات فوائد من عام 2002 إلى عام 2005، وهذا ما يؤكده الرصيد شبه المعدوم للالتزامات التمويلية. وفي عامي 2006 و2007 ازداد حجم الالتزامات التمويلية وترتَّب على المؤسسة دفعات فوائد، غير أنَّها كانت منخفضة الحجم واستطاعت أرباح المؤسسة تغطيتها بعدِّة أضعاف حيث بلغت نسبة تغطية الأرباح للفوائد 2138.35%.

4. تحليل التدفقات النقدية للمؤسسة وتحديد مراحل دورة حياتها:

سيتم من خلال الجدولين التاليين استعراض التدفقات النقدية للمؤسسة وفقاً لنوعها (تشغيلية، استثمارية، تمويلية) ومعدلات نموها، ويوضح الجدول الثاني إشارة التدفق النقدي لكل نوع نشاط، الأمر الذي يساهم في توضيح مرحلة دورة حياة المؤسسة.

الجدول (15) التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية لمؤسسة الإمارات للاتصالات

التحليل الرأسي والأفقي للتدفقات النقدية من أنشطة المؤسسة (المبالغ بآلاف الدراهم)									
	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010
صافي النقد الناتج من الأنشطة التشغيلية [1]	2,551,872	2,418,403	4,652,334	3,399,418	8,105,225	11,937,042	8,543,979	10,178,034	9,224,991
معدل النمو السنوي		−5.23%	92.37%	−26.93%	138.43%	47.28%	−28.42%	19.13%	−9.36%
مطروحاً منه:									
صافي التدفقات النقدية الخارجة للأنشطة الاستثمارية[2]	1,051,872	997,172	3,078,029	1,808,933	17,492,113	6,830,375	5,789,391	7,093,310	6,118,418
معدل النمو السنوي		−5.20%	208.68%	−41.23%	866.99%	−60.95%	−15.24%	22.52%	−13.74%
ويعادل:									
التدفق النقدي الحر[3]	1,500,000	1,421,231	1,574,305	1,590,485	−9,386,888	5,106,667	2,754,588	3,084,724	3,106,573
معدل النمو السنوي		−5.25%	10.77%	1.03%	−690.19%	−154.40%	−46.06%	11.98%	0.71%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى البيانات السنوية من التقارير المالية للمؤسسة

[1] صافي التدفق النقدي التشغيلي بعد التغيرات في رأس المال العامل وبعد التغيرات في النقد ومرادفاته

[2] ويعادل صافي النقد المدفوع لشراء الأصول التشغيلية طويلة الأجل

[3] ويعادل النقد المدفوع للأنشطة التمويلية

الجدول (16) إشارة التدفق النقدي من أنشطة مؤسسة الإمارات للاتصالات والمرحلة المتوقعة من دورة حياتها

إشارة التدفق النقدي	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية	+	+	+	+	+	+	+	+	+
التدفق النقدي من الأنشطة الاستثمارية	–	–	–	–	–	–	–	–	–
التدفق النقدي من الأنشطة التمويلية	–	–	–	–	+	–	–	–	–
مرحلة دورة حياة المؤسسة (وفقاً لدراسة Victoria)	مرحلة النضوج	مرحلة النضوج	مرحلة النضوج	مرحلة النضوج	مرحلة النمو	مرحلة النضوج	مرحلة النضوج	مرحلة النضوج	مرحلة النضوج

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى بيانات الجدول (19)

بالنظر إلى الجدول (15) والجدول (16) يتَّضح لنا الإشارة الموجبة لصافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية لجميع السنوات المدروسة، وهو ما تتمتع به المنشآت التي تكون في مرحلة النمو أو النضوج، كذلك فإنَّ المنشآت التي دخلت مرحلة إعادة التنظيم قد تحقق تدفقات نقدية تشغيلية موجبة أو سالبة بناءً على حجم المنافسة التي تواجهها، لذا وللتأكد من المرحلة التي تنتمي لها يجب النظر إلى أشكال التدفقات النقدية الأخرى.

كانت التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية سالبة خلال جميع السنوات المدروسة، وكون التدفقات التشغيلية موجبة خلال جميع السنوات، فإنَّ التوقعات المتعلقة بدورة حياة المؤسسة تنحصر في كل من مرحلتي النضوج والنمو.

التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية كانت سالبة من عام 2002– 2005، مما يدل على أنَّ المؤسسة وخلال تلك الفترة كانت ضمن مرحلة النضوج، بينما في عام 2006 كانت التدفقات النقدية التشغيلية موجبة والتدفقات الاستثمارية سالبة والتمويلية موجبة، أي أنَّ المؤسسة في مرحلة النمو وهو ما يؤكده توسُّع المنشأة في نشاطها الأساسي، إلا أنَّ التدفقات التمويلية عادت وأصبحت سالبة من عام 2007 حتى عام 2010، أي عودة المؤسسة إلى مرحلة النضوج.

أمَّا وفقاً لاعتقاد الباحثة، فقد كانت المؤسسة من عام 2002 حتى 2007 في مرحلة النمو، فالتدفقات التشغيلية كانت موجبة والتدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية كانت سالبة، حيث هدفت المؤسسة إلى توسيع نشاطها الرئيسي داخل وخارج حدود الدولة، كما أنَّ التدفقات التمويلية السالبة قد لا تعني دخول المؤسسة في مرحلة النضوج، ذلك أنَّها اعتمدت في معظم الأحيان على مصادرها الذاتية لتمويل هذا التوسع. فقبل العام 2006 لم يكن يوجد شركات عاملة ضمن القطاع سوى المؤسسة، وبما أنَّ القطاع يعتمد على التكنولوجيا التي تتميز بتطورها المستمر، لذا كان لدى المؤسسة فرص محتملة ودائمة للنمو، وعندما بدأت المنافسة ضمن القطاع عملت المؤسسة على البحث عن فرص نمو خارج حدود الدولة. ونظراً لأنَّ معدلات نمو مبيعات المؤسسة قد فاقت معدلات نمو الناتج المحلي، كما أن هوامش الربح التشغيلية قد وصلت إلى مستويات مرتفعة في تلك الفترة، مما يؤكد على أن المؤسسة كانت في مرحلة النمو.

إلا أنَّه وبعد العام 2007، يمكن تصنيف المؤسسة ضمن مرحلة النضوج من دورة حياتها لسببين، الأول دخول شركات منافسة إلى قطاع الاتصالات عملت على تراجع الفرص المتاحة للمؤسسة، حيث تمكنت تلك الشركات من الاستحواذ على حصة سوقية كبيرة وانتزاع جزء من حصة المؤسسة، كما دخلت الشركات ضمن مجالات جديدة كان من الممكن أن تخلق فرص كبيرة لنمو المؤسسة. والسبب الآخر يعود إلى تأثير الأزمة المالية والاضطراب الذي أصاب النشاط الاقتصادي لدولة الإمارات وغيرها من الدول، الأمر الذي أدى توقف المؤسسة عن توسيع أنشطتها الاستثمارية خارج حدود الدولة والتركيز على دعم وضبط أنشطتها التشغيلية. وما يؤكِّد على أنَّ المؤسسة دخلت في مرحلة النضوج هو تراجع هوامش الربح التشغيلية للمؤسسة ومعدلات نمو مبيعاتها.

- شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة (دو):

1. إعادة ترتيب القوائم المالية وتحليلها:

يتضمَّن الملحق (3) القوائم المالية المعاد ترتيبها للشركة.

1.1. عناصر قائمة المركز المالي:

يتضمَّن الجدول (17) أهم عناصر قائمة المركز المالي التي سيتم التركيز عليها في الدراسة، لمعرفة مستوياتها ومعدلات تغيرها عبر الفترات الزمنية.

الجدول (17) أهم عناصر ومؤشرات قائمة المركز المالي لشركة الإمارات للاتصالات المتكاملة

التحليل الرأسي والأفقي لعناصر قائمة المركز المالي (المبالغ بآلاف الدراهم)					
	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010
الأصول التشغيلية	4,134,853	4,348,072	7,775,941	9,531,905	12,519,678
معدل النمو السنوي		5.16%	78.84%	22.58%	31.34%
نسبة الأصول التشغيلية إلى صافي الأصول التشغيلية	121.93%	173.52%	147.00%	164.58%	136.77%
الالتزامات التشغيلية	743,776	1,842,262	2,486,106	3,740,365	3,365,596
معدل النمو السنوي		147.69%	34.95%	50.45%	−10.02%
نسبة الالتزامات التشغيلية إلى صافي الأصول التشغيلية	21.93%	73.52%	47.00%	64.58%	36.77%
صافي الأصول التشغيلية	3,391,077	2,505,810	5,289,835	5,791,540	9,154,082
معدل النمو السنوي		−26.11%	111.10%	9.48%	58.06%
نسبة صافي الأصول التشغيلية إلى مجموع حقوق الملكية	100.00%	100.00%	210.76%	207.47%	179.64%
الأصول التمويلية	0	0	0	0	0
الالتزامات التمويلية	0	0	2,779,901	3,000,000	4,058,315
معدل النمو السنوي				7.92%	35.28%
نسبة الالتزامات التمويلية إلى صافي الالتزامات التمويلية	_	_	100.00%	100.00%	100.00%
صافي الالتزامات التمويلية	0	0	2,779,901	3,000,000	4,058,315
معدل النمو السنوي				7.92%	35.28%
نسبة صافي الالتزامات التمويلية إلى مجموع حقوق الملكية			110.76%	107.47%	79.64%
مجموع حقوق الملكية (تعادل حقوق المساهمين)	3,391,077	2,505,810	2,509,934	2,791,540	5,095,767
معدل النمو السنوي		−26.11%	0.16%	11.22%	82.54%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى البيانات السنوية من التقارير المالية للشركة

1- الأصول التشغيلية:

بلغ معدل النمو مستوى منخفض في عام 2007، فعلى الرغم من ازدياد الممتلكات والآلات والمعدات بمقدار الضعف، إلا أنَّها موِّلت من رصيد النقد المتوفر لدى الشركة عام 2006. بينما وصل معدل النمو إلى 78.8% عام 2008، نتيجة زيادة حجم النقد بمقدار 1.2 مليار درهم، وزيادة بمقدار 2 مليار درهم في الممتلكات والآلات والمعدات، وبرامج التكنولوجيا ورسوم ورخص الاتصالات.

2- الالتزامات التشغيلية، ورافعة الالتزامات التشغيلية:

وصل معدل نمو الالتزامات التشغيلية إلى 147.7%عام 2007 نتيجة زيادة حجم الذمم الدائنة التجارية والمستحقات من قرابة 0.5 مليار درهم عام 2006 إلى 1.5 مليار درهم في 2007، ونجم عن تلك الزيادة ارتفاع نسبة رافعة الالتزامات التشغيلية إلى 73%. كما ازداد معدل نمو الالتزامات التشغيلية إلى 50% عام 2009 عند زيادة رصيد حسابات دائنة ومستحقات بمقدار مليار درهم، ووصلت نسبة رافعة الالتزامات التشغيلية إلى 64.5%.

3- الالتزامات التمويلية:

بلغ حجم الالتزامات التمويلية 2.780 مليار درهم منها 2.755 مليار درهم قرض طويل الأجل، حيث قامت الشركة خلال عام 2008 بالحصول على قرض مشترك مضمون بمبلغ 3 مليار درهم طويل الأجل، وبقي من القرض مبلغ 225 مليون درهم لم يتم سحبها خلال العام، ويتم سداد القرض بالكامل بعد ثلاث سنوات من تاريخ أول دفعة سحب ولا يتم تمديده بعد 30 حزيران 2011. وفي عام 2009 وصل معدل نمو الالتزامات التمويلية 7.9% حيث قامت الشركة بسحب الرصيد المتبقي من القرض المتاح لها.

4- حقوق الملكية:

وصل معدل نمو حقوق الملكية إلى 82.5% عام 2010، نتيجة قيام الشركة بإصدار ما يقارب 570 مليون سهم بقيمة اسمية 1 درهم وعلاوة إصدار 75%، كما وصلت أرباح الفترة إلى 1.3 مليار درهم بعد أن كانت 264 مليون درهم عام 2009، بمعدل نمو 396%، حيث استطاعت هذه

الأرباح تغطية معظم الخسائر المتراكمة من الفترات السابقة وزيادة مستوى حقوق الملكية، وهذا ما يوضحه الجدول (18).

5- نسبة صافي الأصول التشغيلية إلى مجموع حقوق الملكية:

كانت هذه النسبة مرتفعة في عامي 2008 و2009 (210% و207% على التوالي)، ويعود السبب إلى اعتماد الشركة على الاقتراض الخارجي كمصدر للتمويل في بداية انطلاقها، غير أنَّها انخفضت عام 2010 إلى 179.6% نتيجة زيادة حجم حقوق الملكية.

1.2. عناصر قائمة حقوق الملكية:

يتضمَّن الجدول (18) أهم عناصر قائمة حقوق الملكية ومعدلات نموها عبر الفترات الزمنية.

الجدول (18) أهم عناصر قائمة حقوق الملكية لشركة الإمارات للاتصالات المتكاملة

التحليل الرأسي والأفقي لعناصر قائمة حقوق الملكية (المبالغ بآلاف الدراهم)					
	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010
رأس المال	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,571,429
معدل النمو السنوي					14.29%
إجمالي الاحتياطيات	0	0	412	44,307	204,213
معدل النمو السنوي				10654.13%	360.90%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى البيانات السنوية من التقارير المالية للشركة

1- رأس المال:

بلغ رأس المال المرخص والمصدر والمدفوع بالكامل 4 مليار سهم بقيمة 1 درهم للسهم من عام 2006 حتى عام 2009، وتمَّ في 27 حزيران 2010 إصدار 571429 ألف سهم عادي بعلاوة تبلغ 75% بقيمة 1.75 درهم (القيمة الاسمية للسهم 1 درهم).

2- الاحتياطيات:

وفقاً للقانون الاتحادي لدولة الإمارات، يتم تحويل 10% من صافي الأرباح سنوياً في نهاية كل سنة مالية إلى احتياطي قانوني غير قابل للتوزيع، ويتعين إجراء تلك التحويلات حتى يصبح رصيد الاحتياطي القانوني مساوياً لنصف رأس المال المدفوع للشركة. وبدأت الشركة بتشكيل الاحتياطي القانوني عام 2008 عندما بدأت بتحقيق الأرباح. وفي عام 2009 ارتفع حجم الاحتياطيات، بما فيها احتياطي الدفع على أساس الأسهم، حيث قامت الشركة خلال السنة بتعديل برنامج خيارات الأسهم للمدراء التنفيذيين من نظام التسوية وفقاً للنقد إلى نظام التسوية وفقاً لحقوق الملكية.

1.3. عناصر قائمة الدخل:

يتضمَّن الجدول (19) أهم عناصر قائمة الدخل ومعدلات نموها عبر الفترات الزمنية.

الجدول (19) أهم عناصر قائمة الدخل لشركة الإمارات للاتصالات المتكاملة

التحليل الرأسي والأفقي لعناصر قائمة الدخل (المبالغ بآلاف الدراهم)					
	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010
الإيرادات الصافية	لم تبدأ الشركة نشاطها حتى عام 2007	1,537,368	3,950,936	5,338,699	7,074,097
معدل النمو السنوي		-	156.99%	35.12%	32.51%
الدخل التشغيلي بعد الضرائب		-929,829	-108,397	198,738	1,378,114
معدل النمو السنوي					593.43%
أرباح الفترة المستحقة للمساهمين		-885,267	4,124	264,124	1,310,431
معدل النمو السنوي				6304.56%	396.14%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى البيانات السنوية من التقارير المالية للشركة

- الإيرادات الصافية، والدخل التشغيلي:

حقَّقت الشركة معدلات نمو مرتفعة في إيراداتها على الرغم من أنَّها دخلت السوق في وقت وصل فيه قطاع الاتصالات إلى نقطة التشبُّع، حيث قارب معدل انتشار خدمات الهاتف المتحرك

نسبة 126% عام 2006، إلا أنَّ توفر فرص الابتكار والتطوير الدائمة تجعل منه قطاع حيوي قابل للنمو. وعلى الرغم من معدلات النمو المرتفعة للإيرادات، إلا أنَّ الشركة لم تستطع تحقيق دخل تشغيلي موجب حتى عام 2009، وذلك أمر طبيعي في بداية ظهورها إلى حين استطاعت الإيرادات تغطية التكاليف التشغيلية. وفي عام 2010 وصل الدخل التشغيلي إلى 6 أضعاف ما كان عليه عام 2009 وهو مستوى مرتفع، غير أنَّ رصيد الدخل التشغيلي تضمن بند دخل تشغيلي غير اعتيادي في عام 2010 يتعلق بالتغير في تقدير رسوم حق الامتياز الاتحادي للسنوات السابقة، ففي عامي 2008 و2009 حددت الشركة رسوم حق الامتياز بنسبة قدرها 50% من صافي الربح على أساس النسبة المتبعة في شركات الاتصالات بدولة الإمارات. غير أنَّها تلقت تأكيداً بموجب قرار مجلس الوزراء على أنَّ رسوم حق الامتياز واجبة الدفع ابتداءً من 1 كانون الثاني 2010، لذلك تم إلغاء المخصص لعامي 2008 و2009 البالغ 268248 ألف درهم.

2. تحليل النسب المالية وفقاً لنموذج دي بونت:

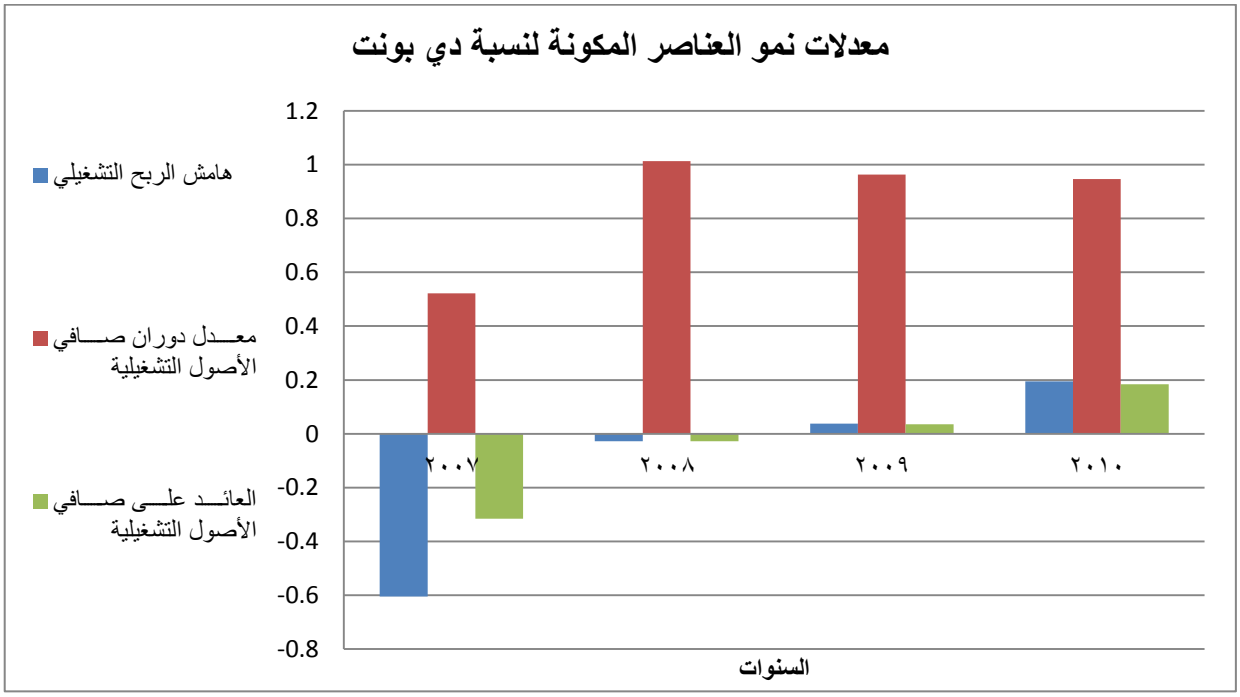
يوضِّح الجدول التالي والأشكال البيانية النسب المالية المكوِّنة لنموذج دي بونت، ومعدلات نموها عبر الفترات الزمنية.

الجدول (20) عناصر النسب المالية المكونة لنموذج دي بونت لشركة الإمارات للاتصالات المتكاملة

تحليل النسب المالية وفقاً لنموذج دي بونت					
	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010
هامش الربح التشغيلي	لم تبدأ الشركة نشاطها حتى عام 2007	-60.48%	-2.74%	3.72%	19.48%
معدل دوران صافي الأصول التشغيلية		52.14%	101.36%	96.35%	94.66%
العائد على صافي الأصول التشغيلية		-31.54%	-2.78%	3.59%	18.44%
معدل دوران الأصول التشغيلية قصيرة الأجل		113.55%	258.48%	235.85%	205.15%
معدل دوران صافي الأصول التشغيلية طويلة الأجل		56.71%	89.11%	84.29%	94.24%
معدل دوران الالتزامات التشغيلية قصيرة الأجل		137.72%	191.39%	174.67%	203.14%

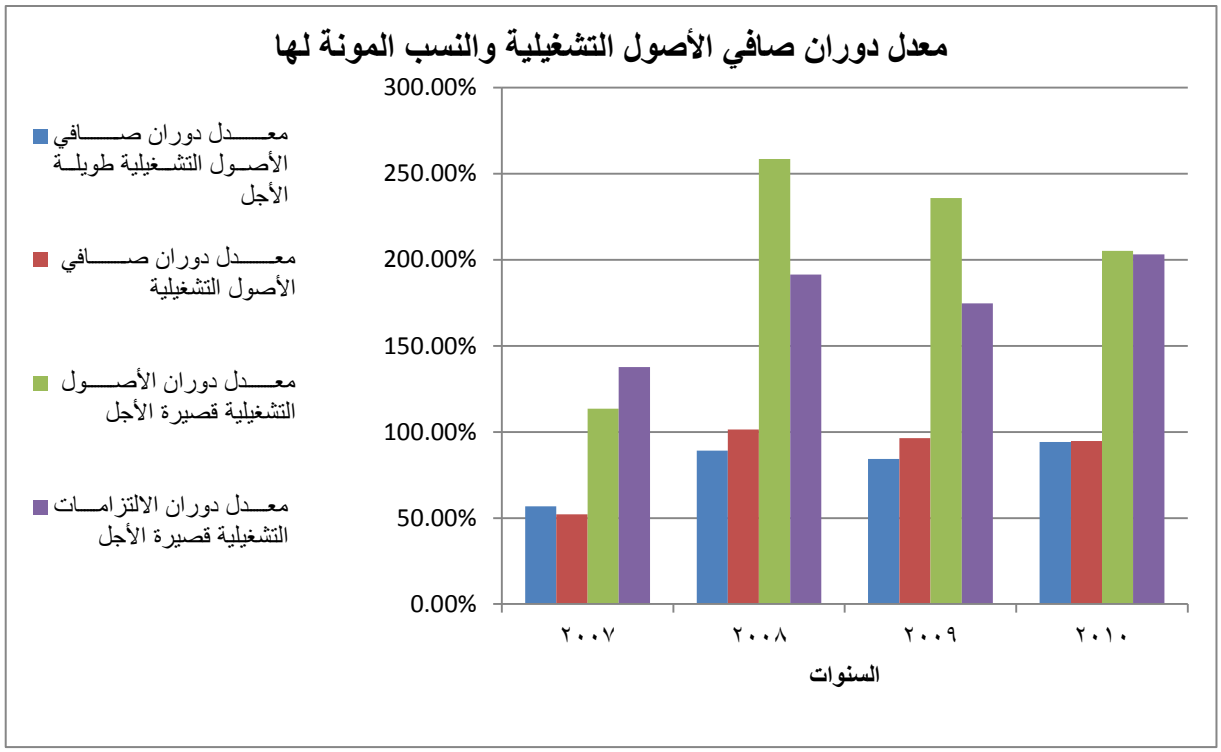
المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى البيانات السنوية من التقارير المالية للشركة

الشكل البياني (6) معدل نمو العناصر الأساسية لنموذج دي بونت



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول (20)

الشكل البياني (7) معدل دوران صافي الأصول التشغيلية والنسب المكونة له



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول (20)

1- العائد على صافي الأصول التشغيلية:

أصبح العائد على صافي الأصول التشغيلية موجب في عام 2009 عندما تمكنت إيرادات الشركة تغطية تكاليفها التشغيلية وتحقيق هوامش ربح تشغيلية موجبة. أما في عام 2010 وعلى الرغم من تراجع معدل دوران صافي الأصول التشغيلية، إلا أنَّ العائد على صافي الأصول التشغيلية وصل إلى 18.44%، نتيجة زيادة هامش الربح التشغيلي إلى 19.48%.

2- معدل دوران صافي الأصول التشغيلية والنسب المكونة له:

يلاحظ من الجدول (20) والشكل البياني رقم (7) ازدياد معدل دوران صافي الأصول التشغيلية إلى 101% عام 2008، نتيجة زيادة معدلات دوران النسب المكونة له (معدل دوران الأصول التشغيلية قصيرة الأجل ومعدل دوران صافي الأصول التشغيلية طويلة الأجل). بينما يلاحظ تراجع معدل دوران صافي الأصول التشغيلية إلى 96% عام 2009، نتيجة تراجع جميع النسب المكونة لها. وفي عام 2010 وعلى الرغم من زيادة معدل دوران كل من صافي الأصول التشغيلية طويلة الأجل والالتزامات التشغيلية قصيرة الأجل إلى 94% و 203% على التوالي، إلا أن معدل دوران صافي الأصول التشغيلية تراجع إلى 94.6% نتيجة تراجع معدل دوران الأصول التشغيلية قصيرة الأجل من 236% إلى 205%.

2.1. تحليل الهيكل التمويلي للشركة ونسب الملاءة المالية:

2.2. نسب الملاءة المالية:

يوضِّح الجدول التالي أهم النسب التي سيتم دراستها عند تحليل الهيكل التمويلي للشركة.

الجدول (21) نسب الملاءة المالية لشركة الإمارات للاتصالات المتكاملة

نسب الملاءة المالية للشركة					
	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010
السيولة المتداولة	لم تبدأ الشركة نشاطها حتى عام 2007	44.59%	94.32%	60.51%	72.53%
نسبة التدفق النقدي		−31.22%	20.81%	26.46%	24.64%
نسبة إجمالي الدين		42.37%	67.72%	70.71%	59.30%
نسبة الدين طويل الأجل		5.64%	52.95%	52.32%	16.16%
نسبة تغطية الأرباح للفوائد			8.70%	2083.71%	1332.47%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى البيانات السنوية من التقارير المالية للشركة

1- السيولة المتداولة:

تراجعت نسبة السيولة المتداولة عام 2009 إلى 60.5% بعد أن وصلت إلى 94% عام 2008، إلا أنَّها ارتفعت عام 2010 إلى 72.5% على الرغم من زيادة الالتزامات التمويلية بمقدار 3 مليار درهم نتيجة زيادة الأصول التشغيلية قصيرة الأجل (خاصةً النقد) بمقدار 2.4 مليار درهم وتراجع الالتزامات التشغيلية قصيرة الأجل بحوالي 0.5 مليار درهم ساهم في تحسن النسبة.

2- نسبة إجمالي الدين:

وصلت هذه النسبة إلى معدلات مرتفعة في عامي 2008 و2009، إلا أنَّها تراجعت بشكل ملحوظ إلى 59.3% في عام 2010 نتيجة زيادة كل من حقوق الملكية وزيادة مجموع الأصول.

3- نسبة الدين طويل الأجل:

وصلت هذه النسبة إلى 52.9% و 52.3% في عامي 2008 و2009، حيث حصلت الشركة على قرض طويل الأجل بقيمة 3 مليار درهم عام 2008، إلا أنَّ هذه النسبة انخفضت إلى 16% عام 2010، بسبب قرب استحقاق القرض طويل الأجل الذي حصلت عليه في عام 2008، لذا تمَّ إدراجه ضمن الالتزامات قصيرة الأجل.

4- نسبة تغطية الأرباح للفوائد:

تعتبر هذه النسبة مرتفعة جداً في عامي 2009 و2010، وهي مؤشر جيد.

3. تحليل التدفقات النقدية لشركة الإمارات للاتصالات المتكاملة وتحديد مرحلة دورة حياتها:

سيتم من خلال الجدول (22) استعراض التدفقات النقدية للشركة وفقاً لنوعها (تشغيلية، استثمارية، تمويلية) ومعدلات نموها، ويوضح الجدول (23) إشارة التدفق النقدي لكل نوع نشاط، الأمر الذي يساهم في توضيح مرحلة دورة حياة الشركة.

الجدول (22) التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية لشركة الإمارات للاتصالات المتكاملة

التحليل الرأسي والأفقي لعناصر قائمة التدفقات النقدية (المبالغ بآلاف الدراهم)					
	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010
صافي النقد الناتج من الأنشطة التشغيلية	−2,001,930	1,028,676	−673,425	1,374,258	−329,190
معدل النمو السنوي					
مطروحاً منه:					
صافي التدفقات النقدية للأنشطة الاستثمارية	2,143,303	1,072,038	2,202,794	1,767,783	1,500,159
معدل النمو السنوي		−49.98%	105.48%	−19.75%	−15.14%
ويعادل:					
التدفق النقدي الحر	−4,145,233	−43,362	−2,876,219	−393,525	−1,829,349
معدل النمو السنوي					

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى البيانات السنوية من التقارير المالية للشركة

الجدول (23) إشارة التدفق النقدي من أنشطة شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة والمرحلة المتوقعة من دورة حياتها

إشارة التدفق النقدي	2006	2007	2008	2009	2010
التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية	−	+	−	+	−
التدفق النقدي من الأنشطة الاستثمارية	−	−	−	−	−
التدفق النقدي من الأنشطة التمويلية	+	+	+	+	+
مرحلة دورة حياة المؤسسة	مرحلة الظهور	مرحلة النمو	مرحلة الظهور	مرحلة النمو	مرحلة الظهور

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى بيانات الجدول (26)

عند دراسة التدفقات النقدية، قامت الباحثة باعتبار أنَّ التغيرات في النقد ومرادفاته تدرج ضمن الأنشطة التشغيلية، أي أنَّ الزيادة في رصيد النقد ومرادفاته تعتبر تدفق نقدي خارج للأنشطة التشغيلية، والعكس صحيح. أما في حال استثناء التغيرات في رصيد النقد من التدفق النقدي التشغيلي، عندئذٍ تصبح إشارة التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية للشركة سالبة في عامي 2006 و2007، وموجبة بالنسبة للأعوام من 2008 حتى 2010. وبناءً عليه تصبح الشركة في مرحلة الظهور من دورة حياتها بالنسبة لعامي 2006 و2007، ومرحلة النمو من عام 2008 حتى 2010، وما يؤكِّد ذلك زيادة معدلات نمو مبيعات الشركة بأكثر من الضعف خلال هذه الفترة، وارتفاع هامش الربح التشغيلي بدءاً من عام 2009. وقمنا بإعادة استثناء التغيرات في النقد نظراً لحداثة الشركة، حيث يلاحظ وجود تقلبات كبيرة في قيمه، مما يؤثر على دقة تصنيف المرحلة التي تنتمي لها الشركة في دورة حياتها.

في النهاية وعلى الرغم من صعوبة المقارنة بين المؤسسة والشركة المنافسة نظراً لحداثتها، يمكن إجراء مقارنة بسيطة بينهما بالنسبة لعام 2010.

وصل معدل نمو صافي الأصول التشغيلية للمؤسسة إلى 3.27% بينما وصل إلى 31.34% للشركة، فنظراً لأنَّ الشركة لا تزال في مرحلة النمو فإنَّها تعمل على زيادة حجم نشاطها وطاقتها اللازمة لتحقيق المعدلات المرغوبة من النمو. كما بلغ معدل نمو صافي الأصول التشغيلية للمؤسسة 5.1% بينما كان 58% للشركة نظراً لزيادة الأصول التشغيلية وتراجع معدل نمو التزاماتها التشغيلية إلى -10%.

لوحظ وجود تقارب في معدلات نمو الالتزامات التمويلية لدى الشركة والمؤسسة، حيث بلغت قرابة 35% بالنسبة للشركة و39.9% بالنسبة للمؤسسة، إلا أنَّ الشركة استخدمت الأموال التي حصلت عليها لتمويل التوسُّع في حجم طاقتها التشغيلية ويدل على ذلك بقاء رصيد الأصول التمويلية كما هو (صفر)، بينما استخدمت المؤسسة الأموال لتقديم قروض لشركات زميلة.

بلغ معدل نمو مبيعات الشركة 32.5% بينما كان بحدود 1.9% للمؤسسة، كما ازدادت مبيعات الشركة كرقم إجمالي بحدود 1.7 مليار درهم بينما كانت الزيادة أقل من 0.5 مليار درهم للمؤسسة، مما يدل على قوّة الشركة المنافسة وقدرتها على الحصول على حصة متميزة من السوق،

وهو ما قد يعود إلى جودة خدماتها والعروض والمزايا التي تقدمها لمستهلكي خدماتها. كما وصل معدل نمو الدخل التشغيلي إلى مستوى مرتفع بالنسبة للشركة، بينما كان سالباً لدى المؤسسة.

فيما يتعلق بنسب الملاءة المالية، فقد تفوقت المؤسسة على الشركة في جميع النسب باستثناء نسبة الدين طويل الأجل، حيث بلغت 16.16% للشركة ووصلت إلى 16.75% للمؤسسة.

تبيَّن لنا من خلال استعراض المبحث الأول وجود علاقة قوية بين التغيرات الاقتصادية العالمية والتغيرات الاقتصادية المحلية في دولة الإمارات الأمر الذي انعكس على أداء قطاعات النشاط الاقتصادي بما فيها قطاع الاتصالات، حيث انخفض مؤشر القطاع في سوق أبو ظبي للأوراق المالية بنسبة 25.79% في عام 2010 عن عام 2007، بينما انخفض مؤشر القطاع في سوق دبي بنسبة 59.74% في عام 2010 عن عام 2007. كما تمَّ ضمن المبحث الثاني تحليل قطاع الاتصالات في دولة الإمارات من خلال دراسة وتحليل نتائج أداء المنشآت العاملة فيه والتي اقتصرت على مؤسسة الإمارات للاتصالات وشركة الإمارات للاتصالات المتكاملة، حيث لوحظ تراجع معدلات نمو إيرادات كل من المؤسسة والشركة المنافسة. لذا وبناءً على ما سبق تمَّ رفض فرضية العدم الأولى وقبول الفرضية البديلة بوجود أثر للمتغيرات الاقتصادية المحلية والعالمية على أداء قطاع الاتصالات في دولة الإمارات.

المبحث الثالث

التنبؤ بأهم عناصر ومؤشرات القوائم المالية السنوية للمؤسسة، وتطبيق نماذج تقدير القيمة العادلة للمؤسسة

يتضمن المبحث التركيز على أهم عناصر القوائم المالية لمؤسسة الإمارات للاتصالات والنسب المشتقة منها، والتنبؤ بها، والتي تشكل المدخلات الأساسية لنموذج التقييم الذي سيتم استخدامه.

سيتم تقسيم الدراسة إلى الفترات التالية:

الفترة الأولى من عام 2002- 2007:

يتم فيها تحليل عناصر القوائم المالية الفعلية للمؤسسة، وذلك بهدف بناء توقعات بالقوائم المالية التقديرية لعام 2008، وتطبيق نموذج التقييم المستخدم في الدراسة للوصول إلى القيمة العادلة للمؤسسة ومنه إلى القيمة العادلة لسهم المؤسسة ومقارنته مع الأسعار السوقية الجارية للسهم في تلك الفترة.

الفترة الثانية من عام 2002- 2008:

يتم فيها إدخال البيانات الفعلية لعام 2008 بالإضافة إلى بيانات الفترة الأولى الفعلية، وذلك بهدف بناء توقعات بالقوائم المالية التقديرية للمؤسسة لعام 2009، وتطبيق نموذج التقييم المستخدم في الدراسة للوصول إلى القيمة العادلة للمؤسسة ومنه إلى القيمة العادلة لسهم المؤسسة ومقارنته مع الأسعار السوقية الجارية للسهم في تلك الفترة.

الفترة الثالثة من عام 2002- 2009:

يتم فيها إدخال البيانات الفعلية لعام 2009 بالإضافة بيانات الفترة الثانية الفعلية، وذلك بهدف بناء توقعات بالقوائم المالية التقديرية للمؤسسة لعام 2010، وتطبيق نموذج التقييم المستخدم في الدراسة للوصول إلى القيمة العادلة للمؤسسة ومنه إلى القيمة العادلة لسهم المؤسسة ومقارنته مع الأسعار السوقية الجارية للسهم في تلك الفترة.

أولاً: التنبؤ بعناصر القوائم المالية السنوية للمؤسسة والنسب المالية المشتقة منها:

فيما يلي جدول لأهم عناصر القوائم المالية التي سيتم التركيز عليها، ويتضمَّن الجدول البيانات الفعلية لتلك العناصر خلال الفترة من عام 2002 حتى عام 2007، والتي سيتم التنبؤ بقيمها لعام 2008.

الجدول (24) أهم عناصر القوائم المالية والنسب المالية لمؤسسة الإمارات للاتصالات

عناصر القوائم المالية الفعلية (المبالغ بآلاف الدراهم)						
2007	2006	2005	2004	2003	2002	
21,339,852	16,290,257	12,865,894	10,433,779	9,225,747	8,004,235	**الإيرادات**
66.00%	68.28%	84.83%	79.57%	80.24%	74.50%	**NOATO**
33,315,080	31,355,525	16,359,779	13,974,705	12,251,148	10,743,974	**NOA**
30.40%	34.35%	30.90%	31.61%	30.36%	29.58%	**NOPM**
20.06%	23.46%	26.21%	25.15%	24.36%	22.04%	**RNOA**
6,487,255	5,595,885	3,975,529	3,297,862	2,801,014	2,367,945	**Ox**
4,797,192	4,701,005	3,493,402	3,101,844	2,671,012	–	**Ox^a**
5.14%	5.22%	3.45%	1.60%	1.21%	3.82%	**r_f**[1]
5.39%	5.47%	3.45%	1.60%	1.21%	3.82%	**ri**[2]

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى البيانات السنوية من التقارير المالية للمؤسسة

يوضِّح الجدول (24) أهم بنود القوائم المالية، وكخطوة أولى سيتم التنبؤ بمبيعات المؤسسة بناء على النموذج الذي يوضح علاقة مبيعات المؤسسة مع المتغيرات المستقلة وفقاً لأفضل نموذج يوضحه البرنامج الإحصائي، ومن ثمَّ سيتم إعداد تقديرات لباقي البنود للأعوام 2008 و2009 و2010، ومن ثمَّ إجراء المقارنة مع القيم الفعلية التي تحققت.

[1] العائد الخالي من المخاطر.

[2] معدل العائد المطلوب على النشاط التشغيلي للمؤسسة.

نظراً لعدم وجود أوراق مالية حكومية في دولة الإمارات العربية المتحدة من بداية وحتى نهاية المدة المدروسة، فقد اعتمدت الباحثة على معدل الفائدة على الودائع ما بين البنوك لمدة ثلاثة أشهر كبديل لتقدير العائد الخالي من المخاطر (r_f). ونظراً لعدم كفاية السلسلة الزمنية السنوية لتقدير مخاطر النشاط التشغيلي للمؤسسة، فقد تمَّ اعتبار معدل العائد المطلوب على النشاط التشغيلي للمؤسسة (r_i) نفسه معدل العائد على السندات التي أصدرها بنك أبو ظبي الوطني في 15/ 3/ 2006 وتستحق في15/ 3/ 2016، والذي يعادل معدل الفائدة على الودائع بين البنوك (الإيبور) مضافاً له علاوة بمقدار ربع في المائة على سعر الإيبور. ومنه فإنَّ الدخل التشغيلي المتبقي يعادل الدخل التشغيلي الحالي مطروحاً منه حاصل ضرب العائد المطلوب على الأنشطة التشغيلية بصافي الأصول التشغيلية في الفترة السابقة، بدءاً من عام 2006، أما قبل العام 2006 فقد تمَّ اعتبار معدل العائد المطلوب على النشاط التشغيلي للمؤسسة (r_i) نفسه معدل الفائدة الخالي من المخاطر (r_f)، ومنه حساب الدخل التشغيلي المتبقي على أساس العائد الخالي من المخاطرة.

التقديرات المتعلقة بعام 2008:

الخطوة الأولى: التنبؤ بمبيعات المؤسسة:

كون معظم مبيعات المؤسسة تتعلق بنشاطها داخل حدود الدولة، لذا سيتم دراسة علاقة المبيعات مع مجموعة من مؤشرات الاقتصاد الكلي، وهي الناتج المحلي الإجمالي لنفس فترة تحقق المبيعات، وعرض النقود (M2) وإجمالي الإنفاق الحكومي للفترة السابقة لتحقق المبيعات، وتمَّ اختيار القيم السابقة لعرض النقود والإنفاق الحكومي على اعتبار أن الآثار الناجمة عن التغيرات فيها تظهر على المدى الطويل ولا تظهر ضمن نفس العام[1].

1- اختبار التوزيع الطبيعي لبيانات المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، ودراسة الارتباط:

المتغير التابع (Y): المبيعات (Sales)

المتغيرات المستقلة:

[1] تمَّ الحصول على بيانات الناتج المحلي الإجمالي وعرض النقود وإجمالي الإنفاق الحكومي لجميع السنوات من التقارير الصادرة عن صندوق النقد الدولي المتعلقة بالدولة، مثل مشاورات المادة الرابعة والمشاورات الختامية لأعضاء بعثة المشاورات، والإحصائيات الصادرة عن الصندوق، وذلك للأعوام 2006 حتى 2011.

X1: الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية (GDP)

X2: عرض النقود بالمفهوم الواسع (M2)

X3: إجمالي الإنفاق العام (استهلاك واستثمار حكومي) (Public Expenditure)

يتضمَّن الملحق (4) بيانات المتغير التابع والمتغيرات المستقلة. وتبيَّن نتيجة اختبار (K-S) و(Shapiro-Wilk) أنَّ بيانات المتغير التابع والمتغيرات المستقلة تتبع التوزيع الطبيعي.

نظراً لأنَّ البيانات تتبع التوزيع الطبيعي فإنَّ معامل الارتباط الذي سيستخدم لقياس العلاقة بين المتغيرات هو معامل بيرسون للارتباط (Pearson)، وتوضِّح قيمة معامل الارتباط شدة العلاقة بين المتغيرات ونوع العلاقة فيما إذا كانت خطية أو غير خطية، ذلك أنَّ القيمة المرتفعة والمعنوية لمعامل الارتباط تدل على أنَّ العلاقة خطية بين المتغيرات، أما في حال الحصول على قيمة غير معنوية لهذا المعامل فإنَّ ذلك لا يعني عدم وجود علاقة فقد توجد علاقة من الدرجة الثانية (ارتباط غير خطي). فيما يلي جدول يوضح قيم معاملات الارتباط للمتغيرات المستقلة والمتغير التابع وكذلك للمتغيرات المستقلة فيما بينها.

الجدول (25) قيم معاملات ارتباط المتغير التابع (مبيعات المؤسسة) والمتغيرات المستقلة (المؤشرات الاقتصادية) ومعنوياتها

		sales	GDP	M2	Public Expenditure
sales	Pearson Correlation	1	.988**	. 997**	. 926**
	Sig. (2-tailed)		.000	. 000	.008
GDP	Pearson Correlation	.988**	1	. 992**	. 874*
	Sig. (2-tailed)	.000		. 000	.023
M2	Pearson Correlation	. 997**	. 992**	1	.920**
	Sig. (2-tailed)	. 000	. 000		. 009
Public Expenditure	Pearson Correlation	. 926**	. 874*	.920**	1
	Sig. (2-tailed)	.008	.023	. 009	

نلاحظ من الجدول أنَّ علاقة المتغير التابع بالمتغيرات المستقلة قوية جداً ومعنوية، حيث تجاوزت قيم معاملات الارتباط 92%، أي أنَّ العلاقة خطية بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة. أما فيما يتعلق بالعلاقة بين المتغيرات المستقلة فيما بينها فنلاحظ أيضاً أنها قوية جداً، حيث أنَّ أقل

قيمة بلغت (87.4%) لعلاقة ارتباط إجمالي الإنفاق الحكومي بالناتج المحلي الإجمالي، وهو ما يؤشِّر على احتمال وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد.

2- دراسة الانحدار المتعدد:

تمَّ استخدام الطريقة التراجعية (backward) لإدخال المتحولات إلى نموذج الانحدار المتعدِّد لعلاقة المتغير التابع (مبيعات المؤسسة) مع المتغيرات المستقلة. حيث يبدأ البرنامج بوضع جميع المتحولات التنبؤية في النموذج، ثم يحسب مساهمة كل متحول بالنظر إلى قيمة الدلالة لاختبار (t) لكل من المتحولات التنبؤية، وتتم مقارنة الدلالة مع معيار الإزالة فإذا حققت المتحولات التنبؤية معيار الإزالة، تتم إزالتها من النموذج وإعادة تقدير النموذج للمتحولات التنبؤية المتبقية وتتم إعادة تقييم مساهمة بقية المتحولات. وبناءً على الطريقة التراجعية فإنَّ النموذج النهائي الذي تم التوصل إليه يتضمن عرض النقود كمتحول تنبؤي للمتغير التابع (المبيعات). وقد بلغت قيمة كل من معامل التحديد (R Square) ومعامل التحديد المعدل (Adjusted R Square) (.993) و(.992) على التوالي، وهي قيم مرتفعة جداً تدل على أنَّ النموذج استطاع تفسير 99% من التباين في قيمة المتغير التابع. كما يلاحظ وجود مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء المعيارية، وهو ما تدل عليه قيمة اختبار (Durbin-Watson) التي بلغت 2.723، وفي الواقع فأنَّ نفي وجود مثل هذه الإشكالية يتطلب أن تكون نتيجة الاختبار قريبة من (2)، أمَّا كلما ابتعدت هذه القيمة عن (2) وخاصةً القيم الأصغر من (1) أو الأكبر من (3) تكون موضع اهتمام خاص، وإنَّ مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء المعيارية قد تكون نتيجة لوجود متغيرات تؤثر على المتغير التابع لم يتم تضمينها في النموذج. أما فيما يتعلق بمشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة والتي يستدل عليها من خلال قيمة الإحصائية (VIF)، ففي حال كون أكبر قيمة للإحصائية أكبر من (10) فإنَّ هناك مشكلة، كما أنَّه في حال كانت قيمة متوسط الإحصائية (لجميع المتغيرات المستقلة) أكبر بكثير من (1) فإن نموذج الانحدار سوف يتأثر، وبما أنَّ النموذج لا يحتوي إلا على متغير مستقل وحيد، لذا لا يوجد مثل هذه المشكلة.

وبناءً على ما سبق تقرر الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي البسيط لعلاقة المبيعات مع عرض النقود في الفترة السابقة.

Y= 7.380E7+ .052 X2

sig . 903 .000

t .130 24.187

تفسير النموذج:

بلغت قيمة ثابت النموذج 7.380E7 وهي غير معنوية. وفيما يتعلق بعلاقة مبيعات المؤسسة مع عرض النقود فقد بلغت قيمة معامل الانحدار (0.052) وهي معنوية عند مستوى دلالة 1% (P-value < .001)، أي أنها مختلفة عن الصفر بشكل كبير وبالتالي يساهم هذا المتحول بشكل كبير في توقع النتيجة، ومنه فإنَّ كل زيادة بمقدار درهم واحد في عرض النقود ينجم عنه زيادة في مبيعات المؤسسة بمقدار (0.052) درهم.

3- المبيعات المتوقَّعة للمؤسسة:

بناءً على النموذج فإنَّ المبيعات المتوقعة للمؤسسة في الفترة القادمة ترتبط بالحجم الحالي لعرض النقود. لذا سيتم الاعتماد على قيمة عرض النقود في عام 2007 للتنبؤ بمبيعات المؤسسة لعام 2008.

- مبيعات (2008) المتوقعة = 052. * 565,702 مليون درهم

المبيعات المتوقعة= 29,416,504,000 درهم.

الخطوة الثانية: عناصر القوائم المالية والنسب المالية المتنبأ بها:

الجدول (26) عناصر القوائم المالية والنسب المالية الفعلية والمتنبأ بها لمؤسسة الإمارات للاتصالات لعام 2008

عناصر القوائم المالية الفعلية والمتنبأ بها (المبالغ بالدراهم)			
	تقديري 2008	فعلي 2008	نسبة الفرق بين القيم الفعلية والمقدَّرة
الإيرادات	29,416,504,000	29,359,666,000	−0.19%
NOATO	75.57%	81.83%	7.65%
NOA	44,538,497,399	38,444,722,000	−15.85%
NOPM	25.00%	21.68%	−15.32%
RNOA	18.89%	17.74%	−6.50%
Ox	7,354,126,000	6,364,955,000	−15.54%
Ox^a	6,135,904,575	5,251,398,451	−16.84%
r_f	3.41%	3.09%	−10.16%
r_i	3.66%	3.34%	−9.40%

المصدر: من إعداد الباحثة

أهم الافتراضات التي تم اعتمادها لوضع القيم التقديرية للبنود:

- معدل دوران صافي الأصول التشغيلية (NOATO) تم تقديره بأخذ متوسط قيمته للفترات السابقة. فكما تم دراسته في الجانب النظري أن هذا المتغير غالباً ما يكون مستقر، حتى وفي حال ظهور منافسة فإنَّ تأثيرها يكون ضعيف على معدل الدوران خاصةً في البداية، حيث أنَّه من الصعب تقليد كفاءة المنشآت الناجحة.
- صافي الأصول التشغيلية (NOA) تم تقديره بضرب القيمة المتوقعة للمبيعات بمعدل دوران صافي الأصول التشغيلية المتوقع.

- هامش الربح التشغيلي (NOPM): توقُّع انخفاض مستواه إلى 25% واستقراره عند هذا المستوى للثلاث سنوات القادمة. ويعود السبب وراء هذا الافتراض إلى دخول شركة منافسة، مما قد يؤدي إلى تراجع في أسعار المبيعات وبالتالي تراجع هوامش الربح.
- العائد على صافي الأصول التشغيلية (RNOA) وهو مساو إلى حاصل ضرب معدل دوران صافي الأصول التشغيلية وهامش الربح التشغيلي.
- الدخل التشغيلي ويساوي العائد على صافي الأصول التشغيلية المتوقع مضروباً بصافي الأصول التشغيلية المتوقع.
- العائد الخالي من المخاطر (r_f)، وهو عبارة عن وسطي أسعار الفائدة على الودائع ما بين البنوك لثلاثة أشهر على مدار السنة، وتم تقديره للسنة المقبلة بأخذ متوسط قيمه للسنوات السابقة.
- القيمة المتوقعة للدخل التشغيلي المتبقي (Ox^a) للفترة المقبلة، وتحسب بطرح حاصل ضرب صافي الأصول التشغيلية في الفترة الحالية بمعدل العائد المطلوب على النشاط التشغيلي من الدخل التشغيلي المتوقع للفترة المقبلة.

يلاحظ من الجدول (26) اقتراب القيمة المقدَّرة للمبيعات من القيمة الفعلية، إلا أنَّه يمكن ملاحظة وجود فروق بين القيمة المقدَّرة والفعلية للدخل التشغيلي المتوقَّع نتيجةً للفروق بين القيم الفعلية والمتوقعة للعناصر المكونة له، كالعائد على صافي الأصول التشغيلية ومعدل العائد المطلوب.

التقديرات المتعلقة بعام 2009:

الخطوة الأولى: التنبؤ بمبيعات المؤسسة:

1- اختبار التوزيع الطبيعي لبيانات المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، ودراسة الارتباط:

وفقاً لنتائج اختبار (K-S) و(Shapiro-Wilk) المتعلقة بالتوزيع الطبيعي لكل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، فإنَّ معنوية الاختبار أكبر من 5% لذلك تم قبول فرضية العدم بأنَّ بيانات المتغيرات تتبع التوزيع الطبيعي. باستثناء اختبار (Shapiro-Wilk) لمتغير الإنفاق الحكومي حيث كانت معنوية الاختبار أقل من 5%. ويتضمن الجدول (27) قيم معاملات الارتباط ومعنوياتها بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

الجدول (27) قيم معاملات ارتباط المتغير التابع (مبيعات المؤسسة) والمتغيرات المستقلة (المؤشرات الاقتصادية) ومعنوياتها

		sales	GDP	M2	Public Expenditure
sales	Pearson Correlation	1	.985**	.999**	.967**
	Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000
GDP	Pearson Correlation	.985**	1	.985**	.915**
	Sig. (2-tailed)	.000		.000	.004
M2	Pearson Correlation	.999**	.985**	1	.967**
	Sig. (2-tailed)	.000	.000		.000
Public Expenditure	Pearson Correlation	.967**	.915**	.967**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.004	.000	

يبيِّن الجدول (27) تراجع قيمة معامل ارتباط المبيعات مع الناتج المحلي، بينما ازدادت قيمة معامل ارتباط المبيعات مع كل من عرض النقود والإنفاق الحكومي. كما ازدادت شدة ارتباط المتغيرات المستقلة فيما بينها، حيث ازداد معامل ارتباط الناتج المحلي مع الإنفاق الحكومي من 87.4% إلى 91.5%، وهو أمر طبيعي حيث أنَّ زيادة الإنفاق الحكومي لا بد وأن يكون لها تأثير على زيادة حجم الطلب المحلي، الأمر الذي ينعكس على زيادة مخرجات الاقتصاد الكلي (الناتج المحلي). غير أنَّ وجود العلاقة القوية بين المتغيرات المستقلة تدل على احتمال وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد.

2- دراسة الانحدار المتعدد:

بناءً على الطريقة التراجعية فإنَّ النموذج النهائي الذي تمَّ التوصل إليه يتضمن عرض النقود كمتحول تنبؤي للمتغير التابع (المبيعات). وقد بلغت قيمة كل من معامل التحديد ومعامل التحديد المعدل (998.) و(997.) على التوالي، وهي قيم مرتفعة جداً تدل على أنَّ النموذج استطاع تفسير 99.7% من التباين في قيمة المتغير التابع. كما يلاحظ وجود مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء المعيارية وهو ما تدل عليه قيمة اختبار (Durbin-Watson) التي بلغت 3.074، وحيث أن القيم الأصغر من 1 أو الأكبر من3 تكون موضع اهتمام خاص.

وبناءً على ما سبق تقرر الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي البسيط لعلاقة المبيعات مع عرض النقود في الفترة السابقة.

Y= 1.948E8+ .052 X2

sig . 624 .000

t . 522 44.911

تفسير النموذج:

بلغت قيمة ثابت النموذج 1.948E8 وهي غير معنوية. وفيما يتعلق بعلاقة مبيعات المؤسسة مع عرض النقود فقد بلغت قيمة معامل الانحدار 052. وهي معنوية عند مستوى دلالة 1% (P-value < .001)، أي أنَّها مختلفة عن الصفر، وبالتالي يساهم هذا المتحول بشكل كبير في توقُّع النتيجة، ومنه إنَّ كل زيادة بمقدار درهم واحد في عرض النقود ينجم عنه زيادة في مبيعات المؤسسة بمقدار 052. درهم.

3- المبيعات المتوقعة للمؤسسة:

بناءً على النموذج فإن المبيعات المتوقعة للمؤسسة في الفترة القادمة ترتبط بحجم عرض النقود الحالي. لذا سيتم الاعتماد على قيمة عرض النقود في عام 2008 للتنبؤ بمبيعات المؤسسة لعام 2009.

- مبيعات (2009) المتوقعة= 052. * 674,310 مليون درهم

المبيعات المتوقعة= 35,064,120,000 درهم.

الخطوة الثانية: عناصر القوائم المالية والنسب المالية المتنبأ بها:

الجدول (28) عناصر القوائم المالية والنسب المالية الفعلية والمتنبأ بها

عناصر القوائم المالية الفعلية والمتنبأ بها			
	تقديري 2009	فعلي 2009	الفرق
الإيرادات	35,064,120,000	31,334,387,000	−11.90%
NOATO	76.46%	76.20%	−0.35%
NOA	53,270,648,000	43,800,163,000	−21.62%
NOPM	25.00%	27.35%	8.61%
RNOA	19.12%	20.84%	8.29%
Ox	8,766,030,000	8,571,171,000	−2.27%
Ox^a	7,377,489,023	7,488,952,076	1.49%
r_f	3.36%	2.57%	−31.06%
r_i	3.61%	2.82%	−28.30%

المصدر: من إعداد الباحثة

أهم الافتراضات التي تم اعتمادها لوضع القيم التقديرية للبنود:

- معدل دوران صافي الأصول التشغيلية (NOATO) تم تقديره بأخذ متوسط قيمته للفترات السابقة، وخاصةً بعد أن بيَّنت النتائج الفعلية لعام 2008 عودة النسبة إلى مستوياتها السابقة، فالانخفاض الحاد الذي حصل للنسبة عام 2006 و2007 ناجم عن زيادة حجم الأصول التشغيلية بشكل كبير، وإنَّ الزيادة الحاصلة في مستوى الأصول التشغيلية يلزمها بعض الوقت حتى تنعكس بزيادة في مستويات المبيعات نتيجة زيادة الطاقة التشغيلية للمؤسسة.
- صافي الأصول التشغيلية (NOA) تم تقديره بضرب القيمة المتوقعة للمبيعات بمعدل دوران صافي الأصول التشغيلية المتوقع.

- هامش الربح التشغيلي (NOPM): نفس المستوى المتوقع في الفترة السابقة عند حدود 25%، ويعود السبب وراء هذا الافتراض نتيجة احتدام المنافسة، بالإضافة إلى ظهور بوادر الأزمة المالية العالمية بشكل قوي، وتوقُّع انعكاسه على اقتصاد دولة الإمارات وغيرها من الدول.
- العائد على صافي الأصول التشغيلية (RNOA)، وهو مساو إلى حاصل ضرب معدل دوران صافي الأصول التشغيلية وهامش الربح التشغيلي.
- الدخل التشغيلي ويساوي العائد على صافي الأصول التشغيلية المتوقع مضروباً بصافي الأصول التشغيلية المتوقعة.
- العائد الخالي من المخاطر (RFR)، وتم تقديره للسنة المقبلة بأخذ متوسط قيمه للسنوات السابقة.
- القيمة المتوقعة للدخل التشغيلي المتبقي (Ox^a) للفترة المقبلة وتحسب بطرح حاصل ضرب صافي الأصول التشغيلية في الفترة الحالية بمعدل العائد المطلوب على النشاط التشغيلي من الدخل التشغيلي المتوقع للفترة المقبلة.

يبيِّن الجدول (28) زيادة الفرق بين القيمة المتوقعة والفعلية للمبيعات، إلا أنَّ الفرق بين القيمة المتوقعة للدخل التشغيلي المتبقي والقيمة الفعلية قد تراجعت نتيجة وجود فروق بين القيم المتوقعة والفعلية لمكونات الدخل التشغيلي المتبقي الأخرى، مما ساعد في تخفيف أثر الفروق بين المبيعات الفعلية والمتوقعة.

التقديرات المتعلقة بعام 2010:

الخطوة الأولى: التنبؤ بمبيعات المؤسسة:

1- اختبار التوزيع الطبيعي لبيانات المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، ودراسة الارتباط:

وفقاً لنتائج اختبار (K-S) و(Shapiro-Wilk) المتعلقة بالتوزيع الطبيعي لكل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، فإنَّ معنوية الاختبار أكبر من 5% لذلك تم قبول فرضية العدم بأن بيانات المتغيرات تتبع التوزيع الطبيعي، باستثناء اختبار (Shapiro-Wilk) لمتغير الإنفاق الحكومي حيث كانت معنوية الاختبار أقل من 5%.

يتضمن الجدول (29) قيم معاملات الارتباط ومعنوياتها بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

الجدول (29) قيم معاملات ارتباط المتغير التابع (مبيعات المؤسسة) والمتغيرات المستقلة (المؤشرات الاقتصادية) ومعنوياتها

		sales	GDP	M2	Public Expenditure
sales	Pearson Correlation	1	.944**	.994**	.896**
	Sig. (2-tailed)		.000	.000	.003
GDP	Pearson Correlation	.944**	1	.910**	.708*
	Sig. (2-tailed)	.000		.002	.050
M2	Pearson Correlation	.994**	.910**	1	.936**
	Sig. (2-tailed)	.000	.002		.001
Public Expenditure	Pearson Correlation	.896**	.708*	.936**	1
	Sig. (2-tailed)	.003	.050	.001	

يوضِّح الجدول السابق تراجع قيمة معامل ارتباط المبيعات مع جميع المتغيرات المستقلة ولاسيما حجم الإنفاق الحكومي، فعلى الرغم من الدفعة التنشيطية التي قامت بها الحكومة من خلال زيادة الإنفاق الحكومي عام 2008، إلا أنَّ التباطؤ الاقتصادي الذي حصل والذي نجم عنه تراجع في حجم الناتج المحلي من 1,156 مليار درهم عام 2008 إلى 992.8 مليار درهم عام 2009، كان له التأثير الأكبر على مبيعات المؤسسة على اعتبار أن مخرجاتها هي جزء من مخرجات الاقتصاد ككل، بالإضافة إلى حجم المنافسة التي كان لها أثر على مستويات وأسعار مبيعات المؤسسة كما اتضح في الجانب التحليلي، حيث تراجعت معدلات نمو المبيعات بشكل كبير في ذلك العام بعد أن وصلت إلى معدلات مرتفعة.

2- دراسة الانحدار المتعدد:

بناءً على الطريقة التراجعية فإنَّ النموذج النهائي الذي توصلت إليه يتضمن كل من عرض النقود والناتج المحلي كمتحولات تنبؤية للمتغير التابع (المبيعات)، وقد بلغت قيمة كل من معامل التحديد ومعامل التحديد المعدل (.997) و(.996) على التوالي، وهي قيم مرتفعة جداً تدل على أنَّ النموذج استطاع تفسير 99.6% من التباين في قيمة المتغير التابع. كما يلاحظ غياب مشكلة

الارتباط الذاتي للأخطاء المعيارية وهو ما تدل عليه قيمة اختبار (Durbin–Watson) التي بلغت 1.955، وهي قيمة قريبة جداً من القيمة 2، أي أنَّ تضمين متغير الناتج المحلي ضمن النموذج إلى جانب متغير عرض النقود قد ساعد على تلافي تلك المشكلة.

أمَّا فيما يتعلق بمشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة والتي يستدل عليها من قيمة (VIF) فقد بلغ وسطي تلك القيمة 5.803، أي أنَّ النموذج قد يتأثر لوجود مثل هذه المشكلة، حيث أنَّه من الأفضل أن تكون القيمة قريبة من الواحد.

وبناءً على ما سبق تقرر الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدِّد لعلاقة المبيعات مع عرض النقود في الفترة السابقة والناتج المحلي في نفس فترة تحقق المبيعات.

Y= −1.016E9+ .008 X1+ .037 X2

sig	.220	. 010	.000
t	−1.402	4.081	13.671

تفسير النموذج:

بلغت قيمة ثابت النموذج 1.016E9− وهي غير معنوية. وفيما يتعلق بعلاقة مبيعات المؤسسة مع الناتج المحلي فقد بلغت قيمة معامل الانحدار 008. وهي معنوية عند مستوى دلالة 5%، أي أنَّها مختلفة عن الصفر، وبالتالي يساهم هذا المتحول بشكل كبير في توقع النتيجة، ومنه إنَّ كل زيادة بمقدار درهم واحد في إجمالي الناتج المحلي ينجم عنها زيادة في مبيعات المؤسسة بمقدار (0.008) درهم، وذلك في حال ثبات الآثار الناجمة عن متغير عرض النقود. بينما بلغت قيمة معامل الانحدار لعلاقة مبيعات المؤسسة وعرض النقود 037. وهي معنوية عند مستوى دلالة 1%، وبالتالي يساهم هذا المتحول بشكل كبير في توقع النتيجة، ومنه إنَّ كل زيادة بمقدار درهم واحد في عرض النقود ينجم عنه زيادة في مبيعات المؤسسة بمقدار 037. درهم، وذلك في حال ثبات الآثار الناجمة عن متغير إجمالي الناتج المحلي.

3- المبيعات المتوقعة للمؤسسة:

بناءً على النموذج فإن المبيعات المتوقعة للمؤسسة في الفترة القادمة ترتبط بحجم عرض النقود الحالي والقيمة المتوقعة للناتج المحلي في الفترة القادمة والتي تمَّ الحصول عليها من توقعات صندوق النقد الدولي[1].

- مبيعات (2010) المتوقعة = .008* 1,067,911 مليون + .037* 740,618 مليون

مبيعات 2010 = 35,946 مليون درهم

الخطوة الثانية: عناصر القوائم المالية والنسب المالية المتنبأ بها:

الجدول (30) عناصر القوائم المالية والنسب المالية الفعلية والمتنبأ بها

عناصر القوائم المالية الفعلية والمتنبأ بها			
	تقديري 2010	فعلي 2010	الفرق
الإيرادات	35,946,152,525	31,929,488,000	-12.58%
NOATO	76.43%	71.09%	-7.52%
NOA	50,263,063,048	46,032,777,000	-9.19%
NOPM	25.00%	21.60%	-15.75%
RNOA	19.11%	15.35%	-24.45%
Ox	8,986,538,131	6,896,036,000	-30.31%
Ox^a	7,448,194,281	5,811,193,563	-28.17%
r_f	3.26%	2.23%	-46.50%
r_i	3.51%	2.48%	-41.80%

المصدر: من إعداد الباحثة

يبين الجدول (30) زيادة الفرق بين القيم المقدَّرة والفعلية للمبيعات. كما ازداد الفرق بين القيم المقدَّرة والفعلية للدخل التشغيلي المتبقي نتيجة تراجع العائد الفعلي على صافي الأصول التشغيلية

[1] وفقاً لمشاورات المادة الرابعة التي صدرت عن صندوق النقد الدولي في شباط 2010، فإنَّ تقديرات الصندوق بأن يصل معدل نمو الناتج المحلي إلى 7.565%. ومنه تكون قيمة الناتج المحلي المتوقعة 1,067,911 مليون درهم لعام 2010.

بشكل كبير من 20.84% عام 2009 إلى 15.35% وجميع مكوناته (الدخل التشغيلي وهامش الربح التشغيلي ومعدل دوران صافي الأصول التشغيلية).

أهم الافتراضات التي تم اعتمادها لوضع القيم التقديرية للبنود:

تمَّ استخدام نفس الافتراضات التي تم اعتمادها لوضع القيم التقديرية للبنود عام 2009.

يتضح من خلال استعراض المبحث الثاني وجود تراجع ملحوظ في نتائج أداء المؤسسة خاصةً خلال عامي 2009 و2010 ممثلاً بتراجع معدلات نمو مبيعاتها من 37.58% عام 2008 إلى 6.7% عام 2009 و1.9% في عام 2010، الأمر الذي يعزى إلى أثر الأزمة المالية العالمية على دولة الإمارات والدول الأخرى التي تتفرع فيها أنشطة المؤسسة، فضلاً عن تأثر المؤسسة بالتغيرات التي أصابت قطاع الاتصالات بظهور الشركات المنافسة. كما يتبيَّن لنا من خلال الجزء الذي تمَّ تناوله من المبحث الثالث وجود علاقة قوية بين مبيعات المؤسسة ومؤشرات الاقتصاد الكلي للفترات المدروسة، حيث تراوحت قيم معامل ارتباط المبيعات مع متغير الناتج المحلي الإجمالي بين 0.994 و0.988، بينما تراوحت قيم معامل ارتباط المبيعات مع متغير عرض النقود بين 0.994 و0.999، وتراوحت قيم معامل ارتباط المبيعات مع متغير الإنفاق الحكومي بين 0.896 و0.967. ومنه تمَّ رفض فرضية العدم الثانية وقبول الفرضية البديلة بوجود أثر للتغيرات في البيئة الخارجية لمؤسسة الإمارات للاتصالات على نتائج أدائها.

ثانياً: تقدير القيمة العادلة لسهم المؤسسة:

انطلاقاً من أنَّ الهدف الأساسي للبحث هو إيجاد القيمة العادلة للمؤسسة، لذا سيتم إيجاد تلك القيمة من خلال إيجاد القيمة العادلة لصافي الأصول التشغيلية للمؤسسة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة من قبل المؤسسة في تاريخ إعداد التقديرات باستخدام النماذج المذكورة في الجانب النظري، وذلك للحصول على حصة السهم الواحد من القيمة العادلة المقدرة للمؤسسة. وبعد ذلك سيتم إيجاد القيمة العادلة للسهم الواحد من خلال طرح حصة السهم من صافي الالتزامات التمويلية وحقوق الأقلية من القيمة العادلة لصافي الأصول التشغيلية للسهم الواحد. والهدف من ذلك هو إيجاد قيمة عادلة يمكن مقارنتها مع الأسعار في سوق الأوراق المالية للوصول إلى الاختلافات بين القيم المقدرة

والأسعار الفعلية في السوق إن وجدت، ومعرفة فيما إذا كانت تلك الاختلافات تعود إلى عدم ملائمة النماذج المستخدمة في تقدير القيم العادلة، أو أنَّ ذلك يعود إلى أخطاء التسعير في السوق المالي.

للقيام بتقدير القيمة العادلة لسهم المؤسسة سيتم اعتماد النماذج التي تم دراستها في الجانب النظري، وسيتم بدايةً استخدام نموذج الدخل التشغيلي المتبقي.

يبين الجدول التالي قيم مدخلات نموذج الدخل التشغيلي المتبقي (القيم للسهم الواحد)، وذلك لجميع الفترات التي تمَّ فيها إعداد تنبؤات عن الفترات اللاحقة.

الجدول (31) قيم مدخلات نموذج الدخل التشغيلي المتبقي

العام	الدخل التشغيلي المتبقي المتوقع للفترة القادمة	صافي الأصول التشغيلية في تاريخ صدور القائمة الحالي	صافي الالتزامات التمويلية في تاريخ صدور القائمة	العائد المطلوب على الأنشطة التشغيلية	حقوق الأقلية في تاريخ صدور القائمة
2007	1.229	6.675	0.999	3.657%	0.375
2008	1.232	6.419	0.472	3.612%	0.699
2009	1.036	6.094	0.475	3.512%	0.556

المصدر: من إعداد الباحثة

للحصول على قيمة المدخلات الموضحة في الجدول لكل سهم، تم تقسيم قيمها الإجمالية الموضحة في الجداول (24) و(26) و(28) و(30) على عدد الأسهم في تاريخ إصدار كل تقرير مالي سنوي للمؤسسة. بلغ عدد الأسهم في تاريخ إصدار التقرير المالي لعام 2007 (4,991,250 ألف) سهم. بينما وصل عدد الأسهم في تاريخ إصدار التقرير المالي لعام 2008 (5,989,500 ألف) سهم. وفي تاريخ إصدار التقرير لعام 2009 وصل على عدد الأسهم إلى (7,187,400) ألف سهم.

- الافتراضات المتعلقة بمدخلات النموذج:

لتقدير القيمة العادلة للسهم سيتم الاعتماد على ثلاث افتراضات، وهي:

الافتراض الأول:

بقاء الدخل التشغيلي المتبقي المتوقع بناءً على التقديرات السابقة كما هو إلى اللانهاية، ومنه فإنَّ القيمة العادلة لصافي الأصول التشغيلية للسهم الواحد تساوي:

$$V^{NOA}_{t=} NOA_t + \frac{E(o\chi^{\alpha}_{t+1})}{r_{t+1}}$$

$E(o\chi^{\alpha}_{t+1})$: القيمة المتوقعة للدخل التشغيلي المتبقي لكل سهم.

r: العائد المطلوب على النشاط التشغيلي للمؤسسة.

أمَّا القيمة العادلة للسهم تساوي:

$$V^{Equity}_{t} = V^{NOA}_{t} - NFO_t - \text{Minority Interset (حقوق الأقلية)}$$

الافتراض الثاني:

بقاء الدخل التشغيلي المتبقي المتوقَّع بناءً على التقديرات السابقة كما هو إلى عشر سنوات قادمة ومن ثمَّ انعدامه، وذلك عند تقدير القيمة العادلة في نهاية عام 2007، وتوقُّع استمراره لمدة تسع سنوات في عام 2008، وفي النهاية توقُّع استمراره لمدة ثماني سنوات في عام 2009. ومنه فإنَّ القيمة العادلة لصافي الأصول التشغيلية للسهم الواحد في نهاية عام 2007 تساوي:

$$V^{NOA}_{t=} NOA_t + \frac{E(o\chi^{\alpha}_{t+1})}{(1+r_{t+1})^1} + \frac{E(o\chi^{\alpha}_{t+2})}{(1+r_{t+2})^2} + \dots \frac{E(o\chi^{\alpha}_{t+10})}{(1+r_{t+10})^{10}}$$

أمَّا القيمة العادلة للسهم تساوي:

$$V^{Equity}_{t} = V^{NOA}_{t} - NFO_t - \text{Minority Interset}$$

الافتراض الثالث:

بقاء الدخل التشغيلي المتبقي المتوقَّع بناءً على التقديرات السابقة كما هو إلى خمس سنوات قادمة ومن ثمَّ انعدامه، وذلك عند تقدير القيمة العادلة في نهاية عام 2007، وتوقُّع استمراره لمدة أربع سنوات في عام 2008، وفي النهاية توقُّع استمراره لمدة ثلاث سنوات في عام 2009. ومنه فإنَّ القيمة العادلة لصافي الأصول التشغيلية للسهم الواحد في نهاية عام 2007 تساوي:

$$V^{NOA}_{t=} NOA_t + \frac{E(o\chi^{\alpha}_{t+1})}{(1+r_{t+1})^1} + \frac{E(o\chi^{\alpha}_{t+2})}{(1+r_{t+2})^2} + \dots \frac{E(o\chi^{\alpha}_{t+5})}{(1+r_{t+10})^5}$$

أمَّا القيمة العادلة للسهم تساوي:

$$V^{Equity}_t = V^{NOA}_t - NFO_t - \text{Minority Interset}$$

وتوضِّح الجداول التالية القيم العادلة المقدرة للسهم بناءً على الافتراضات الثلاث السابقة، وسعر السهم للأعوام من 2007 حتى 2009.

الجدول (32) القيم العادلة المقدَّرة والسعر السوقي للسهم بناءً على الافتراض الأول

الافتراض الأول (المبالغ بالدرهم)			
	2007	2008	2009
V^{NOA}_t	40.294	40.522	35.599
V^{Equity}_t	38.920	39.351	34.569
سعر السهم	25.000	11.650	11.900
نسبة الفرق بين سعر السهم والقيمة العادلة المقدَّرة	-55.68%	-237.78%	-190.49%

المصدر: من إعداد الباحثة

الجدول (33) القيم العادلة المقدَّرة والسعر السوقي للسهم بناءً على الافتراض الثاني

الافتراض الثاني (المبالغ بالدرهم)			
	2007	2008	2009
V^{NOA}_t	16.818	15.741	13.214
V^{Equity}_t	15.445	14.570	12.183
سعر السهم	25.000	11.650	11.900
نسبة الفرق بين سعر السهم والقيمة العادلة المقدَّرة	38.22%	-25.07%	-2.38%

المصدر: من إعداد الباحثة

الجدول (34) القيم العادلة المقدَّرة والسعر السوقي للسهم بناءً على الافتراض الثالث

الافتراض الثالث (المبالغ بالدرهم)			
	2007	2008	2009
V^{NOA}_t	12.201	10.931	8.997
V^{Equity}_t	10.828	9.760	7.966
سعر السهم	25.000	11.650	11.900
نسبة الفرق بين سعر السهم والقيمة العادلة المقدَّرة	56.69%	16.22%	33.06%

المصدر: من إعداد الباحثة

بعد القيام بإجراء التنبؤات بأهم عناصر القوائم المالية والمؤشرات المشتقة منها، والتي تشكل المدخلات الأساسية لنموذج الدخل التشغيلي المتبقي، تمَّ الانتقال إلى تطبيق النموذج بناءً على ثلاث افتراضات، ثمَّ إجراء المقارنة بين القيم العادلة المقدرة بناءً على تلك الافتراضات والسعر السوقي للسهم. تناول الافتراض الأول احتمال بقاء الدخل التشغيلي المتبقي للسهم كما هو متوقَّع إلى اللانهاية، بينما تناول الافتراض الثاني بقاء الدخل التشغيلي المتبقي للسهم كما هو متوقَّع لمدة عشر سنوات على اعتبار أنَّ المؤسسة تمتلك مزايا تنافسية قد تمكنهَّا من المحافظة على الدخل المتبقي لتلك الفترة، بينما تناول الافتراض الأخير بقاء الدخل التشغيلي المتبقي للسهم كما هو متوقَّع لمدة خمس سنوات تتمكَّن فيها المؤسسة من المحافظة على الدخل المتبقي لتلك الفترة. وقد بيَّنت النتائج أنَّ الفروق بين القيم العادلة المقدرة للسهم والسعر السوقي كانت أقل ما يمكن وخلال فترتين من أصل ثلاث فترات تمَّ فيها إعداد التقديرات، بناءً على الافتراض الثاني المبني على أساس انعدام الدخل التشغيلي المتبقي بعد عشر سنوات. ومنه يمكن رفض فرضية العدم الثالثة وقبول الفرضية البديلة بوجود تحسُّن بالفروق بين القيم العادلة المقدَّرة للسهم والسعر السوقي باختلاف الافتراضات المتعلقة باستمرارية الدخل التشغيلي المتبقي المتوقَّع.

يلاحظ أنَّ القيم العادلة التي تم توقعها بناءً على الافتراضات الثلاث لم تأخذ بالاعتبار المخاطرة التشغيلية الخاصة بالمؤسسة، وذلك نظراً لقصر السلسلة الزمنية وعدم كفايتها لتسعير تلك المخاطر، حيث تمَّ افتراض أنَّها تعادل مخاطر السندات المُصدرة من بنك أبو ظبي الوطني، بينما من

المرجَّح أنَّ هناك اختلاف في التسعير السوقي لها. أما المخاطر التمويلية التي تتعرض لها المؤسسة، فقد تم اعتبار أن القيم الدفترية لكل من الأصول والالتزامات التمويلية هي نفسها قيمها العادلة، وبالتالي فإن المخاطر التمويلية متضمنة في قيمها الدفترية.

وكما سبق توضيحه في الجانب النظري أنَّ هناك صعوبات تتعلق بتطبيق نموذج الدخل التشغيلي المتبقي، وكيف تمَّ تطوير النموذج للوصول إلى نموذج Ohlson، غير أنَّ النموذج الأخير يعتمد على علاقة الانحدار الذاتي للدخل التشغيلي المتبقي، والتي تتطلب سلسلة زمنية طويلة لتقدير معاملات النموذج.

وبناءً على ما تقدَّم، ونظراً لأنَّ أسعار الأسهم تتدرج بشكل يومي وإنَّ الاعتماد على إيجاد القيم العادلة بشكل سنوي أمر غير منطقي، لذا قمنا بالانتقال إلى دراسة التقارير الربعية للمؤسسة ودراسة نموذج Ohlson ونموذج Feltham&Ohlson (F&O)، في محاولة لإيجاد القيم العادلة للمؤسسة ومنها القيمة العادلة لسهم المؤسسة، ومتابعة أسعار الأسهم بشكل ربعي، وبيان فيما إذا كان هناك اختلاف بين القيم العادلة التي تم توقعها وأسعار الأسهم، وبيان أسباب الاختلاف إن وجدت.

المبحث الرابع

القيم العادلة المقدَّرة لسهم المؤسسة والسعر السوقي للسهم

نظراً لقصر فترة الدراسة السنوية وعدم ملائمتها لتشكيل سلسلة زمنية، تم الاعتماد على بيانات المؤسسة من التقارير المالية الربعية من تاريخ 30/ 6 / 2003 حتى تاريخ 30/ 6 / 2011، وبذلك تشكلت سلسلة من 31 مشاهدة للبيانات محل الدراسة.

ينقسم المبحث إلى أربعة أجزاء أساسية، وفيما يلي شرح مبسَّط لكل منها:

- الجزء الأول:

حساب القيمة العادلة لصافي الأصول التشغيلية (للسهم الواحد)، والتي يتم تقديرها بافتراض أنَّ المخاطر الوحيدة التي تتعرض لها الأنشطة التشغيلية للمؤسسة هي نفسها مخاطر الأصل الخالي من المخاطرة (مخاطر القيمة الزمنية للنقود ومعدل التضخم).

- الجزء الثاني:

تقدير المخاطر التشغيلية الخاصة بالمؤسسة والتي ينجم عنها تقلبات في عوائد ونتائج نشاطها، ومن ثَمَّ حساب القيمة العادلة لصافي الأصول التشغيلية (للسهم الواحد) بعد تعديلها بالمخاطر.

- الجزء الثالث:

حساب القيمة العادلة للسهم، ومقارنتها مع السعر السوقي والقيمة الدفترية للسهم.

- الجزء الرابع:

معرفة أسباب الاختلاف بين السعر السوقي للسهم والقيمة العادلة المقدَّرة، إن وجدت. وتفسير أهم العوامل المؤثرة في التسعير السوقي لسهم المؤسسة.

يتم إنجاز كل من الجزء الأول والثاني عبر مرحلتين، وهما:

- ❖ المرحلة الأولى: من 30/ 09 / 2003 حتى 31/ 03 / 2010 شكَّلت 26 مشاهدة (26 فترة ربعية) للمتحولات المدروسة تكفي لتشكيل النماذج المطلوبة وتقدير المعاملات الخاصة بها.
- ❖ المرحلة الثانية: يتم فيها تطبيق النماذج وإجراء التقديرات لكل فترة ربعية لاحقة، ثمَّ إدخال البيانات الفعلية التي تحققت في الفترة اللاحقة، وإعادة بناء النماذج المقدرة، وذلك حتى الوصول إلى نهاية الفترة المدروسة (المشاهدة رقم 31). وبذلك نحصل على ستة تقديرات للقيمة العادلة لصافي الأصول التشغيلية، ومنه ستة تقديرات للقيمة العادلة للسهم، ليتم بعدها مقارنة القيمة العادلة المقدَّرة التي حصلنا عليها مع السعر السوقي للسهم لكل فترة ربعية.

وستبيِّن إجراءات الدراسة الخطوات المتَّخذة ضمن كل مرحلة، وكل من النماذج و المتحولات المستخدمة.

يوضِّح الملحق (5) المتغيرات الهامة الداخلة في نموذج Ohlson ونموذج F&O، وتبيِّن الإجراءات التالية كيفية حساب تلك المتغيرات لكل من بيانات المرحلة الأولى والمرحلة الثانية ضمن الجزء الأول.

- صافي الأصول التشغيلية: وهي عبارة عن إجمالي الأصول التشغيلية مطروحاً منها إجمالي الالتزامات التشغيلية لكل فترة.
- عدد الأسهم المعدَّل بالقيمة الاسمية: وهو عبارة عن عدد الأسهم المصدرة مضروباً بالقيمة الاسمية للسهم في كل فترة. والسبب وراء هذا الإجراء أنَّ القيمة الاسمية للسهم كانت 10 درهم حتى تاريخ 28/ 2 / 2005 وأصبحت بعد ذلك 1 درهم، لذلك فإنَّ الهدف هو توحيد المقاييس المستخدمة.
- عدد الأسهم وفقاً لآخر قائمة ربعية في المدة المدروسة: حيث يتم تقسيم جميع المؤشرات المتعلقة بالمؤسسة على هذا العدد ومن أهمها الدخل التشغيلي المتبقي للمؤسسة الذي يتم دراسة العلاقة بين قيمته في الفترة الحالية مع قيمته في الفترة السابقة. كما أنَّ البيانات عن حركة سعر سهم المؤسسة ضمن سوق أبو ظبي للأوراق المالية كانت متوفرة وفقاً لسعر

الإقفال المعدَّل بناءً على هذا العدد من الأسهم والذي يبلغ 7,906,140,000 سهم. لذلك فإنَّ هذا الإجراء يساعد في توحيد المقاييس عبر الفترات من أجل دقة النتائج والمقارنة.

- معدل العائد الربعي الخالي من المخاطرة[1]: نظراً لعدم وجود أوراق مالية حكومية في دولة الإمارات العربية المتحدة منذ بداية المدة المدروسة وحتى نهايتها، فقد اعتمدت الباحثة على معدل الفائدة على الودائع ما بين البنوك لمدة ثلاثة أشهر كبديل لتقدير العائد الخالي من المخاطر.
- الدخل التشغيلي الإجمالي، والدخل التشغيلي المتبقي (الإضافي) للمؤسسة: ويتم حساب الأخير لكل فترة بأخذ قيمة الدخل التشغيلي للفترة المذكورة مطروحاً منه حاصل ضرب معدل العائد الخالي من المخاطرة للفترة نفسها (الذي تم تقديره وفقاً للطريقة آنفة الذكر) بصافي الأصول التشغيلية للمؤسسة في الفترة السابقة.
- تمَّ تقدير حصة السهم الواحد من صافي الأصول التشغيلية والدخل التشغيلي الإجمالي والمتبقي بتقسيم المؤشرات السابقة على عدد الأسهم المصدرة وفقاً لآخر قائمة ربعية في نهاية المدة المدروسة بهدف التوحيد وتسهيل إجراءات القياس والمقارنة.

➢ الجزء الأول: حساب القيمة العادلة لصافي الأصول التشغيلية للسهم قبل تعديلها بمخاطر النشاط التشغيلي للمؤسسة:

❖ المرحلة الأولى:

تطبيق نموذج Ohlson لإيجاد القيمة العادلة لصافي الأصول التشغيلية للسهم الواحد قبل تعديلها بالمخاطر التشغيلية في الفترة 26 (31\3\2010)، حيث يتم تطبيق المعادلات الخطية

[1] تمَّ حساب هذا المعدل من النشرات الإحصائية الربعية الصادرة عن المصرف المركزي في الدولة من عام 2001– 2008 حيث تحتوي النشرات على وسطي المعدل السنوي (سعر الفائدة لثلاثة أشهر) لكل شهر في السنة، وقامت الباحثة بأخذ وسطي قيم المعدل لكل فترة ربعية مدروسة، ومن عام 2009 حتى نهاية الفترة المدروسة فقد احتوى موقع المصرف المركزي على البيانات اليومية عن هذا المعدل ضمن كل شهر وكذلك قامت الباحثة بحساب وسطي قيمته لكل فترة ربعية مدروسة، وبعد أخذ قيمة الوسطي لكل فترة تم تطبيق المعادلة التالية للحصول على العائد الربعي عن كل فترة ((1+ وسطي معدل الفائدة على الودائع ما بين البنوك لثلاثة أشهر)^(4/1))-1.

مثال: كانت بيانات وسطي معدل الفائدة السنوي على الودائع بين البنوك (لثلاثة أشهر) للربع الأول من عام 2008، كما يلي:

كانون الثاني (3.81%)، شباط (2.55%)، آذار (1.94%)، ومنه فإنَّ الوسطي للأشهر الثلاثة يساوي (2.766%)، ومنه فإنَّ معدل العائد الربعي يساوي ((1+2.766%)^(4/1))-1= 0.6844%.

الديناميكية لنموذج Ohlson على البيانات الفعلية من 2003\9\30 حتى 2010\3\31، لتقدير قيم المعاملات التي تعبر عن استمرارية الدخل التشغيلي المتبقي (ω_{11})، وباقي معاملات النماذج.

مدخلات نموذج Ohlson:

$ox^{\alpha}_{t+1}= \omega_{11}\ ox^{\alpha}_{t}+ \nu_{1t}+ \varepsilon_{1t+1}$ المعادلة الأولى

$\nu_{1t+1}= \gamma_1\ \nu_{1t}+ \varepsilon_{2t+1}$ المعادلة الثانية

سيتم تجاهل متغير المعلومات الأخرى (ν_t) لعدم توفر أي مؤشرات في الفترات المدروسة عن القيم المستقبلية المتوقعة للدخل التشغيلي المتبقي للمؤسسة، ومنه فإنَّ المعادلة الثانية تكون ملغاة وتصبح المعادلة الأولى كما يلي:

$$ox^{\alpha}_{t+1}= \omega_{11}\ ox^{\alpha}_{t}+ \varepsilon_{1t+1}$$

للقيام بهذه الخطوة تم استخدام نموذج الانحدار الذاتي للمتوسط المتحرك المتكامل (Autoregressive Integrated Moving Average (ARIMA)(p, d, q)) حيث تدل كل من (p, d, q) على الرتب المتعلقة بهيكل نموذج الانحدار الذاتي.

بناء نموذج الانحدار الذاتي:

✓ تحديد هيكل النموذج:

- (p) Autoregressive: عدد مراتب الانحدار الذاتي في النموذج، وتعبِّر عن القيم السابقة في السلسلة التي تستخدم للتنبؤ بالقيم الحالية، ووفقاً للنموذج المستخدم في الدراسة فإنَّها تأخذ الرقم واحد، حيث أنَّ قيمة الدخل التشغيلي المتبقي في الفترة الحالية (t) تتوقف على قيمته في الفترة (t−1).
- (d) Difference: تحدِّد عدد مراتب الفروق المطبقة على السلسلة قبل تطبيق النموذج. وهي ضرورية عندما تحتوي السلسلة على خاصية الاتجاه، حيث أنَّ هذه الخاصية تؤدي إلى عدم استقرار السلسلة وبالتالي عدم إمكانية تطبيق نموذج (ARIMA)، لذا فإنَّ القيام بأخذ الفروق للسلسلة يؤدي إلى تحقيق استقرارها. تمَّ المحافظة على القيمة صفر لهذا الخيار.

- Moving Average (q): عدد مراتب المتوسط المتحرك المستخدمة في النموذج، والتي تحدِّد مدى الانحرافات عن وسطي القيم السابقة للسلسلة التي تستخدم للتنبؤ بالقيم الحالية. تمَّ المحافظة على القيمة صفر لهذا الخيار.
- التعامل مع القيم المنعزلة: هناك ثلاث خيارات يمكن إتِّباع أحدها:

1- تجاهل النقاط المنعزلة أو عدم نمذجتها.

2- اكتشاف النقاط المنعزلة بشكل تلقائي، وفي هذه الدراسة تمَّ تفعيل هذا الخيار لجميع أنواع النقاط المنعزلة.

3- نمذجة بعض النقاط من السلسلة الزمنية على أنَّها نقاط منعزلة.

✓ مخرجات النموذج: تتوضَّح من خلال الجداول والأشكال البيانية كما يلي:

- وصف النموذج:

Model Description

			Model Type
Model ID	ox	Model_1	ARIMA(1,0,0)

الجدول (35) وصف النموذج

يتضمَّن الجدول (35) وصف للنموذج، حيث يحتوي على اسم المتغير التابع وهو الدخل التشغيلي المتبقي (OX^a) واسم المتغير التابع المصمم من قبل النظام (Model_1)، كما يحتوي الجدول على نوع النموذج ARIMA(1,0,0).

- إحصائيات النموذج:

يتضمَّن الجدول (36) أهم إحصائيات نموذج الانحدار الذاتي.

Model Statistics

Model	Number of Predictors	Model Fit statistics	Ljung-Box Q(18)			Number of Outliers
		Stationary R-squared	Statistics	DF	Sig.	
ox-Model_1	0	.819	14.624	17	.623	4

الجدول (36) إحصائيات النموذج

يحتوي جدول إحصائيات النموذج على ملخص للمعلومات عن مدى جودة النموذج إحصائياً، وهي كما يلي:

- Number of Predictors: ويعبِّر عن عدد المتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج والتي قد تكون مفيدة وملائمة للنموذج، وتأخذ القيمة صفر لعدم وجود متغيرات مستقلة، فالمتغير الوحيد الذي تمَّ الاعتماد عليه لتقدير القيمة الحالية للدخل التشغيلي المتبقي هي قيمته في الفترة السابقة.
- Stationary R-squared: تشير هذه الإحصائية إلى حجم إجمالي التباين في السلسلة الذي يمكن تفسيره من خلال النموذج، وكلما ازداد مستوى الإحصائية (الحد الأعلى 1، وقد تكون قيمته سالبة مما يعني أنَّ النموذج أسوأ من نموذج الوسطي في تفسير التباين) كلما كان ذلك أفضل، والقيمة (.819) مرتفعة وتعبر عن جودة النموذج.
- Ljung-Box: توفر هذه الإحصائية مؤشر على ما إذا كان النموذج محدد بشكل صحيح، وتدل القيمة (.623 Sig) على انعدام المعنوية وبالتالي على دقة تحديد النموذج.

- بارامترات النموذج:

ARIMA Model Parameters

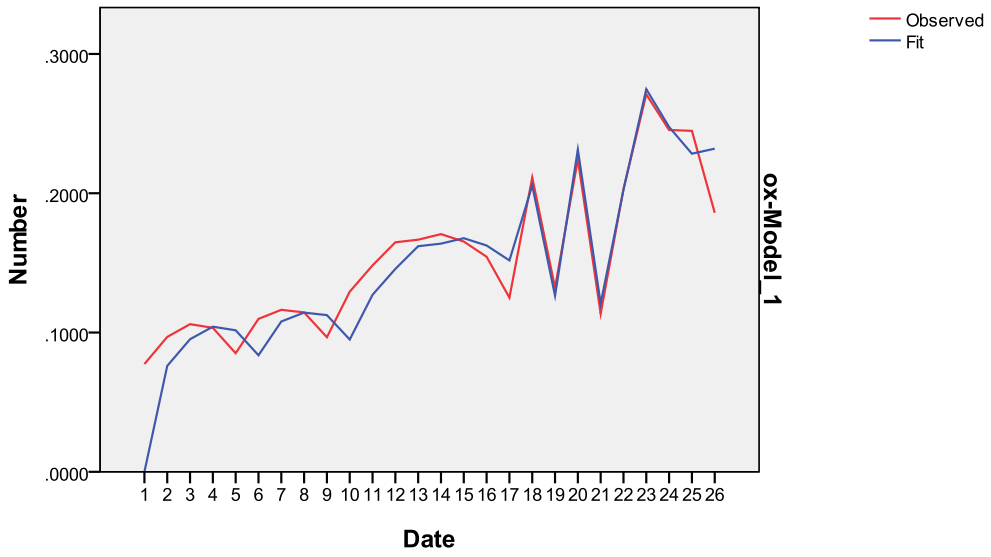
					Estimate	SE	t	Sig.
ox-Model_1	ox	No Transformation	AR	Lag 1	.983	.027	36.299	.000

الجدول (37) بارامترات النموذج

بدايةً يلاحظ عدم احتواء النموذج على ثابت. ويقوم النموذج المقدَّر على أنَّ القيم الحالية للمتغير التابع ترتبط بالقيم السابقة له، ومنه فإنَّ قيمة المعامل تدل على أنَّ قيمة الدخل التشغيلي المتبقي المتوقَّعة في أي فترة تعادل (0.983) من قيمته في الفترة السابقة. وإنَّ قيمة المعامل معنوية عند مستوى دلالة 1% (Sig=.000)، كما كانت قيمة إحصائية t (36.299) مما يدل على أنَّ قيمة المعامل مختلفة بشكل جوهري عن الصفر.

أمَّا فيما يتعلق بكل من الارتباط الذاتي والارتباط الذاتي الجزئي للبواقي فقد بينت النتائج عدم معنوية قيمها وبالتالي أنَّها لا تختلف عن الصفر.

ويوضِّح الشكل البياني التالي مدى ملائمة النموذج للبيانات المشاهدة.



الشكل البياني (8)

وبالنهاية فإنَّ نموذج الانحدار الذاتي الذي يستخدم للتنبؤ بقيمة الدخل التشغيلي المتبقي في الفترة (26) يصبح كما يلي:

$$ox^{\alpha}_{t+1}= .983\ ox^{\alpha}_{t}+ \varepsilon_{1t+1}$$

$$R_{26}= 1+ r_{f26}$$

$$R= 1+ 0.005207= 1.005207$$

$$\omega_{11}= .983$$

ومنه فإنَّ:

$$\alpha_1= \frac{\omega_{11}}{R- \omega_{11}}= \frac{.983}{1.005207- .983}= 44.266$$

وتصبح معادلة القيمة العادلة لصافي الأصول التشغيلية لكل سهم في الفترة (26) قبل تعديلها بالمخاطر التشغيلية:

$$V^{NOA}_{t}= NOA_t+ \alpha_1 o\chi^{\alpha}_{t}$$

$$V^{NOA}_{t}= 5.681+ 44.266^{*}\ 0.186= 13.9148 \text{ درهم}$$

❖ المرحلة الثانية:

يتم في هذه المرحلة إدخال البيانات الفعلية للفترات اللاحقة وإعادة بناء نماذج الانحدار الذاتي للدخل التشغيلي المتبقي. ويوضِّح الجدول التالي إحصائيات نموذج (ARIMA) من الفترة 26 حتى الفترة 31، حيث تمَّ في الفترة 27 إدخال قيمة الدخل التشغيلي المتبقي الفعلي في تلك الفترة ضمن النموذج، وذلك لتقدير قيمة معامل الانحدار (الاستمرارية) الجديد، وهكذا حتى نهاية الفترة 31.

الجدول (38) إحصائيات نموذج (ARIMA)

ARIMA Model Parameters				Ljung-Box Q(18)			
Sig	t	Parameter Estimate	Number of Outliers	Sig	Statistics	Stationary R-squared	الفترة
.000	36.299	.983	4	.623	14.624	.819	**26- Q1 2010**
.000	38.215	.985	4	.646	14.303	.821	**27- Q2 2010**
.000	39.372	.985	4	.618	14.689	.821	**28- Q3 2010**
.000	38.324	.986	4	.666	14.016	.808	**29- Q4 2010**
.000	37.229	.983	4	.704	13.466	.805	**30- Q1 2011**
.000	36.651	.981	4	.821	11.643	.800	**31- Q2 2011**

المصدر: من إعداد الباحثة

يلاحظ من النموذج تحسُّن قيمة إحصائية Stationary R- squared في الفترة 27 و28، إلا أنَّها أخذت بالتراجع في الفترات اللاحقة، لكنها ما تزال مرتفعة وتعبر عن جودة النموذج. كما ويلاحظ تحسُّن قيمة إحصائية sig عبر جميع الفترات (باستثناء تراجعها في الفترة 28) حيث بلغت (0.623) في الفترة 26 ووصلت إلى (0.821) في الفترة 31، وبالتالي تحسُّن دقة النموذج عبر الفترات.

- النقاط المنعزلة بقيت نفسها عبر جميع الفترات التي تمَّ فيها بناء نموذج الانحدار الذاتي للدخل التشغيلي المتبقي، وهي كما يلي:

- القيمة رقم 18 و20، من نوع النقاط المنعزلة (Additive): وتؤثِّر هذه النقطة على مشاهدة واحدة فقط.
- القيمة رقم 22 من نوع النقاط المنعزلة (Level Shift): قيمة منعزلة تعمل على تغيير جميع المشاهدات بشكل متواصل، وتبدأ عند نقطة محددة من السلسلة. وقد تكون نتيجة التغييرات في سياسات المؤسسة.
- القيمة رقم 23 من نوع النقاط المنعزلة (Transient): يتلاشى تأثير هذا النوع من القيم تدريجياً إلى الصفر.

تراوحت القيم المقدَّرة لمعامل النموذج بين (0.981) في الفترة الأخيرة والقيمة (0.986) في الربع الأخير لعام 2010 (الفترة 29). ويتبيَّن بأنَّ تلك القيم كانت معنوية في جميع الفترات عند مستوى دلالة 1%، وهذه القيم تختلف بشكل كبير عن الصفر بدلالة إحصائية t التي كانت مرتفعة لجميع الفترات.

وبناءً على المعطيات السابقة وقيم معاملات النموذج، تمَّ التوصل إلى المدخلات الأساسية لنموذج Ohlson عبر الفترات المذكورة، ومنه القيم العادلة لصافي الأصول التشغيلية لكل سهم قبل تعديلها بالمخاطر بناءً على تلك المدخلات، والتي يوضحها الجدول التالي:

الجدول (39) القيم العادلة المقدَّرة لصافي الأصول التشغيلية للسهم عند تغير قيم معاملات نموذج الانحدار الذاتي وقبل تعديلها بالمخاطر

الفترة	W_{11}	$R_f(1+r_f)$	α_1	OX^a (درهم) للسهم	NOA (درهم) للسهم	V_{NOA} (درهم) للسهم
26	.983	1.0052	44.2661	0. 186	5.681	13.9148
27	.985	1.0057	47.5345	0. 186	5.5791	14.4227
28	.985	1.0058	47.3574	0. 1716	5.5323	13.6624
29	.986	1.0054	50.939	0. 2051	5.8224	16.2736
30	.983	1.0053	44.0934	0.1821	6.0048	14.03747
31	.981	1.0046	41.4945	0.15996	5.8168	12.4545

المصدر: من إعداد الباحثة

يلاحظ من الجدول ازدياد القيمة العادلة المقدَّرة قبل تعديلها بالمخاطر التشغيلية الخاصة بالمؤسسة من 13.91 في الفترة 26 إلى 14.42 في الفترة 27، نتيجة زيادة معامل استمرار الدخل التشغيلي المتبقي إلى (985.) وذلك على الرغم من ازدياد معدل العائد الخالي من المخاطرة، وتراجع القيمة الدفترية لصافي الأصول التشغيلية للسهم. بينما وصلت القيمة العادلة المقدرة إلى أعلى مستوياتها في الفترة 29 نتيجة زيادة قيمة معامل الاستمرارية والدخل التشغيلي المتبقي للسهم، وكذلك زيادة القيمة الدفترية لصافي الأصول التشغيلية للسهم بالإضافة إلى تراجع معدل العائد الخالي من المخاطرة.

قامت الباحثة بتطبيق نموذج F&O لتقدير القيمة العادلة لصافي الأصول التشغيلية قبل تعديلها بالمخاطر، وفيما يلي معادلات النموذج:

- $o\chi^{\alpha}_{t+1} = \omega_{11}\, o\chi^{\alpha}_{t} + \omega_{12}\, NOA_t + \nu_{1t} + \varepsilon_{1t+1}$ المعادلة الأولى
- $\nu_{1t+1} = \gamma_1\, \nu_{1t} + \varepsilon_{2t+1}$ المعادلة الثانية
- $NOA_{t+1} = \omega_{22}\, NOA_t + \nu_{2t} + \varepsilon_{3t+1}$ المعادلة الثالثة
- $\nu_{2t+1} = \gamma_2\, \nu_{2t} + \varepsilon_{4t+1}$ المعادلة الرابعة

سيتم تجاهل متغير المعلومات الأخرى المتعلق بالدخل التشغيلي المتبقي ومتغير المعلومات الأخرى المتعلق بصافي الأصول التشغيلية، ومنه إلغاء المعادلتين الثانية والرابعة، وتصبح المعادلتين الأولى والثالة كما يلي:

- $o\chi^{\alpha}_{t+1} = \omega_{11}\, o\chi^{\alpha}_{t} + \omega_{12}\, NOA_t + \varepsilon_{1t+1}$
- $NOA_{t+1} = \omega_{22}\, NOA_t + \varepsilon_{3t+1}$

لتقدير معاملات نموذج الانحدار الذاتي للدخل التشغيلي المتبقي تمَّ استخدام نموذج (ARIMA) وإتِّباع نفس الإجراءات التي استخدمت لتقدير معاملات نموذج الانحدار الذاتي للدخل التشغيلي المتبقي وفقاً لنموذج Ohlson باستثناء إضافة متغير مستقل (صافي الأصول التشغيلية في الفترة السابقة لتحقق الدخل التشغيلي المتبقي) للتنبؤ بقيمة الدخل التشغيلي المتبقي. وتمَّ تطبيق نموذج الانحدار الذاتي من الفترة (26) حتى الفترة (31)، وبيَّنت النتائج المتعلقة بمعاملات النموذج عدم تطابقها مع الافتراضات الأساسية لمعادلة الانحدار الذاتي وفقاً لنموذج F&O، حيث كانت قيمة معامل العلاقة بين الدخل التشغيلي المتبقي والقيمة السابقة لصافي الأصول التشغيلية سالبة لجميع

الفترات وهي ما يخالف الافتراض الذي تمت الإشارة إليه في الجانب النظري بأن قيمة ذلك المعامل تنحصر في المجال ($\omega_{12} \geq 0$). كما أن قيمة معامل الانحدار الذاتي لعلاقة قيمة صافي الأصول التشغيلية مع قيمتها في الفترة السابقة قد خالفت الافتراض بأنَّ تلك القيمة تنحصر في المجال ($\omega_{22} \in [1, R)$) في جميع الفترات. لذلك وبناءً على ما سبق لم يتم الاعتماد نموذج F&O في تقدير القيمة العادلة.

- **الجزء الثاني: حساب القيمة العادلة لصافي الأصول التشغيلية للسهم والمعدَّلة بالمخاطر**

بناءً على دراسة Nekrasov& Shroff[1]، يتم قياس المخاطرة بالاستناد إلى عوامل أساسية من داخل المنشأة تعكس تأثُّرها بالتغيرات في بيئتها الداخلية والخارجية، وليس بالاعتماد على ظروف السوق فقط. لذا سيتم في هذه المرحلة دراسة العلاقة بين نسبة الدخل التشغيلي المتبقي على صافي الأصول التشغيلية للسهم، ومجموعة من عوامل المخاطرة التشغيلية على صعيد المؤسسة، بالإضافة إلى اكتشاف فيما إذا كان هناك تأثير للتغيرات في ظروف السوق على الدخل التشغيلي المتبقي للمؤسسة. وذلك حتى يتم في المرحلة الأخيرة تحديد فيما إذا كان الفرق بين القيمة العادلة المقدَّرة للسهم والمُعدَّلة بمخاطر النشاط التشغيلي والسعر السوقي للسهم يفسَّر من خلال عوامل المخاطرة المكتشفة.

أولاً: تحديد عوامل مخاطر النشاط التشغيلي للمؤسسة:

وفقاً لما تمَّ تناوله في الجانب النظري، فإنَّ عوامل المخاطرة التشغيلية التي سيتم دراسة تأثيرها على الدخل التشغيلي المتبقي للمؤسسة هي:

1- مخاطر معدل دوران صافي الأصول التشغيلية:

تنشأ من احتمال انخفاض المبيعات -إما انخفاض حجمها أو انخفاض أسعارها-، والتي تنشأ عن انخفاض طلب المستهلكين عليها أو دخول منافسين جدد.

[1] Nekrasov et al, 2006, Op Cit.

2- مخاطر هامش الربح التشغيلي:

وهي المخاطر المتعلقة بانخفاض هامش الربح التشغيلي عند مستوى معين من المبيعات، وهي نتيجة لمخاطر ارتفاع تكلفة المبيعات، أو انخفاض سعر بيع الوحدة الواحدة مع ثبات التكاليف.

3- مخاطر الرافعة التشغيلية:

تعبِّر عن حساسية الدخل للتغيُّر في المبيعات، والذي يتوقَّف على هيكل التكاليف ضمن المنشأة. ففي حال كون التكاليف الثابتة تشكِّل النسبة الأكبر من حجم التكاليف مقارنةً بالتكاليف المتغيرة، فإنَّ أي تغيُّر في حجم المبيعات سيكون له تأثير مضاعف على الدخل التشغيلي للمنشأة، ذلك أنَّ التكاليف المتغيرة عادةً ما تتميز بثباتها للوحدة الواحدة، على العكس من التكاليف الثابتة للوحدة الواحدة التي تتغير بتغير حجم المبيعات.

ونظراً لعدم توافر معلومات تفصيلية ضمن التقارير عن هيكل التكاليف في المؤسسة فسيتم قياس الرافعة التشغيلية كما في دراسة Garrod[1].

$$\text{الرافعة التشغيلية} = \frac{\left[1-\left(\frac{\text{الأرباح قبل الفوائد والضرائب في الفترة } \tau}{\text{الأرباح قبل الفوائد والضرائب في الفترة } \tau-1}\right)\right]}{\left[1-\left(\frac{\text{المبيعات في الفترة } \tau}{\text{المبيعات في الفترة } \tau-1}\right)\right]}$$

4- مخاطر رافعة الالتزامات التشغيلية:

وهي المخاطر المتعلقة بتراجع حجم الالتزامات التشغيلية، مما قد يؤثِّر على نشاط المؤسسة.

5- مخاطر التقلبات في مستوى المبيعات وصافي الأصول التشغيلية:

تعتبر مخاطر المبيعات على أنَّها أهم مخاطر النشاط التشغيلي للمنشأة، حيث أنَّ لها تأثير مهم على كل من النمو في صافي الأصول التشغيلية وكذلك العائد عليها. وقد لا يؤدي انخفاضها إلى انخفاض صافي الأصول التشغيلية (في حال كانت غير مرنة)، إلا أنَّها ستؤدي إلى انخفاض معدل دوران صافي الأصول التشغيلية ومنه انخفاض معدل العائد على الأصول التشغيلية مما يؤدي

[1] Garrod, Neil; Mramor, Dusan, 2004, On Accounting Flows and Systematic Risk, Southern African Business Review.

إلى انخفاض في الأرباح المتبقية. أمَّا في حال كانت الأصول التشغيلية مرنة، فإنَّ انخفاض المبيعات سيؤدي أيضا إلى انخفاض الأرباح المتبقية بسبب انخفاض صافي الأصول التشغيلية التي تعتبر المحدد الأساسي لحجم نشاط المؤسسة.

6- دراسة علاقة الدخل التشغيلي المتبقي مع عائد محفظة السوق[1].

ثانياً: دراسة العلاقة بين نسبة الدخل التشغيلي المتبقي على صافي الأصول التشغيلية وعوامل المخاطرة التشغيلية وعائد محفظة السوق:

المتغير التابع: نسبة الدخل التشغيلي المتبقي على صافي الأصول التشغيلية في الفترة السابقة

المتغيرات المستقلة:

- معدل دوران صافي الأصول التشغيلية (NOATO)
- هامش الربح التشغيلي (PM)
- رافعة الالتزامات التشغيلية (OLLEV)
- معدل نمو مبيعات المؤسسة (Sale Growth)
- معدل نمو صافي الأصول التشغيلية (NOA Growth)
- العائد على محفظة السوق (R_m)
- الرافعة التشغيلية (OL)

قامت الباحثة بالاعتماد على أرقام المبيعات وصافي الأصول التشغيلية للربع الثالث من عام 2003 لحساب معدل نمو كل منهما لأول مشاهدة في الربع الأخير لعام 2003.

ويتضمَّن الملحق (6) قيم الدخل التشغيلي على صافي الأصول التشغيلية، وقيم عوامل المخاطرة للفترات المدروسة جميعها، من 31/ 12/ 2003 (الفترة الأولى) حتى 31/ 3/ 2010 (الفترة 26)، وذلك بهدف إيجاد المتغيرات التي تعبِّر عن عوامل المخاطرة والتي أظهرت علاقة ارتباط

[1] تمَّ حساب عائد محفظة السوق بناءً على قيمة مؤشر سوق أبو ظبي للأوراق المالية في بداية المدة الربعية ونهاية المدة الربعية، وذلك لدراسة أثر التغيرات في عوامل السوق على العائد الذي تحققه المؤسسة في تلك الفترة.

قوية وتأثير على الدخل التشغيلي المتبقي، حتَّى يتم أخذها في الاعتبار عند تعديل القيمة العادلة المقدَّرة لصافي الأصول التشغيلية للسهم بالمخاطر.

1- اختبار التوزيع الطبيعي، ودراسة الارتباط بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة:

وفقاً لاختبار (K-S) فإنَّ جميع المتغيرات تتبع التوزيع الطبيعي باستثناء متغير هامش الربح التشغيلي، والرافعة التشغيلية، ومعدل نمو صافي الأصول التشغيلية. أما وفقاً لاختبار (Shapiro) فإنَّ المتغيرات التي لم تتبع بياناتها التوزيع الطبيعي هي متغير الرافعة التشغيلية، ومعدل نمو صافي الأصول التشغيلية، ومتغير رافعة الالتزامات التشغيلية.

لقياس علاقة الارتباط بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة التي تتبع التوزيع الطبيعي وفقاً لاختبار (K-S) و/أو (Shapiro) فقد تمَّ استخدام معامل الارتباط (Pearson)، ومن خلال مصفوفة الارتباط تبيَّن وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغير التابع وكل من معدل دوران صافي الأصول التشغيلية ورافعة الالتزامات التشغيلية وهامش الربح التشغيلي، بينما لوحظ عدم وجود علاقة بين المتغير التابع وكل من معدل نمو المبيعات وعائد محفظة السوق. بلغت قيمة معامل الارتباط بين المتغير التابع و معدل دوران الأصول (.487) وهي معنوية عند مستوى دلالة 5% وتعبر عن أن العلاقة طردية بين المتغيرين. بينما كانت قيمة معامل الارتباط بين المتغير التابع ورافعة الالتزامات التشغيلية (.468-) غير أنها معنوية عند مستوى دلالة 5%، وتدل على أن العلاقة عكسية بين المتغيرين. أما أقوى علاقة ارتباط للمتغير التابع مع المتغيرات المستقلة فقد كانت مع متغير هامش الربح التشغيلي حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (.738) بالإضافة إلى أنها معنوية عند مستوى دلالة 1%.

أمَّا ولقياس علاقة الارتباط بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة التي لم تتبع التوزيع الطبيعي وفقاً لاختبار (K-S) أو (Shapiro)، فقد تمَّ استخدام معامل الارتباط (Spearman)، ومن خلال مصفوفة الارتباط تبيَّن عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغير التابع وكل من متغير الرافعة التشغيلية ومعدل نمو صافي الأصول التشغيلية.

2- دراسة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة التي لم يوجد بينها ارتباط خطي معنوي:

بعد أن تبيَّن عدم وجود ارتباط بين المتغير التابع، وكل من معدل نمو المبيعات ومعدل نمو صافي الأصول التشغيلية، والرافعة التشغيلية، وعائد محفظة السوق، وبالتالي عدم وجود علاقة خطية، لذا قمنا باختبار فيما إذا كان هناك علاقة غير خطية بين كل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة عن طريق بناء نماذج انحدار غير خطية، وقد تبيَّن انعدام معنوية جميع نماذج الانحدار، ومنه تمَّ نفي أي علاقة للمتغير التابع مع المتغيرات المستقلة محل الدراسة.

ثالثاً: تقدير المخاطر التشغيلية المعدِّلة للقيمة العادلة المقدَّرة لصافي الأصول التشغيلية:

لتقدير القيمة العادلة المعدَّلة بالمخاطر، فإنَّ الطريقة المتبعة هي قياس المخاطر الأساسية التي تؤثِّر على العوائد المتوقعة (الدخل التشغيلي المتبقي للمؤسسة) من خلال قياس الانحراف المشترك للعوائد المتوقَّعة مع عوامل المخاطرة عوضاً عن القيام بتعديل معدل الخصم المستخدم في خصم العوائد المتوقعة بعوامل المخاطرة.

عملت معظم الدراسات الحديثة التي على تناول موضوع أهمية المعلومات المحاسبية في تفسير مخاطر المنشأة، وقد اعتمد البعض منها على عوامل تمَّ تناولها في نظريات مثل نظرية تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)، ونظرية Fama& French، وذلك بدراسة العلاقة بين عائد المنشأة المحاسبي عوضاً عن عائدها السوقي، والعائد المحاسبي لمحفظة السوق بدلاً من العائد السوقي، وفي دراسات أخرى تم إدخال عوامل مخاطرة أخرى ذات طابع خاص وقياسها محاسبياً مثل نسبة السيولة المتداولة والرافعة المالية وغيرها، ولكن لم تلحظ الباحثة في أي من الدراسات تناولها لعوامل المخاطرة التشغيلية التي تمَّ اعتمادها في هذه الدراسة.

بناءً على ما سبق فإنَّ المخاطر المعدِّلة للقيمة التي سيتم تقديرها سوف تعتمد على الانحراف المشترك بين الدخل التشغيلي المتبقي الخالي من المخاطر، وعوامل المخاطرة التي لوحظ ارتباطها مع الدخل التشغيلي المتبقي. ومنه فإنَّ القيمة العادلة لصافي الأصول التشغيلية تحسب كما يلي:

القيمة العادلة المقدَّرة لصافي الأصول التشغيلية في اللحظة (t)= القيمة العادلة المقدَّرة الخالية من المخاطر(t)- الجزء المُعدِّل للمخاطر(t)

كما وجدنا في الجزء الأول فقد تمَّ تقدير القيمة العادلة الخالية من المخاطر باستخدام نموذج Ohlson، وبالاعتماد على معدل العائد الخالي من المخاطر والذي تم اعتباره على أنه سعر فائدة الاقتراض بين البنوك لأجل ثلاثة أشهر. أمَّا الجزء الثاني وهو المخاطر المعدِّلة للقيمة، فسيتم حسابها من خلال المعادلة التالية[1]:

$$\approx K_t \sum_l b_m \, COV\,[ERNOA, f_m]$$

$$K_t = \sum_{j=0}^{\infty} \frac{E[NOA_{t+j}]}{(1+r_f)^j}$$

حيث أنَّ:

$E[NOA_{t+j}]$: القيمة المتوقعة لصافي الأصول التشغيلية في اللحظة (t+j). والرمز (j) يعبر عن عدد طبيعي يأخذ القيم من 0، 1، 2،... ∞.

ERNOA: العائد الإضافي على صافي الأصول التشغيلية، ويساوي نسبة الدخل التشغيلي المتبقي في أي فترة مدروسة على صافي الأصول التشغيلية في الفترة السابقة.

$_m$: عدد طبيعي يأخذ القيم 1، 2، ... ويعبر عن عدد عوامل المخاطرة الداخلة في النموذج

f_m: عامل المخاطرة

[COV [ERNOA, fm]: الانحراف المشترك للعائد الإضافي على صافي الأصول التشغيلية، مع عوامل المخاطرة.

bm[2]: الوزن النسبي لعامل المخاطرة $_m$.

وفيما يلي الإجراءات المستخدمة لتقدير الجزء المعدل للمخاطر، حيث سيتم أولاً حساب قيمة K_t، ثم سيتم حساب الانحراف المشترك للدخل التشغيلي المتبقي مع عوامل المخاطرة.

[1] Nekrasov et al, 2006, Fundamentals-Based Risk Measurement in Valuation, p 10.

[2] تمَّ تقديره بناءً على نسبة القيمة المطلقة لمعامل ارتباط المتغير الذي يمثل عامل المخاطرة مع المتغير التابع (العائد الإضافي على صافي الأصول التشغيلية) على مجموع القيم المطلقة لمعاملات ارتباط المتغير التابع مع عوامل المخاطرة وذلك للفترة 26 وافتراض ثبات الوزن النسبي لجميع الفترات الربعية المدروسة من الفترة 27 حتى الفترة 31.

1. تقدير قيم K_t في كل فترة ابتداءً من (t= 26) حتى (t= 31):

سيتم تقدير قيمة K_t بافتراض نمو صافي الأصول التشغيلية بمعدل التضخم[1] لعام 2009 في الفترات الربعية التي سيتم فيها تقدير قيمة K_t خلال عام 2010، ونموها بمقدار معدل التضخم لعام 2010 في الفترات الربعية التي سيتم فيها تقدير قيمة K_t خلال عام 2011. وإنَّ هذه الافتراضات بقيت ثابتة طوال فترات التقييم المدروسة من الربع الأول لعام 2010 (الفترة 26) حتى النصف الثاني لعام 2011 (الفترة 31).

ومنه يتم حساب قيمة Kt من خلال المعادلة التالية:

$$K_t = \frac{NOA_t}{r_f - g}$$

حيث أنَّ g تعبِّر عن معدل نمو صافي الأصول التشغيلية.

سنقوم بحساب قيمة Kt في الفترة 26 (31/ 3/ 2010) للتوضيح، وبنفس الآلية يتم تقديرها لباقي الفترات.

$$K_{26} = \frac{NOA_{26}}{r_{f26} - g_{26}} = \frac{5.681}{0.005207 - 0.003875} = 4{,}273$$

وبناءً على ما سبق تم حساب القيم المتوقعة لـ K_t عبر الفترات وتضمينها في الجدول التالي:

الجدول (40) القيم المقدَّرة لـ Kt

الفترة	26- Q1 2010	27- Q2 2010	28- Q3 2010	29- Q4 2010	30- Q1 2011	31- Q2 2011
NOA (بالدرهم)	5.68108	5.57917	5.53230	5.82241	6.00481	5.81687
g	0.003877	0.003877	0.003877	0.003877	0.002193	0.002193
r_f	0.5207%	0.5722%	0.5799%	0.5356%	0.5294%	0.4642%
K_t (بالدرهم)	4,273	3,024	2,878	3,935	1,937	2,376

المصدر: من إعداد الباحثة

[1] تم حساب معدل التضخم السنوي لعام 2009 كما يلي، $\frac{\text{وسطي المستوى العام للأسعار في عام 2009 (114)- وسطي المستوى العام للأسعار في عام 2008 (112.25)}}{\text{وسطي المستوى العام للأسعار في عام 2008 (112.25)}} =$ 0.0155902، ومن ثمَّ حساب معدل نمو صافي الأصول التشغيلية بشكل ربعي من خلال المعادلة ((1+0.0155902)^(4/1))-1= 0.003875، وبنفس الأسلوب تم حساب معدل التضخم لعام 2010. بلغ وسطي المستوى العام للأسعار 115 في عام 2010.

2. تقدير الانحراف المشترك للدخل التشغيلي المتبقي على صافي الأصول التشغيلية مع عوامل المخاطرة:

فيما يتعلق بالشق الثاني من المعادلة $\sum_l bm\ COV\ [ERNOA, fm]$، يوضِّح الجدول رقم (41) قيم الانحراف المشترك لنسبة الدخل التشغيلي المتبقي على صافي الأصول التشغيلية في الفترة السابقة، مع عوامل المخاطرة التي وجد علاقة لها مع نسبة الدخل التشغيلي المتبقي على صافي الأصول التشغيلية في الفترة السابقة، حيث تمَّ تقدير القيم المتوقَّعة له من الفترة 26 حتى الفترة 31 بناءً على البيانات التاريخية للانحراف المشترك بين المتغير التابع (العائد الإضافي على صافي الأصول التشغيلية) وكل متغير مستقل يمثل عامل من عوامل المخاطرة، وافتراض ثبات الانحراف المشترك مستقبلاً، وفي كل فترة يتم إعادة حساب الانحراف المشترك بإدخال القيم الفعلية التي تحققت في الفترة المذكورة للمتغير التابع وعوامل المخاطرة. مثلاً في الفترة 26 تمَّ تقديره بأخذ الانحراف المشترك بين عوامل المخاطرة والمتغير التابع من الفترة الأولى حتى الفترة 26، وفي الفترة 27 تمَّ تقديره بأخذ الانحراف المشترك بين عوامل المخاطرة والمتغير التابع من الفترة الأولى حتى الفترة 27، وتمَّ إتِّباع نفس الأسلوب حتى نهاية الفترة 31.

الجدول (41) الانحراف المشترك للدخل التشغيلي المتبقي مع عوامل المخاطرة، وقيم معاملات الارتباط والوزن النسبي لكل عامل مخاطرة

الفترة	الانحراف المشترك للعائد التشغيلي الإضافي وهامش الربح التشغيلي	الانحراف المشترك للعائد التشغيلي الإضافي ورافعة الالتزامات التشغيلية	الانحراف المشترك للعائد التشغيلي الإضافي ومعدل دوران صافي الأصول التشغيلية
26- Q1 2010	0.0004978	-0.0005046	0.0001327
27- Q2 2010	0.0005329	-0.0005209	0.0001307
28- Q3 2010	0.0005631	-0.0005565	0.0001392
29- Q4 2010	0.0005748	-0.0005460	0.0001343
30- Q1 2011	0.0006012	-0.0005393	0.0001395
31- Q2 2011	0.0006492	-0.0005517	0.0001441
قيمة معامل الارتباط	0.738	-0.468	0.487
الوزن النسبي لعامل المخاطرة	0.4359126	0.2764324	0.2876551

المصدر: من إعداد الباحثة

يحتوي الجدول (42) على قيم الانحراف المشترك المرجح بالوزن النسبي لعلاقة العائد الإضافي على صافي الأصول التشغيلية مع عامل المخاطرة.

الجدول (42) الانحراف المشترك للدخل التشغيلي المتبقي مع عوامل المخاطرة والمرجح بالوزن النسبي لكل عامل مخاطرة

الفترة	الانحراف المشترك للعائد التشغيلي الإضافي وهامش الربح التشغيلي	الانحراف المشترك للعائد التشغيلي الإضافي ورافعة الالتزامات التشغيلية	الانحراف المشترك للعائد التشغيلي الإضافي ومعدل دوران صافي الأصول التشغيلية	الإجمالي
26- Q1 2010	0.0002170	-0.0001395	0.0000382	0.0001157
27- Q2 2010	0.0002323	-0.0001440	0.0000376	0.0001259
28- Q3 2010	0.0002455	-0.0001538	0.0000401	0.0001317
29- Q4 2010	0.0002506	-0.0001509	0.0000386	0.0001383
30- Q1 2011	0.0002620	-0.0001491	0.0000401	0.0001531
31- Q2 2011	0.0002830	-0.0001525	0.0000415	0.0001719

المصدر: من إعداد الباحثة

ومن خلال الجدولين (41 و 42) يمكن تقدير الجزء المعدِّل للمخاطر، والذي يساوي حاصل ضرب المقدار Kt بإجمالي قيمة الانحراف المشترك (المرجَّح بالوزن النسبي لعوامل المخاطرة) للعائد الإضافي على صافي الأصول التشغيلية، مع عوامل المخاطرة لكل فترة. ويوضِّح الجدول التالي قيم الجزء المعدل للمخاطر لكل فترة:

الجدول (43) الجزء المعدِّل للمخاطر

الفترة	الجزء المعدل للمخاطر (درهم)
26- Q1 2010	0.4943
27- Q2 2010	0.3808
28- Q3 2010	0.3790
29- Q4 2010	0.5441
30- Q1 2011	0.2965
31- Q2 2011	0.4084

المصدر: من إعداد الباحثة

ومنه فإنَّ القيمة العادلة للسهم هي القيمة العادلة لصافي الأصول التشغيلية المعدلة بالمخاطر، مطروحاً منها صافي الالتزامات التمويلية وحقوق الأقلية للسهم الواحد. ويوضِّح الجدول التالي القيم المتوقَّعة لها:

الجدول (44) القيم العادلة المقدَّرة للسهم لكل فترة ربعية

الفترة	القيمة العادلة لصافي الأصول التشغيلية للسهم والمعدلة بالمخاطر	صافي الالتزامات التمويلية مضافاً لها حقوق الأقلية لكل سهم[1]	القيمة العادلة المقدرة للسهم
26- Q1 2010	13.4205	1.1963	12.2242
27- Q2 2010	14.0419	0.8869	13.1550
28- Q3 2010	13.2834	0.1107	13.1728
29- Q4 2010	15.7295	0.9255	14.8041
30- Q1 2011	13.7409	1.2529	12.4880
31- Q2 2011	12.0461	0.8752	11.1708

المصدر: من إعداد الباحثة

- **الجزء الثالث: المقارنة بين القيمة العادلة المقدَّرة للسهم، والسعر السوقي والقيمة الدفترية للسهم**

يوضِّح الجدول (45) والشكل البياني رقم (9) كل من القيمة الدفترية والسوقية للسهم، والقيمة العادلة المقدَّرة للسهم. كما يبيِّن الجدول نسب الفروق بين سعر السهم والقيمة الدفترية للسهم، وسعر السهم والقيمة العادلة المقدرة للسهم لكل فترة.

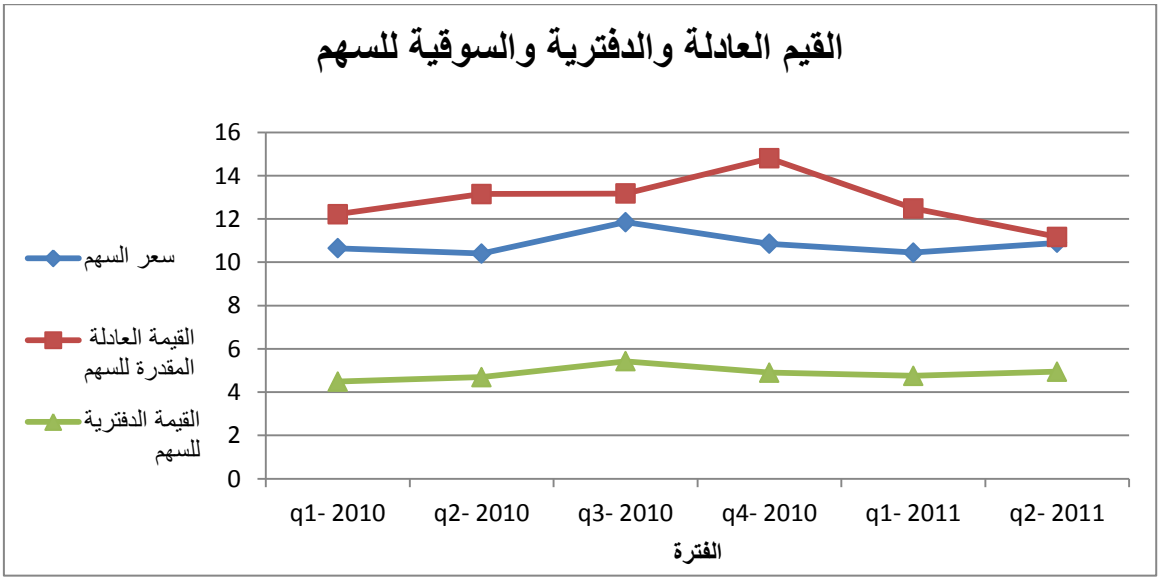
[1] صافي الالتزامات التمويلية: وهي عبارة عن إجمالي الالتزامات التمويلية مضافاً لها حقوق الأقلية (كما تم ذكره في الدراسة النظرية يتم تصنيف حقوق الأقلية ضمن الالتزامات التمويلية بالنسبة للمساهمين) مطروحاً منها الأصول التمويلية.

الجدول (45) القيم العادلة (المقدَّرة) والدفترية والسوقية للسهم

الفترة	سعر السهم[1]	القيمة العادلة المقدَّرة للسهم	القيمة الدفترية للسهم	الفرق بين سعر السهم والقيمة العادلة المقدرة	الفرق بين سعر السهم والقيمة الدفترية	الفرق بين القيمة العادلة المقدرة للسهم والقيمة الدفترية
26- Q1 2010	10.65	12.2242	4.4848	-14.78%	57.89%	63.31%
27- Q2 2010	10.4	13.1550	4.6922	-26.49%	54.88%	64.33%
28- Q3 2010	11.85	13.1728	5.4216	-11.16%	54.25%	58.84%
29- Q4 2010	10.85	14.8041	4.8969	-36.44%	54.87%	66.92%
30- Q1 2011	10.45	12.4880	4.7519	-19.50%	54.53%	61.95%
31- Q2 2011	10.9	11.1708	4.9416	-2.48%	54.66%	55.76%

المصدر: من إعداد الباحثة

الشكل البياني (9) القيم العادلة (المقدَّرة) والدفترية والسوقية للسهم

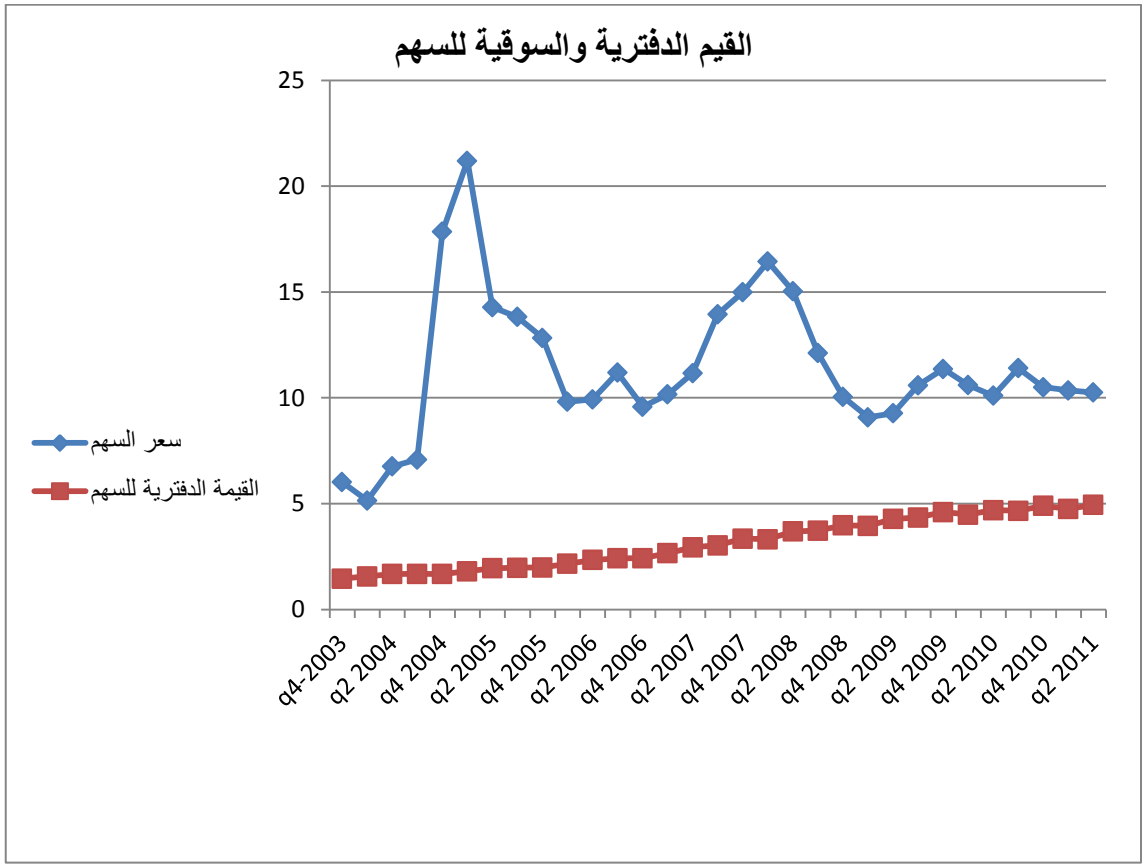


المصدر: من إعداد الباحثة

ويتضمَّن الشكل البياني التالي مقارنة بين القيم الدفترية والسوقية[1] لسهم المؤسسة عبر فترات الدراسة من الربع الأخير لعام 2003 حتى النصف الثاني لعام 2011.

[1] سعر السهم في تاريخ إصدار التقرير المالي.

الشكل البياني (10) القيم الدفترية والسوقية للسهم



المصدر: من إعداد الباحثة

بلغت الفروق بين سعر السهم والقيمة الدفترية، والفروق بين القيم العادلة المقدَّرة والقيم الدفترية، قيم موجبة ومرتفعة لجميع الفترات، وهو ما يكون نتيجة للعوامل التي تم تناولها في الجانب النظري، منها عدم إدراك القياس المحاسبي للعوائد المستقبلية المتوقعة حيث أنَّها تعتمد على البيانات المتحققة، وبالنظر إلى الشكل البياني (10) يتضح أنَّ الفروق بين سعر السهم والقيمة الدفترية تعود في جزء منها للتذبذبات الكبيرة في سعر السهم.

يلاحظ من الجدول (45) والشكل البياني (9) أنَّ الفروق بين سعر السهم والقيمة العادلة المقدَّرة، كانت أقل من الفروق بين سعر السهم والقيمة الدفترية، كما يلاحظ تراجع الفروق بين سعر

[1] القيم السوقية التي تم استخدامها هي وسطي سعر سهم المؤسسة (المعدَّل بعدد الأسهم في آخر قائمة ربعية مدروسة) اعتباراً من التاريخ المدون على التقارير الربعية والسنوية والنصف سنوية حتى نهاية الشهر المذكور في التاريخ، وذلك للفترات من الربع الرابع لعام 2003 حتى الربع الرابع لعام 2007، نظراً لعدم توفُّر معلومات عن تاريخ صدور التقارير المالية للمؤسسة وإدراجها في السوق. أمَّا فيما يتعلق بأسعار السهم اعتباراً من الربع الأول لعام 2008 حتى النصف الثاني لعام 2011، فقد تم أخذ قيمها في نفس تاريخ إصدار التقرير المالي وإدراجه في السوق، وهذه البيانات توفرت من موقع سوق أبو ظبي المالي.

السهم والقيمة العادلة المقدَّرة في آخر فترة إلى مقدار ضئيل جداً، إلا أنَّ وجود تلك الفروق يستدعي معرفة العوامل المؤثِّرة على التسعير السوقي للسهم والتي قد تفسر الفروق.

تمَّ إجراء اختبار الفروق بين القيم العادلة المقدَّرة للسهم وسعره السوقي، وبدايةً تم إجراء اختبار التوزيع الطبيعي لبيانات القيم العادلة المقدَّرة والسعر السوقي للسهم (6 مشاهدات لكل متغير)، وتبيَّن أنَّ بيانات كلا المتغيرين تتبع التوزيع الطبيعي وفقاً لاختبار (K-S) و (Shapiro). وبعد ذلك تمَّ إجراء اختبار الفروق بين المتوسطات (اختبار t للعينات المستقلة) لمعرفة فيما إذا كان هناك فروق ذات دلالة إحصائية، وتبيَّن نتيجة الاختبار أنَّ الفرق بين متوسط أسعار السهم ومتوسط القيم العادلة المقدَّرة للسهم بلغ (-1.9858)، وكانت قيمة اختبار (t) (-3.841) وهي معنوية عند مستوى دلالة 5% (sig= 0.012)، مما يدل على وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين القيم العادلة المقدَّرة لسهم المؤسسة وسعره السوقي، وما يؤكِّد تلك النتيجة مجال الثقة للفرق بين متوسط القيم (عند مستوى 95%)، حيث أنَّ قيمة الفرق للمتوسط تقع بين القيمتين (-3.3147 و -0.6568)، وبما أنَّ هذا المجال لا يحوي القيمة صفر (القيمتين الحديتين من نفس الإشارة)، أي أنَّه من غير المحتمل أن تكون قيمة الفرق بين المتوسطين مساوية للصفر.

وبناءً على ما تقدم يمكن رفض فرضية العدم الرابعة وقبول الفرضية البديلة بوجود فروق بين القيم العادلة المقدرة للسهم بشكل ربعي وسعره السوقي.

للتأكُّد من النتيجة السابقة، قامت الباحثة بالإطلاع على الموقع الالكتروني مباشر[1]، وقد احتوى الموقع على تقديرات القيم العادلة لسهم المؤسسة من قبل مجموعة من الشركات المالية. وبالنسبة لجميع الفترات التي توفر فيها تقييم للقيمة العادلة وذلك اعتباراً من الشهر 11 لعام 2005 إلى الآن، فقد لوحظ وجود فروق موجبة بنسب كبيرة بين القيمة العادلة المقدرة وسعر السهم. وقامت الباحثة باستعراض بعض من هذه التقديرات وذلك لفترات قريبة من تاريخ إصدار القوائم المالية للمؤسسة في السوق المالي -نظراً لعدم توفر تقديرات ضمن الموقع لنفس تاريخ إصدار تلك القوائم- والتي قامت الباحثة باعتمادها عند تقدير القيمة العادلة ومقارنتها مع السعر في ذلك التاريخ، وذلك للفترات الربعية من الربع الأول لعام 2010 حتى النصف الثاني لعام 2011.

[1] http://www.mubasher.info.

الجدول (46) القيم العادلة لسهم المؤسسة وفقاً لتقديرات بعض الشركات المالية

تاريخ إصدار القائمة	تاريخ نشر تقديرات القيمة العادلة ضمن الموقع	المصدر	القيمة العادلة المقدَّرة	سعر السهم	الفرق بين القيمة العادلة والسعر كنسبة
2010 /4 /18	2010 /4 /20	سي أي كابيتال	22	10.65	%106.57
	2010 /4 /21	المال كابيتال	14.66	10.65	%37.65
2010 /7 /18	2010 /7 /22	بنك سيكو الاستثماري	12.3	10.35	%18.84
	2010 /7 /26	المجموعة المالية هيرمس القابضة	12.54	10.4	%20.57
2010 /10 /19	2010 /10 /24	المجموعة المالية هيرمس القابضة	12.5	11.75	%6.38
	2010 /10 /26	SICO	12	11.7	%2.56
2011 /2 /23	2011 /3 /24	بلتون للأوراق المالية	13.65	10.75	%26.97
2011 /4 /18	2011 /5 /31	بيت الاستثمار العالمي	12.44	10.3	%20.77
2011 /7 /18	2011 /7 /26	المجموعة المالية هيرمس القابضة	12.54	10.65	%17.74

المصدر: الموقع الإلكتروني مباشر

ونتيجةً لما تقدم، فقد لوحظ وجود فروق بين القيم العادلة التي تمَّ تقديرها لسهم المؤسسة والسعر السوقي للسهم، والأمر المشترك بين القيم العادلة التي تمَّ تقديرها في هذه الدراسة والقيم المقدّرة من الشركات المالية أن القيم العادلة المقدَّرة كانت أكبر من السعر السوقي للسهم في جميع الفترات، أي أنَّ السهم مسعَّر في السوق بأقل من قيمته العادلة، لذا سيتم الانتقال إلى الجزء الرابع والأخير لمعرفة أهم أسباب الاختلاف وهي تلك العوامل المؤثرة في التسعير السوقي للسهم. وعلى اعتبار أنه تم افتراض أن صافي الالتزامات (أو الأصول) التمويلية تسجل عند قيمها العادلة، وبالتالي يتم تسعير المخاطر الخاصة بها، فإن التركيز سيكون على التسعير السوقي للمخاطر التشغيلية.

- **الجزء الرابع: العوامل المؤثِّرة في التسعير السوقي لسهم المؤسسة:**

انطلاقاً من افتراض أنَّ صافي الالتزامات التمويلية تُسجَّل في القوائم المالية عند قيتمها العادلة، بالتالي فإنَّ الاختلاف بين السعر السوقي والقيمة الدفترية للسهم هو نتيجة الاختلاف بين القيمة الدفترية لصافي الأصول التشغيلية وقيمتها السوقية. ونظراً لأنَّ تكلفة النشاط التشغيلي المسعرة في السوق من أهم محددات القيمة السوقية لصافي الأصول التشغيلية، لذا سيقوم هذا الجزء على

مرحلتين، الأولى تتضمن حساب تكلفة النشاط التشغيلي بناء على التسعير السوقي، بينما تتضمن المرحلة الثانية دراسة العلاقة بين تلك التكلفة وعوامل المخاطرة الأساسية بالإضافة إلى عوامل مخاطر السوق ككل.

أولاً: حساب تكلفة النشاط التشغيلي وفقاً لتقييم السوق:

لتقدير التكلفة التشغيلية السوقية تم الاعتماد على نموذج (Ohlson 1995)، وتبيِّن الإجراءات التالية كيفية استخدام النموذج للوصول إلى التكلفة المقدرة.

بناءً على نموذج Ohlson، فإنَّ سعر السهم يساوي[1]:

$$Pt=y_t+ \alpha_1 OX^a_t+ \alpha_2 V_t$$ المعادلة الأولى

والدخل التشغيلي المتبقي بناءً على تكلفة النشاط التشغيلية المسعرة في السوق يساوي:

$$OX^a_t=OX_t-\lambda NOA_{t-1}$$ المعادلة الثانية

حيث أنَّ:

P_t: السعر السوقي لسهم المؤسسة[2]

y_t: القيمة الدفترية للسهم

NOA_t: صافي الأصول التشغيلية

OX_t: الدخل التشغيلي الإجمالي للسهم

OX^a_t: الدخل التشغيلي المتبقي للسهم

[1] Giner et al, 2006, Op Cit.

[2] القيم السوقية التي تم استخدامها هي وسطي سعر سهم المؤسسة (المعدَّل بعدد الأسهم في آخر قائمة ربعية مدروسة) اعتباراً من التاريخ المدون على التقارير الربعية والسنوية والنصف سنوية حتى نهاية الشهر المذكور في التاريخ، وذلك للفترات من الربع الرابع لعام 2003 حتى الربع الرابع لعام 2007، نظراً لعدم توفُّر معلومات عن تاريخ صدور التقارير المالية للمؤسسة وإدراجها في السوق. أمَّا فيما يتعلق بأسعار السهم اعتباراً من الربع الأول لعام 2008 حتى النصف الثاني لعام 2011، فقد تم أخذ قيمها في نفس تاريخ إصدار التقرير المالي وإدراجه في السوق، وهذه البيانات توفرت من موقع سوق أبو ظبي المالي.

λ: تكلفة النشاط التشغيلي وفقاً للتقييم السوقي

وللوصول إلى قيمة التكلفة التشغيلية المقدَّرة في السوق فإنَّ المعادلة الأولى تصبح:

$$P_t - y_t = \alpha_1 OX^{a}_t + \alpha_2 V_t$$

حيث أنَّ:

$P_t - y_t$: الشهرة غير المسجلة

V_t: متغير المعلومات غير المحاسبية عن الدخل التشغيلي المتبقي المتوقع للسهم، وقد تم اعتباره على أنَّه حد الاضطراب العشوائي (ε_t) وبالتالي تجاهله.

وبتعويض قيمة الدخل التشغيلي المتبقي (المعادلة الثانية) في المعادلة الأولى، وتقسيم حدي المعادلة على صافي الأصول التشغيلية في الفترة السابقة ينتج لدينا:

$$\frac{P_t - y_t}{NOA_{t-1}} = \eta 1 \left[\frac{OX_t - \lambda NOA_{t-1}}{NOA_{t-1}}\right] + \varepsilon_t$$

$$\frac{P_t - y_t}{NOA_{t-1}} = \eta 1 \left[\frac{OX_t}{NOA_{t-1}}\right] - \eta 1\lambda + \varepsilon_t$$

$$\frac{P_t - y_t}{NOA_{t-1}} = \gamma 1 + \gamma_2 \left[\frac{OX_t}{NOA_{t-1}}\right] + \varepsilon_t$$

$$\frac{P_t - y_t}{NOA_{t-1}} = \gamma 1 + \gamma_2 RNOA_t + \varepsilon_t \qquad \text{المعادلة الثالثة}$$

$RNOA_t$: العائد على صافي الأصول التشغيلية

$$\gamma 1 = -\eta 1\lambda \qquad \gamma_2 = \eta 1$$

$$\lambda = \frac{-\gamma 1}{\gamma_2} \qquad \text{المعادلة الرابعة}$$

تمَّ تقسيم الفترة الزمنية لهذه المرحلة إلى:

- 21 فترة ربعية تمَّ فيها إدخال بيانات المتغير التابع (الشهرة غير المسجلة على صافي الأصول التشغيلية في الفترة السابقة) والمتغير المستقل (العائد على صافي الأصول التشغيلية RNOA) في المعادلة الثالثة، وبناء نموذج انحدار خطي بسيط لتقدير قيم المعاملات y_1 و y_2، ومن ثمَّ إيجاد أول مشاهدة لقيمة متغير التكلفة التشغيلية المسعَّرة في السوق (λ)، والذي يتم حسابه كما في المعادلة الرابعة.
- بناء سلسلة لقيم المتغير λ من خلال إعادة بناء نموذج الانحدار الخطي البسيط (المعادلة الثالثة) بإضافة البيانات الفعلية لمتغيرات المعادلة الثالثة في كل فترة ربعية لاحقة حتى الوصول إلى آخر فترة ربعية في هذه الدراسة (30/ 6/ 2011)، وبالتالي نحصل على قيم جديدة للمعاملات (y_1 و y_2) في كل فترة ربعية جديدة، ومنه يتشكَّل لدينا 11 مشاهدة لتكلفة النشاط التشغيلي المسعرة بناءً على السوق.
  - ❖ إجراءات حساب تكلفة النشاط التشغيلي للمؤسسة بناءً على السعر السوقي:

1- اختبار التوزيع الطبيعي، ودراسة الارتباط بين المتغير التابع والمستقل في نموذج تقدير التكلفة التشغيلية السوقية:

عند اختبار التوزيع الطبيعي لكل من المتغير التابع (قيمة الشهرة غير المسجلة على القيمة الدفترية السابقة لصافي الأصول التشغيلية)، والمتغير المستقل (العائد على صافي الأصول التشغيلية)، فقد تبيَّن أن بيانات المتغير التابع لا تتبع التوزيع الطبيعي على العكس من بيانات المتغير المستقل التي تتبع التوزيع الطبيعي.

نظراً لأنَّ بيانات المتغير التابع لم تتبع التوزيع الطبيعي، لذا تم استخدام معامل سبيرمان لقياس قوة واتجاه الارتباط بين المتغيرين، ونتيجة ذلك تبين وجود علاقة ارتباط طردية قوية بين المتغيرين وبلغت قيم معامل الارتباط (0.627) وهي معنوية عند مستوى دلالة 1%.

2- دراسة الانحدار وإيجاد قيمة المتغير λ في الفترة 21:

بلغت قيمة كل من معامل التحديد ومعامل التحديد المعدل (.180) و(.136) على التوالي، مما يدل على أنَّ النموذج استطاع تفسير 13.6% من التباين في قيمة المتغير التابع. ونلاحظ أنَّ

النموذج معنوي عند مستوى دلالة 10%، وبلغت قيمة ثابت النموذج (324.-) وهي غير معنوية. أما فيما يتعلق بالمتغير المستقل فقد كانت قيمة معامل الانحدار لعلاقة المتغير التابع بالمتغير المستقل (67.584) وهذه القيمة معنوية عند مستوى دلالة 10%. والنموذج النهائي هو:

$$\frac{P_t - y_t}{NOA_{t-1}} = -0.324 + 67.584 * RNOA_t + \varepsilon_t$$

ومنه لإيجاد قيمة λ في الفترة 21 (31/ 12/ 2008):

$$\lambda 21 = \frac{-\gamma 1}{\gamma_2} = \frac{\text{- ثابت النموذج}}{\text{معامل انحدار النموذج}}$$

$$\lambda 21 = -\frac{-.324}{67.584} = 0.00479$$

من أجل باقي القيم المقدَّرة لـ λ، تمَّ إعادة بناء نموذج الانحدار الخطي البسيط (المعادلة الثالثة) مع إضافة البيانات الفعلية لكل فترة لاحقة. ويلخِّص الجدول التالي قيمة معامل التحديد المعدل، وقيم كل من ثابت النموذج ومعامل انحدار متغير العائد على صافي الأصول التشغيلية، وقيم المتغير λ عبر الفترات من 21- 31.

الجدول (47) التكلفة التشغيلية لسهم المؤسسة المسعَّرة في السوق لكل فترة ربعية

الفترة	ثابت النموذج	معامل انحدار النموذج	معنوية النموذج	معامل التحديد المعدل	λ
21- Q4 2008	-0.324	67.584	10%	13.60%	0.004794
22- Q1 2009	-0.753	73.207	5%	16.30%	0.010286
23- Q2 2009	-0.904	73.876	5%	15.50%	0.012237
24- Q3 2009	-1.153	76.887	5%	16.80%	0.014996
25- Q4 2009	-1.42	80.273	5%	18.30%	0.017690
26- Q1 2010	-1.599	82.935	1%	21.40%	0.019280
27- Q2 2010	-1.761	85.348	1%	24.40%	0.020633
28- Q3 2010	-1.816	86.177	1%	26.80%	0.021073

29- Q4 2010	-1.957	88.202	1%	28.60%	0.022188
30- Q1 2011	-2.021	89.178	1%	30.80%	0.022663
31- Q2 2011	-1.968	88.339	1%	32.70%	0.022278

المصدر: من إعداد الباحثة

يلاحظ من الجدول (47) تحسُّن جودة النموذج بازدياد الفترة الزمنية، حيث ارتفعت قيمة معامل التحديد المعدَّل من (13.6%) إلى (32.7%)، كما تحسَّنت معنوية النموذج.

ثانياً: علاقة التكلفة التشغيلية المحسوبة وفقاً لسعر السهم السوقي مع عوامل المخاطرة الأساسية والتقليدية:

أ- عوامل المخاطرة التقليدية:

تتضمَّن المخاطر الناجمة عن التغيرات في الظروف العامة ممثلة بالتقلبات في عوائد سوق الأوراق المالية وأثرها على العوائد السوقية لسهم المؤسسة، وقد تمَّ قياسها من خلال معامل بيتا لعلاقة العائد السوقي لسهم المؤسسة مع عائد محفظة السوق. وبدايةً تمَّ تقدير قيمة معامل بيتا ببناء نموذج انحدار خطي بسيط لعلاقة عائد السهم السوقي وعائد محفظة السوق بالاعتماد على بيانات كلا المتغيرين من الفترة الأولى حتى الفترة 21. ثمَّ بناء سلسلة لقيم معاملات بيتا من خلال إضافة القيم الفعلية لكل من عائد محفظة السوق وعائد السهم في كل فترة ربعية جديدة إلى النموذج حتى الفترة 31، وبذلك تشكَّل لدينا سلسلة لقيم معاملات بيتا مؤلَّفة من 11 مشاهدة. وفيما يلي إجراءات تقدير قيم معامل بيتا من خلال نموذج الانحدار الخطي البسيط:

1- اختبار التوزيع الطبيعي، ودراسة الارتباط بين عائد السهم السوقي وعائد محفظة السوق:

تمَّ قياس العائد السوقي للسهم من خلال الفرق بين اللوغاريتم العشري لسعر السهم في تاريخ إصدار التقرير المالي للمؤسسة[1]، واللوغاريتم العشري لسعر السهم في بداية المدة الربعية التي يصدر

[1] القيم السوقية التي تم استخدامها هي وسطي سعر سهم المؤسسة (المعدَّل بعدد الأسهم في آخر قائمة ربعية مدروسة) اعتباراً من التاريخ المدون على التقارير الربعية والسنوية والنصف سنوية حتى نهاية الشهر المذكور في التاريخ، وذلك للفترات من الربع الرابع لعام 2003 حتى الربع الرابع لعام 2007، نظراً لعدم توفُّر معلومات عن تاريخ صدور التقارير المالية للمؤسسة وإدراجها في السوق. أمَّا فيما يتعلق بأسعار السهم اعتباراً من الربع الأول لعام 2008 حتى النصف الثاني لعام 2011، فقد تم أخذ قيمها في نفس تاريخ إصدار التقرير المالي وإدراجه في السوق، وهذه البيانات توفرت من موقع سوق أبو ظبي المالي.

عنها التقرير المالي. أما عائد محفظة السوق فقد تمَّ حسابه من خلال الفرق بين اللوغاريتم العشري لمؤشر سوق أبو ظبي للأوراق المالية في تاريخ إصدار التقرير المالي للمؤسسة[1]، واللوغاريتم العشري لمؤشر السوق في بداية المدة الربعية التي يصدر عنها التقرير المالي للمؤسسة.

تبيَّن نتيجة اختبار (K–S) واختبار (Shapiro) أنَّ بيانات كلا المتغيرين تتبع التوزيع الطبيعي، حيث كانت معنوية كلا الاختبارين لكلا المتغيرين أكبر من 5%، لذلك تمَّ دراسة الارتباط بين المتغيرين من خلال معامل ارتباط بيرسون. وقد تبيَّن وجود علاقة طردية قوية جداً بين كلا المتغيرين، حيث بلغت قيمة معامل ارتباط بيرسون (0.928)، وهي معنوية عند مستوى دلالة 1%.

2- بناء نموذج انحدار خطي بسيط لعلاقة متغير عائد السهم السوقي (المتغير التابع) مع عائد محفظة السوق(المتغير المستقل) وتقدير قيمة معامل بيتا:

بالنسبة للقيمة الأولى لمعامل بيتا والتي تمَّ تقديرها من خلال بناء نموذج الانحدار الخطي البسيط لعائد السهم السوقي وعائد محفظة السوق للفترة الأولى (الربع الرابع لعام 2003) حتى الفترة 21 (الربع الرابع لعام 2008)، فقد بلغت قيمة كل من معامل التحديد ومعامل التحديد المعدل (.861) و(.853) على التوالي، مما يدل على أنَّ النموذج استطاع تفسير 85.3% من التباين في قيمة المتغير التابع. ونلاحظ أنَّ النموذج معنوي عند مستوى دلالة 1%، وبلغت قيمة معامل الانحدار لعلاقة المتغير التابع بالمتغير المستقل (.954) وهذه القيمة معنوية عند مستوى دلالة 1%. وبلغت قيمة (Durbin–Watson) 2.072 وهي قريبة جداً من 2، مما يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء المعيارية. والنموذج النهائي هو:

$$LOG\,(P_t) - LOG\,(P_{t-1}) = 0.954\,\big(LOG\,(R_{mt}) - LOG\,(R_{mt-1})\big) + \varepsilon t$$

[1] قيم مؤشر السوق التي تمَّ استخدامها هي وسطي قيم المؤشر اعتباراً من التاريخ المدون على التقارير الربعية والسنوية والنصف سنوية للمؤسسة حتى نهاية الشهر المدون في التاريخ، وذلك للفترات من الربع الرابع لعام 2003 حتى الربع الرابع لعام 2007. أما فيما يتعلق بقيم المؤشر اعتباراً من الربع الأول لعام 2008 حتى النصف الثاني لعام 2011، فقد تم أخذ قيمها في نفس تاريخ إصدار التقرير المالي للمؤسسة وإدراجه في السوق، وهذه البيانات توفرت من موقع سوق أبو ظبي المالي.

قمنا بإعادة بناء النموذج بأخذ البيانات الفعلية لعائد السهم وعائد محفظة السوق في الفترات الربعية اللاحقة، ويوضِّح الجدول التالي قيم معاملات بيتا التي تم تقديرها عبر الفترات من 21 حتى 31، كما يبين معنوية النماذج المستخدمة في تقدير المعاملات والمقدرة التفسيرية لها.

الجدول (48) قيم معامل بيتا لعلاقة عائد السهم السوقي مع عائد محفظة السوق لكل فترة ربعية

الفترة	معامل بيتا	معنوية النموذج	معامل التحديد المعدل
21- Q4 2008	.954	%1	%85.3
22- Q1 2009	.955	%1	%85.3
23- Q2 2009	.951	%1	%84.8
24- Q3 2009	.953	%1	%85.1
25- Q4 2009	.942	%1	%84.7
26- Q1 2010	.942	%1	%84.7
27- Q2 2010	.937	%1	%84.6
28- Q3 2010	.938	%1	%84.7
29- Q4 2010	.937	%1	%84.7
30- Q1 2011	.938	%1	%84.7
31- Q2 2011	.938	%1	%84.7

المصدر: من إعداد الباحثة

ب- عوامل المخاطرة التشغيلية- تمَّ أخذ عوامل المخاطرة التشغيلية نفسها التي درست علاقتها مع الدخل التشغيلي المتبقي للمؤسسة-.

❖ دراسة علاقة التكلفة التشغيلية المقدَّرة وفقاً للسوق (المتغير التابع) مع عوامل المخاطرة التشغيلية (وسطي قيم عوامل المخاطرة عبر الفترات)[1]، وقيم معامل بيتا لعلاقة متغير عائد السهم السوقي مع عائد محفظة السوق في كل فترة ربعية من 31/ 12/ 2008 حتى 30/ 6/ 2011:

يبيِّن الجدول التالي قيم المتغيرات المدروسة، والتي سيتم استخدامها ضمن النموذج المستخدم لتفسير التسعير السوقي لتكلفة النشاط التشغيلي للمؤسسة.

الجدول (49) التكلفة التشغيلية المسعَّرة في السوق، ووسطي قيم عوامل المخاطرة التشغيلية ومعامل بيتا لكل فترة ربعية

الفترة	λ	PM	OLLEV	ATO	OL	Sale Growth	NOA Growth	β^2
21- Q4 2008	0.00479	0.30566	0.51867	0.18829	2.62485	0.05413	0.06145	0.954
22- Q1 2009	0.01028	0.30387	0.52395	0.18779	4.81878	0.05211	0.06067	0.955
23- Q2 2009	0.01223	0.30423	0.52833	0.18774	4.76536	0.05293	0.05883	0.951
24- Q3 2009	0.01499	0.30378	0.53347	0.18730	4.67961	0.04930	0.05705	0.953
25- Q4 2009	0.01768	0.30141	0.53586	0.18777	4.48998	0.05472	0.05694	0.942
26- Q1 2010	0.01928	0.29804	0.53887	0.18735	4.40532	0.04918	0.05573	0.942
27- Q2 2010	0.02063	0.29494	0.54090	0.18719	4.28426	0.04792	0.053	0.937
28- Q3 2010	0.02107	0.29228	0.54382	0.18648	4.15678	0.04289	0.05081	0.938
29- Q4 2010	0.02218	0.28964	0.54456	0.18649	4.04296	0.04748	0.05087	0.937
30- Q1 2011	0.02266	0.28697	0.54523	0.18592	3.95539	0.04371	0.05021	0.938
31- Q2 2011	0.02227	0.28375	0.54666	0.18548	4.10536	0.04186	0.04758	0.938

المصدر: من إعداد الباحثة

[1] كون التكلفة التشغيلية السوقية تم تقديرها في كل فترة ربعية ببناء نموذج الانحدار الخطي البسيط لعلاقة (الشهرة غير المسجلة على صافي الأصول التشغيلية في الفترة السابقة) مع (العائد على صافي الأصول التشغيلية) من أول فترة ربعية في الدراسة حتى الفترة التي يتم فيها تقدير التكلفة التشغيلية، فقد تم دراسة العلاقة بين وسطي قيم عوامل المخاطرة التشغيلية عبر الفترات وتلك التكلفة، ففي الفترة 21 تم أخذ وسطي قيمة عوامل المخاطرة التشغيلية من الفترة الأول حتى الفترة 21، وفي الفترة 22 تم أخذ وسطي قيم العوامل من الفترة الأولى حتى الفترة 22، وهكذا حتى نهاية الفترة المدروسة أي الفترة 31.

[2] معامل بيتا لعلاقة عائد السهم السوقي مع عائد محفظة السوق.

فيما يلي إجراءات اختبار العلاقة بين التكلفة التشغيلية المسعَّرة في السوق مع وسطي قيم عوامل المخاطرة التشغيلية ومعامل بيتا.

1- اختبار التوزيع الطبيعي، ودراسة الارتباط بين التكلفة التشغيلية المسعَّرة في السوق وعوامل المخاطرة:

وفقاً لاختبار (K-S) فقد تبين أن جميع المتغيرات تتبع التوزيع الطبيعي حيث كانت المعنوية أكبر من 5% لجميع المتغيرات، أما وفقاً لاختبار (Shapiro) فالمتغيرات التي لم تتبع بياناتها التوزيع الطبيعي هي الرافعة التشغيلية ومعامل بيتا.

تمَّ استخدام معامل الارتباط (Pearson) لاختبار العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، وقد تبيَّن نتيجة وجود علاقة ارتباط قوية بين المتغير التابع (التكلفة التشغيلية السوقية) وكل من معامل بيتا، وجميع عوامل المخاطرة التشغيلية باستثناء متغير الرافعة التشغيلية. وتبيِّن النتائج أنَّ جميع قيم الارتباط مرتفعة جداً وهي معنوية عند مستوى دلالة 1%، بالإضافة إلى كون علاقة المتغير التابع عكسية مع جميع المتغيرات التي ترتبط معه بعلاقة معنوية باستثناء متغير رافعة الالتزامات التشغيلية حيث لوحظ وجود علاقة طردية بينهما. وقد كانت أقوى علاقة ارتباط للمتغير التابع مع متغير رافعة الالتزامات التشغيلية، حيث بلغت قيمة معامل ارتباط بيرسون (0.991). يليها معامل بيتا حيث كانت قيمة معامل الارتباط (0.920-)، ثم معدل نمو صافي الأصول التشغيلية وهامش الربح التشغيلي ومعدل دوران صافي الأصول التشغيلية ومعدل نمو المبيعات، حيث كانت قيم معامل الارتباط (0.917-) و(0.852-) و(0.824-) و(0.767-) على التوالي.

وعند دراسة علاقات ارتباط المتغيرات المستقلة مع بعضها لوحظ وجود علاقات ارتباط قوية جداً فيما بينها، مما يدل على احتمال وجود مشكلة الارتباط المتعدد للمتغيرات المستقلة.

3- دراسة نماذج الانحدار الخطية لعلاقة المتغير التابع مع معامل بيتا وعوامل المخاطرة التشغيلية التي تبيَّن وجود ارتباط خطي بينها وبين المتغير التابع:

1) دراسة الانحدار الخطي البسيط لعلاقة المتغير التابع مع عوامل المخاطرة التشغيلية ومعامل بيتا:

سيتم تلخيص النتائج ضمن الجدول (50) الذي نستعرض فيه معنوية كل نموذج والمقدرة التفسيرية للنموذج ومعامل الانحدار لعلاقة المتغير التابع مع المتغيرات المستقلة.

الجدول (50) نماذج الانحدار الخطي البسيط لعلاقة التكلفة التشغيلية المسعَّرة في السوق مع وسطي عوامل المخاطرة التشغيلية ومعامل بيتا

النموذج	المتغير المستقل	معنوية النموذج	معامل التحديد المعدل	معامل الانحدار	t
النموذج الأول	هامش الربح التشغيلي	%1	.696	-.646	-4.891
النموذج الثاني	رافعة الالتزامات التشغيلية	%1	.980	.620	21.969
النموذج الثالث	معدل دوران صافي الأصول التشغيلية	%1	.643	-5.523	-4.362
النموذج الرابع	معدل نمو المبيعات	%1	.542	-.996	-3.585
النموذج الخامس	معدل نمو صافي الأصول التشغيلية	%1	.824	-1.163	-6.904
النموذج السادس	معامل بيتا	%1	.830	-.717	-7.067

المصدر: من إعداد الباحثة

يتبيَّن من الجدول (50) أنَّ أفضل نموذج استطاع تفسير التباين في قيم المتغير التابع هو نموذج الانحدار الخطي البسيط لعلاقة التكلفة التشغيلية المسعَّرة في السوق مع متغير رافعة الالتزامات التشغيلية، حيث بلغت قيمة معامل التحديد المعدَّل (0.98) أي أنَّ النموذج استطاع تفسير 98% من التباين في قيم المتغير التابع، كما بلغت قيمة إحصائية t (21.969) وهي كبيرة جداً ومعنوية عند مستوى دلالة 1%، وتدل على أنَّ قيمة معامل الانحدار مختلفة بشكل كبير عن الصفر، وبالتالي وجود تأثير للمتغير المستقل على المتغير التابع. أمَّا ثاني أفضل نموذج في تفسير تباين المتغير التابع فهو نموذج الانحدار الخطي البسيط لعلاقة التكلفة التشغيلية المسعَّرة في السوق مع متغير معامل بيتا.

2) دراسة الانحدار الخطي المتعدد لعلاقة المتغير التابع مع عوامل المخاطرة التشغيلية ومعامل بيتا:

الجدول (51) نموذج الانحدار الخطي المتعدّد لعلاقة التكلفة التشغيلية السوقية مع وسطي عوامل المخاطرة التشغيلية ومعامل بيتا

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.346-	.864		-.401-	.709
	PM	-.115-	.304	-.151-	-.377-	.725
	OLLEV	.866	.165	1.383	5.248	.006
	ATO	-.384-	3.456	-.057-	-.111-	.917
	SaleGrowth	.014	.141	.011	.097	.928
	NOAGrowth	.821	.455	.648	1.804	.146
	Beta	-.043-	.268	-.056-	-.162-	.879

المصدر: من إعداد الباحثة

تفسير النموذج:

بلغت قيمة معامل التحديد المعدل 98.8% مما يدل على أنَّ النموذج استطاع تفسير مقدار كبير من التباين في المتغير التابع، وقد كان النموذج معنوي عند مستوى دلالة 1%. كما كانت قيمة اختبار (Durbin–Watson) 2.636 وهي قيمة بعيدة عن 2، مما قد يدل على وجود مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء المعيارية.

بالنظر إلى معاملات النموذج المتعلقة بكل من ثابت النموذج، ومعاملات انحدار كل متغير مستقل مع المتغير التابع، فقد تبيَّن ما يلي:

بلغت قيمة ثابت النموذج 0.346- وهي غير معنوية. كما لوحظ أنَّ جميع قيم معاملات انحدار المتغيرات المستقلة مع المتغير التابع غير معنوية، باستثناء متغير رافعة الالتزامات التشغيلية، أي عدم وجود تأثير لتلك المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

بلغت قيمة معامل انحدار متغير رافعة الالتزامات التشغيلية مع المتغير التابع 0.866 وهي معنوية عند مستوى دلالة 1%، وتدل على أنَّ كل زيادة في نسبة رافعة الالتزامات التشغيلية للمؤسسة بمقدار 1%، ينجم عنه زيادة في تسعير السوق للمخاطر التشغيلية للمؤسسة بمقدار 0.866%.

❖ دراسة علاقة التكلفة التشغيلية المقدَّرة وفقاً للسوق مع عوامل المخاطرة التشغيلية (قيم العوامل في نفس الفترة)[1]، ومعامل بيتا لعلاقة متغير عائد السهم السوقي مع عائد محفظة السوق:

قامت الباحثة بهذا الإجراء نظراً لأنَّ القيم الوسطى لعوامل المخاطرة التشغيلية ستعمل على تغطية التغيُّرات الجوهرية والكبرى في قيم تلك العوامل، وبالتالي عدم تحديد أثر التغيُّرات فيها على تسعير السوق للمخاطر التشغيلية. فمثلاً ومن خلال إجراء مقارنة بين وسطي قيم عوامل المخاطرة التشغيلية في الجدول (49) و قيم عوامل المخاطرة التشغيلية الفعلية في كل فترة ربعية ضمن الجدول (52)، يتبيَّن ما يلي:

- القيم الوسطى لهامش الربح التشغيلي تراوحت بين 28.3% و30.5%، وبالتالي عدم وجود فروق كبيرة، أمَّا قيم هامش الربح التشغيلي لكل فترة فقد تراوحت بين 17.9% و 31.2%.
- فيما يتعلق بمتغير رافعة الالتزامات التشغيلية فقد تراوحت القيم الوسطى له بين 51.8% و54.6%، أمَّا قيم المتغير لكل فترة فقد تراوحت بين 56.4% و63.4%.
- كذلك الأمر بالنسبة لمتغير الرافعة التشغيلية والذي تراوحت القيم الوسطى له بين 2.6 و4.8، بينما تراوحت قيمه الفعلية في كل فترة بين −5.8 و 50.8.
- وعند النظر إلى معدل نمو المبيعات فقد تراوحت قيمه الوسطى بين 4.1% و5.47%، بينما تراوحت القيم الفعلية لمعدل نمو المبيعات في كل فترة بين −9.2% و 18.4%.
- متغير معدل نمو صافي الأصول التشغيلية الذي انحصرت القيم الوسطى له بين 4.7% و6.1%، أمَّا قيمه الفعلية فقد وصلت في أدنى مستوياتها إلى −3.1%، بينما وصلت في أعلى مستوياتها إلى 7.3%.
- بالنسبة لمتغير معدل دوران صافي الأصول التشغيلية فقد تراوحت القيم الوسطى له بين 18.54% و 18.8%، بينما تراوحت قيمه في كل فترة بين 16.7% و 19.9.

نتيجةً لتلك المقارنة فقد تبيَّن أنَّ القيم الوسطى لعبت دوراً كبيراً في استقرار قيم المتغيرات عبر الفترات الربعية من الفترة 21 حتى الفترة 31. لذا سوف يتم دراسة علاقة التكلفة التشغيلية المسعرة في السوق مع قيم عوامل المخاطرة في كل فترة مذكورة بدلاً من القيم الوسطى، وذلك لمعرفة مدى تأثير

[1] تمَّ أخذ قيم عوامل المخاطرة التشغيلية نفسها التي درست علاقتها مع الدخل التشغيلي المتبقي للمؤسسة، في كل فترة ربعية تمَّ فيها تقدير التكلفة التشغيلية المسعَّرة في السوق.

التغير في قيم تلك المتغيرات عبر الفترات الزمنية الربعية في تغيُّر التسعير السوقي للتكلفة التشغيلية. ويبيِّن الجدول (52) قيم المتغيرات المدروسة:

الجدول (52) التكلفة التشغيلية المسعَّرة في السوق، والقيم الفعلية لعوامل المخاطرة التشغيلية ومعامل بيتا لكل فترة ربعية

β	NOA Growth	Sale Growth	OL	ATO	OLLEV	PM	λ	الفترة
0.954	0.07305	0.06395	−5.86785	0.18338	0.61484	0.17933	0.00479	**21- Q4 2008**
0.955	0.04422	0.00982	50.89125	0.17734	0.63491	0.26642	0.01028	**22- Q1 2009**
0.951	0.01848	0.07096	3.59013	0.18647	0.62475	0.31214	0.01223	**23- Q2 2009**
0.953	0.01599	−0.03423	2.70732	0.17725	0.65173	0.29325	0.01499	**24- Q3 2009**
0.942	0.05438	0.18473	−0.06107	0.19917	0.593	0.24473	0.01768	**25- Q4 2009**
0.942	0.02546	−0.0893	2.2888	0.17688	0.61423	0.2138	0.01928	**26- Q1 2010**
0.937	−0.01793	0.01515	1.13685	0.18284	0.59359	0.21424	0.02063	**27- Q2 2010**
0.938	−0.0084	−0.09297	0.71456	0.16724	0.62284	0.22051	0.02107	**28- Q3 2010**
0.937	0.05243	0.1762	0.856	0.18691	0.56527	0.21575	0.02218	**29- Q4 2010**
0.938	0.03132	−0.06559	1.41609	0.16935	0.5647	0.20945	0.02266	**30- Q1 2011**
0.938	−0.03129	−0.01372	8.60423	0.17242	0.58939	0.18728	0.02227	**31- Q2 2011**

المصدر: من إعداد الباحثة

فيما يلي إجراءات اختبار العلاقة بين التكلفة التشغيلية المسعَّرة في السوق مع القيم الفعلية في كل فترة ربعية لعوامل المخاطرة التشغيلية ومعامل بيتا.

1- اختبار التوزيع الطبيعي، ودراسة الارتباط بين التكلفة التشغيلية المسعَّرة في السوق وعوامل المخاطرة:

وفقاً لاختبار (K-S) فقد تبيَّن أنَّ جميع المتغيرات تتبع التوزيع الطبيعي، حيث كانت المعنوية أكبر من 5% لجميع المتغيرات باستثناء متغير الرافعة التشغيلية، أما وفقاً لاختبار (Shapiro) فالمتغيرات التي لم تتبع بياناتها التوزيع الطبيعي هي الرافعة التشغيلية ومعامل بيتا.

تمَّ دراسة الارتباط بين المتغير التابع والمتغيرات التي تتبع التوزيع الطبيعي وفقاً لأحد اختباري التوزيع الطبيعي باستخدام معامل ارتباط (Pearson)، وقد تبيَّن نتيجة اختبار الارتباط وجود علاقة ارتباط قوية بين المتغير التابع (التكلفة التشغيلية السوقية) ومعامل بيتا، حيث كانت قيمة معامل الارتباط (0.920−) وهذه العلاقة معنوية عند مستوى دلالة 1% بالإضافة إلى أنها علاقة عكسية. كما لوحظ وجود علاقة ارتباط بين المتغير التابع ومتغير رافعة الالتزامات التشغيلية، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.606−)، غير أنَّها معنوية عند مستوى دلالة 5%، كما أنَّها علاقة عكسية. بينما لم تظهر أي علاقة ذات دلالة إحصائية بين باقي المتغيرات التي تتبع بياناتها التوزيع الطبيعي والمتغير التابع.

أمَّا بالنسبة لمتغير الرافعة التشغيلية الذي لم تتبع بياناته التوزيع الطبيعي وفقاً لأي اختبار، لذلك تمَّ دراسة ارتباطه مع المتغير التابع باستخدام معامل ارتباط (Spearman)، وقد بيَّنت نتيجة الاختبار عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين متغير الرافعة التشغيلية والمتغير التابع.

وفيما يتعلق بعلاقة المتغيرات المستقلة فيما بينها فقد لوحظ وجود علاقة ذات دلالة معنوية عند مستوى 1% بين متغير رافعة الالتزامات التشغيلية ومعامل بيتا، وبلغت قيمة معامل الارتباط (0.758). كما كان هناك علاقة ارتباط طردية بين متغير معدل دوران صافي الأصول التشغيلية، ومعدل نمو المبيعات حيث كانت قيمة معامل الارتباط (0.892).

2- دراسة نماذج الانحدار الخطية لعلاقة المتغير التابع مع معامل بيتا وعوامل المخاطرة التشغيلية التي تبيَّن وجود ارتباط خطي بينها وبين المتغير التابع:

1) دراسة الانحدار الخطي البسيط لعلاقة المتغير التابع مع متغير رافعة الالتزامات التشغيلية ومعامل بيتا:

سيتم تلخيص النتائج ضمن الجدول (53) الذي نستعرض فيه معنوية كل نموذج والمقدرة التفسيرية للنموذج ومعامل الانحدار لعلاقة المتغير التابع مع المتغيرات المستقلة.

الجدول (53) نماذج الانحدار الخطي البسيط لعلاقة التكلفة التشغيلية المسعَّرة في السوق مع قيم عوامل المخاطرة التشغيلية الفعلية ومعامل بيتا

النموذج	المتغير المستقل	معنوية النموذج	معامل التحديد المعدل	معامل الانحدار	t
النموذج الأول	رافعة الالتزامات التشغيلية	%5	.297	−.128	2.285−
النموذج الثاني	معامل بيتا	%1	.830	−.717	−7.067

المصدر: من إعداد الباحثة

يتبيَّن من الجدول (53) أنَّ نموذج الانحدار الخطي البسيط لعلاقة التكلفة التشغيلية المسعَّرة في السوق مع متغير معامل بيتا كان أفضل من نموذج الانحدار الخطي البسيط لعلاقة التكلفة التشغيلية المسعَّرة في السوق مع متغير رافعة الالتزامات التشغيلية في تفسير التغيرات في التكلفة التشغيلية المسعَّرة في السوق، حيث بلغت قيمة معامل التحديد المعدل (.830)، أي أنَّ النموذج استطاع تفسير 83 % من التباين في قيمة المتغير التابع. كما بلغت قيمة إحصائية t (−7.067) وهي كبيرة ومعنوية عند مستوى دلالة 1%، وتدل على أنَّ قيمة معامل الانحدار مختلفة بشكل كبير عن الصفر، وبالتالي وجود تأثير لمتغير معامل بيتا على المتغير التابع.

2) دراسة الانحدار الخطي المتعدد لعلاقة المتغير التابع مع رافعة الالتزامات التشغيلية ومعامل بيتا:

الجدول(54) نموذج الانحدار الخطي المتعدِّد لعلاقة التكلفة التشغيلية المسعَّرة في السوق مع قيم عوامل المخاطرة التشغيلية الفعلية ومعامل بيتا

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.786	.127		6.178	.000
	Beta	-.844-	.154	-1.083-	-5.480-	.001
	OLLEV	.045	.042	.214	1.085	.310

المصدر: من إعداد الباحثة

بلغت قيمة معامل التحديد المعدل 83.4% مما يدل على أن النموذج استطاع تفسير مقدار كبير من التباين في المتغير التابع، وقد كان النموذج معنوي عند مستوى دلالة 1%. كما كانت قيمة اختبار (Durbin–Watson) 1.592، وهي قيمة بعيدة بعض الشيء عن 2، مما قد يدل على وجود مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء المعيارية.

بالنظر إلى معاملات النموذج المتعلقة بكل من ثابت النموذج، ومعاملات انحدار كل متغير مستقل مع المتغير التابع، فقد تبين ما يلي:

بلغت قيمة ثابت النموذج 786. وهي معنوية عند مستوى دلالة 1%. بلغت قيمة معامل انحدار متغير رافعة الالتزامات التشغيلية 045. وهي غير معنوية، مما يدل على عدم وجود أثر للمتغير المستقل على المتغير التابع. أما بالنسبة لمعامل انحدار معامل بيتا مع المتغير التابع، فقد بلغت 844.- وهي معنوية عند مستوى دلالة 1%، وتدل على أن كل زيادة في مقدار معامل بيتا ينجم عنها تراجع في تسعير السوق للتكلفة التشغيلية للسهم بمقدار 0.844 وحدة.

من خلال ما تقدم يتبين أن اعتماد التسعير السوقي للسهم ارتكز على عوامل السوق فقط، ومنه فإنَّ النتائج المتعلقة بالفرضية الخامسة والأخيرة في هذه الدراسة هي:

يتبيَّن مما سبق أن تسعير السوق للمخاطر التشغيلية للمؤسسة لا يأخذ بالاعتبار أي عوامل أساسية ضمن المؤسسة وإنَّما يتم بالاعتماد على ظروف ومؤشرات السوق، لذا يمكن قبول فرضية العدم بأنَّ التسعير السوقي للسهم يستند إلى عوامل السوق دون النظر إلى نتائج أداء المؤسسة. فقد لوحظ أنَّ القيمة العادلة المقدَّرة في هذه الدراسة والقيم المقدَّرة من الشركات المالية كانت أكبر من السعر السوقي للسهم، فالسعر السوقي هو السعر التوازني للعرض والطلب على الأصول المالية، والعامل الرئيسي المؤثِّر على حجم الطلب والعرض هو سلوك المستثمرين الذي تأثَّر بشكل ملحوظ بالأزمة المالية العالمية والاضطرابات المحلية التي أصابت الاقتصاد المحلي للدولة، فضلاً عن الاضطرابات الإقليمية، مما انعكس بالتراجع الكبير والهبوط في مؤشرات الأسواق المالية في الدولة. وبيَّنت دراسة Abdmoulah التي قام فيها باختبار الكفاءة في إحدى عشر سوق مالي في عدد من الدول العربية ومنها سوق دبي المالي وسوق أبو ظبي للأوراق المالية انعدام الكفاءة في تلك الأسواق حتى في شكلها الضعيف، ومن التفسيرات المحتملة افتقار تلك الأسواق إلى السيولة نظراً لضيق[1] تلك الأسواق، وطبيعة المتعاملين فيها (نسبة 60% من الأفراد) الذين يفتقرون إلى الثقافة الاستثمارية وصعوبة وصولهم إلى المعلومات ذات النوعية والمصداقية التي تتوفر للمتعاملين من المؤسسات[2].

[1] انخفاض عدد عروض الشراء والبيع على الأوراق المالية في السوق المالي.

[2] Abdmoulah, Walid, 2009, Testing the Evolving Efficiency of 11 Arab Stock Markets.

النتائج:

1- تأثَّر الاقتصاد في دولة الإمارات العربية المتَّحدة بالأحداث العالمية نتيجة انفتاح الدولة على الأسواق العالمية لاسيَّما مع تميُّز اقتصادها بعدم التنوُّع، وتركُّزه على بعض القطاعات التي كانت الأكثر تأثراً بالأزمة مثل قطاع النفط، وقطاع التجارة والخدمات، حيث انخفض الناتج المحلي الإجمالي للدولة في عام 2009 ليبلغ معدل نمو سالب (-14.137%)، وبلغت نسبة إجمالي الدين العام لدولة الإمارات العربية 78.2% من إجمالي الناتج المحلي للإمارات في عام 2010. وبالنسبة للأسواق المالية، فقد بلغ معدل التغير السلبي بين أعلى وأدنى قيمة لمؤشر سوق دبي المالي (71.88%)، بينما بلغ معدل التغير السلبي بين أعلى وأدنى قيمة لمؤشر سوق أبو ظبي (46.08%)، استناداً إلى البيانات الشهرية عن تلك المؤشرات من بداية عام 2007 حتى نهاية عام 2010. ويلاحظ أنَّ الأثر السلبي للأزمة المالية العالمية على سوق دبي المالي كان أكبر منه على سوق أبو ظبي، نظراً لأنَّ تأثير الأزمة كان أقوى على القطاعات التي تشكِّل النسبة الأكبر من سوق دبي، وهي قطاع العقارات وقطاع الاستثمار وقطاع الخدمات والبنوك التي شكَّلت نسبة 80% من السوق.

2- لم يكن قطاع الاتصالات بمعزل عن التغيرات التي أصابت الاقتصاد ككل، الأمر الذي انعكس من خلال ما يلي:

أ- وصل معدل التراجع في مؤشر قطاع الاتصالات في سوق أبو ظبي المالي إلى 48% في عام 2008 عن عام 2007، بينما وصل معدل التراجع إلى 70.7% في عام 2008 عن عام 2007 بالنسبة لسوق دبي.

ب- تراجع معدل نمو مبيعات القطاع سواء من حيث الحجم أو السعر، حيث عملت الشركات على تخفيض أسعار خدماتها وتقديم العروض نتيجة تراجع إنفاق المستهلكين على الخدمات، وبما أنَّ المنافسة في القطاع قد اقتصرت على كل من مؤسسة الإمارات للاتصالات وشركة الإمارات للاتصالات المتكاملة، فقد بيَّنت النتائج المشتقة من قوائمهما المالية تراجع معدل نمو إيرادات كل منهما، حيث وصل معدل نمو إيرادات المؤسسة في إلى (6.73%) في عام 2009 و(1.9%) عام 2010 بينما كانت أقل نسبة في السنوات السابقة (13.09%). وبلغ معدل نمو إيرادات الشركة (32.51%) في عام

2010 بعد أن وصل إلى (35.12%) في عام 2009. كما تراجعت نسبة مساهمة القطاع في الناتج المحلي للدولة من (2.43%) عام 2009 إلى (2.2%) عام 2010.

3- عند القيام بدراسة وتحليل دورة حياة المؤسسة للفترة من عام 2002 حتى عام 2010، تمَّ تصنيف المؤسسة ضمن مرحلة النمو من دورة حياتها من عام 2002- 2007، بينما تمَّ تصنيفها من عام 2008- 2010 ضمن مرحلة النضوج وذلك نتيجة تأثُّرها بمجموعة من العوامل، وهي:

أ- التغيُّرات الناتجة عن الأزمة المالية العالمية كون نشاط المؤسسة يمتد إلى خارج حدود دولة الإمارات.

ب- الظروف الاقتصادية للدولة والتي أثَّرت بشكل ملحوظ على أداء المؤسسة، حيثُ بيَّنت النماذج الإحصائية وجود علاقة معنوية قوية بين إيرادات المؤسسة والمتغيرات الاقتصادية المحلية، فقد بلغت قيمة معامل ارتباط إيرادات المؤسسة مع الناتج المحلي الإجمالي (0.944)، كما بلغت قيمة معامل ارتباط الإيرادات مع الإنفاق الحكومي (0.896)، بينما وصلت قيمة معامل ارتباط إيرادات المؤسسة مع عرض النقود إلى (0.994).

ت- ظهور المنافسة بدخول شركات جديدة إلى القطاع بدءاً من عام 2007.

وقد بيَّنت المؤشرات المشتقة من القوائم المالية للمؤسسة وجود تراجع في نتائج أعمالها، فبالإضافة إلى تراجع معدل نمو إيرادات المؤسسة، فقد وصل معدل النمو في صافي أصولها التشغيلية إلى (3.27%) عام 2010 بينما كانت أقل نسبة في السنوات السابقة (11.26%) عام 2003. كما وصلت المؤشرات المتعلقة بكل من السيولة المتداولة ونسبة التدفق النقدي إلى أدنى مستوياتها في عام 2010، حيث وصلت إلى (78.9%) و(38.68%) على التوالي.

4- لدى دراسة الشركة المنافسة (شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة)، تمَّ تصنيفها ضمن مرحلة النمو من دورة حياتها بدءاً من عام 2008، وقد بيَّنت المؤشرات المشتقَّة من قوائمها المالية تحسُّن ملحوظ في أدائها حيث ارتفع معدل نمو صافي الأصول التشغيلية إلى (31.34%) في عام 2010، كما حقَّقت الشركة معدلات نمو مرتفعة في إيراداتها على الرغم من أنَّها دخلت السوق في وقت وصل فيه قطاع الاتصالات إلى نقطة التشبُّع.

5- لتقدير القيمة العادلة لسهم المؤسسة تمَّ تطبيق نموذج الدخل التشغيلي المتبقي بشكل سنوي، وقد تمَّ الاعتماد على ثلاثة افتراضات، ثمَّ إجراء المقارنة بين القيم العادلة المقدَّرة بناءً على تلك

الافتراضات والسعر السوقي للسهم. تناول الافتراض الأول احتمال بقاء الدخل التشغيلي المتبقي للسهم كما هو متوقَّع إلى اللانهاية، وبناءً على هذا الافتراض فقد بلغت نسبة الفرق بين سعر السهم السوقي والقيمة العادلة المقدَّرة (−55.68%) في عام 2007 و (−237.78%) في عام 2008 و(−190.49%) في عام2009. بينما تناول الافتراض الثاني بقاء الدخل التشغيلي المتبقي للسهم كما هو متوقَّع لمدة عشر سنوات على اعتبار أنَّ المؤسسة تمتلك مزايا تنافسية قد تمكنهَّا من المحافظة على الدخل المتبقي لتلك الفترة، وبناءً عليه فقد بلغت نسبة الفرق بين سعر السهم السوقي والقيمة العادلة المقدَّرة (38.22% %) في عام 2007 و (−25.07%) في عام 2008 و(−2.38%) في عام2009. أما الافتراض الأخير فقد تضمَّن بقاء الدخل التشغيلي المتبقي للسهم كما هو متوقَّع لمدة خمس سنوات تتمكَّن فيها المؤسسة من المحافظة على الدخل المتبقي لتلك الفترة، وبناءً على هذا الافتراض فقد بلغت نسبة الفرق بين سعر السهم السوقي والقيمة العادلة المقدَّرة (56.69%) في عام 2007 و (16.22%) في عام 2008 و(33.06%) في عام2009. وقد بيَّنت النتائج أنَّ الفروق بين القيم العادلة المقدَّرة للسهم والسعر السوقي كانت أقل ما يمكن وخلال فترتين من أصل ثلاث فترات تمَّ فيها إعداد التقديرات، بناءً على الافتراض الثاني المبني على أساس انعدام الدخل التشغيلي المتبقي بعد عشر سنوات.

6- نظراً لأنَّ أسعار الأسهم تندرج بشكل يومي وإنَّ الاعتماد على إيجاد القيم العادلة بشكل سنوي أمر غير منطقي، لذا قمنا بالانتقال إلى دراسة التقارير الربعية للمؤسسة واستخدام نموذج Ohlson، في محاولة لإيجاد القيم العادلة لسهم المؤسسة ومقارنتها مع السعر السوقي.

بدايةً تمَّ تقدير القيمة العادلة لصافي الأصول التشغيلية للسهم قبل تعديلها بالمخاطر باستخدام نموذج Ohlson الذي يعتمد بشكل أساسي على تقدير معامل استمرارية الدخل التشغيلي المتبقي، ولحساب معامل الاستمرارية تمَّ استخدام نموذج الانحدار الذاتي للمتوسط المتحرك المتكامل (ARIMA)، وتراوحت قيم معامل الاستمرارية بين (0.981) و(0.986) عند مستوى دلالة 1%، وبذلك فإنَّها توافقت مع الافتراض الأساسي لنموذج Ohlson بأنَّ قيمة معامل الاستمرارية تنحصر في المجال [0,1).

تمَّ أيضاً استخدام نموذج Feltham& Ohlson، ولتقدير معاملات النموذج تمَّ أيضاً استخدام النموذج الإحصائي (ARIMA)، وقد بيَّنت النتائج عدم توافق قيمة معامل العلاقة بين الدخل التشغيلي المتبقي والقيمة السابقة لصافي الأصول التشغيلية في جميع فترات بناء النموذج حيث

بلغت قيم سالبة بينما الافتراضات الأساسية للنموذج تقول بأنَّ هذه القيمة أكبر أو تساوي الصفر. كذلك فإنَّ قيمة معامل الانحدار الذاتي لصافي الأصول التشغيلية خالفت الافتراض بأنَّ تلك القيمة تنحصر في المجال (R ,1]. وبناءً على ما سبق لم يتمَّ الاعتماد على نموذج F&O في تقدير القيمة العادلة.

7- لتعديل القيمة العادلة لصافي الأصول التشغيلية للسهم بالمخاطر، تمَّ تحديد عوامل مخاطر النشاط التشغيلي وهي (مخاطر معدل دوران صافي الأصول التشغيلية- مخاطر هامش الربح التشغيلي- مخاطر الرافعة التشغيلية- مخاطر رافعة الالتزامات التشغيلية- مخاطر التقلبات في مستوى المبيعات- مخاطر التقلبات في صافي الأصول التشغيلية) بالإضافة إلى مخاطر السوق، وقد تمَّ اعتبار العوامل السابقة متغيرات مستقلة بينما كان المتغير التابع (نسبة الدخل التشغيلي المتبقي على صافي الأصول التشغيلية).

بلغت قيمة معامل ارتباط المتغير التابع مع معدل دوران صافي الأصول التشغيلية (0.487)، و (0.468-) لعلاقة ارتباط المتغير التابع مع متغير رافعة الالتزامات التشغيلية، بينما وصلت قيمة معامل ارتباط المتغير التابع مع هامش الربح التشغيلي إلى (0.738). بينما لم يلحظ وجود أي علاقة ارتباط للمتغير التابع مع المتغيرات المستقلة الأخرى. تمَّ بعد ذلك تقدير الجزء المعدَّل للمخاطر بناءً على علاقة الانحراف المشترك للمتغير التابع مع المتغيرات المستقلى التي ارتبطت معه، وتراوحت قيم الجزء المعدِّل للمخاطر بين (0.2965) و(0.5441)، ومن ثمَّ قمنا بطرح تلك القيم من القيمة العادلة قبل تعديلها بالمخاطر للوصول إلى القيمة العادلة لصافي الأصول التشغيلية للسهم الواحد والمعدَّلة بالمخاطر. وبطرح قيمة صافي الالتزامات التمويلية وحقوق الأقلية لكل سهم من القيمة السابقة، تمَّ الحصول على القيمة العادلة المقدَّرة للسهم.

8- بناءً على ما سبق تمَّ الحصول على ستة مشاهدات للقيم العادلة المقدَّرة للسهم، ولدى مقارنتها مع الأسعار السوقية للسهم تبيَّن أنَّ نسبة الفروق بين القيمتين تراوحت بين (2.48-%) و (36.44-%)، وتمَّ إجراء اختبار الفروق بين المتوسطات (اختبار t للعينات المستقلة) لمعرفة فيما إذا كانت تلك الفروق ذات دلالة إحصائية، وتبيَّن نتيجة الاختبار أنَّ الفرق بين متوسط أسعار السهم ومتوسط القيم العادلة المقدَّرة للسهم بلغ (1.9858-)، وكانت قيمة اختبار (t) (3.841-) وهي معنوية عند مستوى دلالة 5% (sig= 0.012)، مما يدل على وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين القيم العادلة المقدَّرة لسهم المؤسسة وسعره السوقي. ولدى الإطلاع على القيم العادلة

المقدَّرة لسهم المؤسسة من قبل بعض الشركات المالية، فقد تبيَّن أنَّ تلك القيم والقيم العادلة المقدّرة في هذه الدراسة كانت أكبر من السعر السوقي للسهم في جميع الفترات، أي أنَّ السهم مسعَّر في السوق بأقل من قيمته العادلة.

9- نظراً لوجود تلك الفروق المعنوية تمَّ البحث عن العوامل المؤثرة على التسعير السوقي للسهم عن طريق حساب تكلفة النشاط التشغيلي وفقاً للسعر السوقي، ومن ثمَّ دراسة العلاقة بين تلك التكلفة وعوامل المخاطرة التشغيلية السابقة بالإضافة إلى مخاطر السوق. وكانت المتغيرات التي ارتبطت مع التكلفة هي متغير رافعة الالتزامات التشغيلية ومعامل بيتا (مقياس مخاطر السوق)، إلا أنَّه وعند بناء نموذج انحدار خطي متعدد كانت علاقة رافعة الالتزامات التشغيلية مع التكلفة التشغيلية غير معنوية، أما بالنسبة لمعامل انحدار معامل بيتا مع التكلفة التشغيلية، فقد بلغت (-0.844) وهي معنوية عند مستوى دلالة 1%، وتدل على أن كل زيادة في مقدار معامل بيتا ينجم عنها تراجع في تسعير السوق للتكلفة التشغيلية للسهم بمقدار (0.844) وحدة، وقد بلغت قيمة معامل التحديد المعدل 83.4% مما يدل على أن النموذج استطاع تفسير مقدار كبير من التباين في المتغير التابع، كما أنَّ النموذج معنوي عند مستوى دلالة 1%. ومنه يمكن تفسير الفروق بين القيم العادلة المقدَّرة لسهم المؤسسة وسعره السوقي نظراً لأنَّ تسعير السوق للمخاطر التشغيلية للمؤسسة يتم دون النظر إلى نتائج أداء المؤسسة وعوامل المخاطرة التي تتعرَّض لها، وإنَّما يتم بالاعتماد على ظروف السوق، حيثُ تبيَّن من دراسة مؤشرات الأسواق المالية (سوق دبي المالي- سوق أبو ظبي للأوراق المالية) سيطرة المخاوف على المتعاملين والمستثمرين من جراء الأزمة المالية العالمية والاضطرابات التي أصابت اقتصاد الدولة، مما عمل على تراجع جميع مؤشرات قطاعات النشاط الاقتصادي في تلك الأسواق وهبوط المؤشر العام للأسواق بشكل حاد.

التوصيات:

1- تحفيز مزيد من الشركات في مختلف القطاعات على الإدراج في الأسواق المالية بما يساعد على زيادة فعالية الأسواق وتنوُّع قطاعاتها، وخاصةً القطاعات التي تشكل عصب الحياة الاقتصادية كالقطاعات الصناعية.

2- توفير سوق نشط لأدوات الدين الحكومية بما يساهم في توفير سعر فائدة مرجعي والذي يعد من أهم محددات القيم العادلة لأي استثمار.

3- التركيز على المؤشرات المشتقة من القوائم المالية للمنشآت المدروسة والتي تقدم فكرة شاملة عن نتائج أعمالها خلال فترة ما، وبشكل يعكس تأثرها بالتغيرات في البيئة الخارجية والداخلية، مما يساعد على التنبؤ بنتائج أدائها مستقبلاً في ظل التغيرات المتوقعة في بيئتها الداخلية والخارجية، ويساهم في زيادة دقة التقييم وتحقيق الموضوعية في تسعير الأسهم، بما يجنب الأسواق المالية التقلبات التي قد تؤدي إلى انهيارها.

4- على الرغم من أنَّ النماذج التي استخدمت في هذه الدراسة استندت إلى مجموعة من الافتراضات، مما قد يؤثِّر على القيمة العادلة المقدَّرة، إلا أنَّها عملت –ضمن حدود البيانات التي توفَّرت للباحثة– على الإحاطة بكافة جوانب نشاط المؤسسة ومتغيرات البيئة الداخلية والخارجية المؤثِّرة فيها، وذلك على العكس من التسعير السوقي لسهم المؤسسة الذي تبيَّن أنَّه يتوقف على ظروف السوق دون النظر إلى نتائج أداء المؤسسة وعوامل المخاطرة التي تتعرَّض لها. إلا أنَّه يجب التأكيد على إعداد الافتراضات المعقولة التي تراعي الظروف الخاصة بكل منشأة.

5- تعدُّ نماذج تقدير القيمة العادلة التي استخدمت في هذه الدراسة من النماذج الهامة والقيِّمة، إلا أنَّه يجب دراسة إمكانية تطبيق كل نموذج بما يتلائم مع طبيعة المنشأة المدروسة. فكما وجدنا أنَّ كل من نموذج (Ohlson) ونموذج (F&O) يرتكزان على معادلة الانحدار الذاتي للدخل التشغيلي المتبقي، وإنَّ صحة بناء تلك المعادلة تتطلب أن يكون هناك استقرار في سلسلة بيانات الدخل التشغيلي المتبقي عبر الزمن، غير أنَّ المنشآت التي لا تتميَّز باستقرار دخلها التشغيلي المتبقي لا يمكنها الاعتماد على نموذج (Ohlson) أو نموذج (F&O) في تقدير قيمتها العادلة، لذا يتوجَّب البحث عن نماذج أخرى تتناسب مع طبيعة نشاطها ودخلها. كما

أنَّ نموذج (F&O) يستند في افتراضاته على وجود تحفُّظ في البيانات المحاسبية للمنشأة المدروسة، لذلك لا يصلح تطبيق هذا النموذج على المنشآت التي تتميز مخرجاتها المحاسبية بأنَّها نفعية.

6- إنَّ عوامل المخاطرة التي تمَّ تناولها في هذه الدراسة (مثل معدل دوران صافي الأصول التشغيلية، هامش الربح التشغيلي، معدل نمو المبيعات، وغيرها) تعكس التغيرات التي أصابت أداء المؤسسة نتيجةً للتغيرات في بيئتها الداخلية والخارجية معاً، لذلك تعتبر عوامل مخاطرة شاملة يجب التركيز عليها في الدراسات اللاحقة، بالإضافة إلى إجراء الدراسات اللازمة عن عوامل مخاطرة أخرى بما يتلائم مع طبيعة عمل كل منشأة مدروسة والبيئة الخارجية المؤثِّرة فيها.

7- اختبار فعالية النماذج المستخدمة في هذه الدراسة على عينة أكبر من الشركات وعلى فترات زمنية أطول بما يساهم في زيادة دقة النتائج.

المراجع باللغة العربية:

الكتب:

1. الحويماني، فهد، 2006، ، **المال والاستثمار في الأسواق المالية**، الطبعة الثانية.
2. الحيالي، وليد ناجي، 2007، **التحليل المالي**، منشورات الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك.
3. الخطيب، محمد محمود، 2010، **الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات**، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، الطبعة الأولى.
4. حنفي، عبد الغفار، 2007، **الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات**، الدار الجامعية، مصر، الإسكندرية.
5. فتوح، محمود؛ عبد الكريم، محمد؛ عبد الكريم، عمر، 2010، **الإدارة المالية: مفاهيم أساسية، تقييم الأدوات**، دار شعاع للنشر والعلوم، سورية، حلب، الطبعة الأولى.
6. محمد، منير شاكر؛ إسماعيل، إسماعيل؛ نور، عبد الناصر، 2008، **التحليل المالي مدخل صناعة القرار**، دار وائل للنشر، الأردن، عمان، الطبعة الثالثة.
7. مطر، محمد، 2003، **الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني: الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية**، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى.

الأبحاث والدوريات:

1. الريشاني، سمير، مفهوم قياس القيمة العادلة في بيئة الأعمال السورية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق.
2. موسى، عماد، 2009، **أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية: قناة أسواق رأس المال**، المعهد العربي للتخطيط، المؤتمر الدولي حول القطاع الخاص في التنمية: تقييم واستشراف، 23-25 آذار 2009، بيروت، الجمهورية اللبنانية.

الرسائل الجامعية:

1. أبو فرحة، حنان عبد الله، 2001، **العلاقة بين المخاطرة النظامية وكل من الرفع المالي والرفع التشغيلي**، رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية.
2. السمارة، مؤيد قاسم، 2008، **متغيرات السياسة النقدية وأثرها في استقرار دالة الطلب على النقد: الاقتصاد السوري دراسة تحليلية**، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق.
3. الشوابكة، أحمد حمدان محمد، 2010، **العلاقة بين نسبة الربح إلى السعر (E/p) ومتغيرات الاقتصاد الكلي: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية**، رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية.
4. الجنيدي، قاسم محمد قاسم علي، 2007، **التنبؤ بتعثر العميل المصرفي باستخدام نسب التحليل المالي: دراسة تطبيقية في المصارف التجارية اليمنية**، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق.
5. خريسات، عُلا محمد، 2008، **دور محاسبة القيمة العادلة في تخطيط عملية التدقيق الخارجي (دراسة ميدانية على البنوك الموجودة بالأردن)**، رسالة دكتوراه، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، جامعة عمان العربية للدراسات العليا.
6. ربابعة، عبد الرؤوف خليل محمد، 2006، **تطوير نموذج لتقدير المخاطر النظامية لترشيد قرارات الاستثمار في بورصة عمان باستخدام منهجية شرطية لتحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة**، رسالة دكتوراه، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، جامعة عمان العربية للدراسات العليا.

التقارير:

1. صندوق النقد الدولي، 2011، الإمارات العربية المتحدة: مشاورات المادة الرابعة لعام 2011– تقرير خبراء الصندوق؛ والملحق التكميلي الصادر عن خبراء الصندوق؛ ونشرة المعلومات المعممة حول مناقشة المجلس التنفيذي ذات الصلة.
2. النشرات الإحصائية الربعية والسنوية ونصف السنوية لمصرف الإمارات المركزي من عام 2001– 2009.
3. شركة سوق دبي المالي، 2007، البيانات المالية وتقرير مدقق الحسابات المستقل.

4. التقارير السنوية لهيئة تنظيم قطاع الاتصالات في دولة الإمارات العربية المتحدة من عام 2006-2010.
5. التقارير والبيانات المالية الموحدة السنوية لمؤسسة الإمارات للاتصالات من عام 2003- 2010.
6. المعلومات المالية المرحلية الموجزة والموحدة نصف السنوية لمؤسسة الإمارات للاتصالات من 30/ 6/ 2004- 30/ 6/ 2011.
7. المعلومات المالية المرحلية الموجزة والموحدة الربعية لمؤسسة الإمارات للاتصالات من 31/ 3/ 2004- 30/ 9/ 2010.
8. التقارير والبيانات المالية الموحدة السنوية لشركة الإمارات للاتصالات المتكاملة من عام 2006-2010.

1. International Monetary Fund, 2011, United Arab Emirates: Selected Issues and Statistical Appendix, IMF Country Report No. 11/112.
2. International Monetary Fund, 2009, United Arab Emirates: 2008 Article IV Consultation- Staff Report; Staff Statement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion, IMF Country Report No. 09/124.

المراجع باللغة الانكليزية:

Books:

1. Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, Alan J, 2009, **Investments**, McGraw-Hill, Eighth Edition.
2. Brown, Keith C.; Reilly, Frank K., 2009, **Analysis of investments and management of portfolio**, South- Western, CENGAGE Learning, Ninth edition.
3. Damodaran, Aswath, 2002, **INVESTMENT VALUATION**, Second Edition.

4. Joehnk, Michael D; Gitman, Lawrenve J, 2003, **Fundamental of Investing**, Eighth Edition, Pearson/ Addison-Wesley, ISBN 0321200705, 9780321200709.

5. R.McConnell, Campbell; Brue, Stanley L., 2005, **Economics: Principles, Problems, and Policies**, McGraw-Hill, Irwin, international edition.

6. Mishkin, Frederic S., 2004, **The economies of Money, Banking, and Financial Markets**, seventh Edition.

7. NISSIM, DORON; PENMAN, STEPHEN H, 2003, **Financial Statement Analysis of Leverage and How It Informs About Profitability and Price-to-Book Ratios**, Kluwer Academic Publishers, Review of Accounting Studies, JEL Classification: M41, G32.

8. Palepu, Krishna G.; Healy, Paul M.; Bernard, Victor L.; Peek, Erik, 2007, **Business analysis and valuation**, IFRS Edition, Thomson Learning.

9. Parnell, John A, 2009, **Strategic Management: Theory and Practice**, ATOMIC dog PUBLISHING, Third Edition.

10. Penman, Stephen H., 2001, **Financial Statement Analysis and Security Valuation**, International Edition, McGraw-Hill Companies.

11. Reilly, Frank K, 2006, **Investment Analysis and Portfolio Management**, Thomson South-Western, ISBN 0-324-28903-0.

12. Ross, Stephen A; Westerfield, Randolph W; Jaffe, Jeffrey; Jordan, Bradford D, 2008, **Modern Financial Management**, McGraw-Hill, Eighth Edition.

13. Ross, Stephen A.; Westerfield, Randolph W.; Jordan, Bradford D., 2003, **Fundamentals of Corporate Finance**, Sixth Edition, McGraw-Hill Companies, ISBN: 0-390-31999-6.

Periodicals, Researches and Articles:

1. Abarbanell, Jeffery S; Bushee, Brian J, 1997, **Abnormal returns to a fundamental analysis strategy**, SSRN, Working Paper Series, JEL classification: G12.
2. Abdmoulah, Walid, 2009, **Testing the Evolving Efficiency of 11 Arab Stock Markets**.
3. Agarwal, Rajshree; Gort, Michael, 2002, **Firm and product life cycles and firm survival**.
4. Akintoye, Ishola Rufus, 2008, **Sensitivity of Performance to Capital Structure**, European Journal of Social Sciences – Volume 7, Number 1 (2008).
5. Alias, Nor Zahidi; Abd Rashid, Mohd Afzanizam; Chye, James Foo Kok, 2010, Economic Research: The Emirate of Dubai, MALAYSIAN RATING CORPORATION BERHAD, KDN No.: PP14787/11/2011(026546).
6. Amir, Eli; Kama, Itay; Livnat, Joshua, 2010, **Conditional versus unconditional persistence of RNOA components- implications for valuation,** SSRN, JEL Classification: G14, M41.
7. Baginski, Stephen P; Wahlen, James M, 2003, **Residual income Risk, intrinsic values, and share prices**, American Accounting Association, The Accounting Review, Vol. 78, No. 1.
8. Bernard, Victor L, 1995, **The feltham-ohlson framework: Implications for Empiricists**, Contemporary Accounting Research.
9. Brealey, Richard A.; Myers, Stewart C.; Marcus, Alan J., 2001, **Fundamentals of Corporate Finance**, Third Edition, McGraw-Hill Companies, ISBN 0-07-553109-7.

10. Breunsbach, Miriam, 2010, **Accruals and the prediction of EX post intrinsic values**, SSRN, Working Paper Series, JEL classification: M41, G14.
11. Chen, Nai-Fu; Roll, Richard; Ross, Stephen A, 1986, **Economic Forces and the Stock Market**, Journal of Business.
12. Clarke, Roger; McQueen, Grant, 2001, **FORECASTING FINANCIAL STATEMENTS: PROFORMA ANALYSIS**.
13. Cusumano, Michael; Kahl, Stev; Suarez, Fernando F., 2006, **product, process, and service: A new industry Life cycle Model**, Center of eBusiness.
14. Damodaran, Aswath,2003, **Value and Risk: Beyond Betas**, SSRN, Working Paper Series, JEL classification: G12, G39.
15. Dickinson, Victoria, 2011, **Cash flow patterns as a predictor of future operating income**, American Accounting Association, Annual Meeting.
16. Dickinson, Victoria, Draft 2010, **Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle**, E. H. Patterson School of Accountancy, University of Mississippi.
17. Dickinson, Victoria; Sommers, Gregory A., 2008, **Competitive advantages and the effect on future firm specific profitability**.
18. Dickinson, Victoria, 2006, **Future Profitability and the Role of Firm Life Cycle**, JEL Classification Code: L25.
19. Diebold, Francis X; Yilmaz, Kamil, 2008, **MACROECONOMIC VOLATILITY AND STOCK MARKET VOLATILITY, WORLDWIDE**, NBER WORKING PAPER SERIES, WP 14269.
20. Elleuch, Jaouida, 2009, **Fundamental Analysis Strategy and the Prediction of Stock Returns**, EuroJournals Publishing, International

Research Journal of Finance and Economics, ISSN 1450-2887, Issue 30 (2009), JEL Classification Codes: G11, G14.

21. ESPLIN, ADAM; HEWITT, MAX; PLUMLEE, MARLENE; YOHN, TERI LOMBARDI, 2010, **Disaggregating Operating and Financing Activities: Implications for Forecasts of Future Profitability**, SSRN, Working Paper Series, JEL classification: M41.
22. Fairfield, Patricia M; Ramnath, Sundaresh; Yohn, Teri Lombardi, 2005, **Does Industry-level Analysis Improve Profitability and Growth Forecasts?**, McDonough School of Business, Georgetown University.
23. Fama, Eugene F, French, Kenneth R, 2000, **Forecasting Profitability and Earnings**, Journal of Business, Vol. 73, No. 2.
24. Fama, Eugene F, French, Kenneth R, 1997, **Industry Cost of Equity**, Jornal of Financial Economics.
25. Feltham, Gerald A; Ohlson, James A, 1995, **valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities**, Contemporary Accounting Research Vol. 1, No. 2.
26. Frankel, R., Lee, C.M.C. (1998). **Accounting valuation, market expectation, and crosssectional stock returns**, Journal of Accounting and Economics 25, 283-319.
27. Garrod, Neil; Mramor, Dusan, 2004, **On Accounting Flows and Systematic Risk**, Southern African Business Review, Volume 8 Number 1, May 2004.
28. Giner, Begoña; Reverte, Carmelo, 2006, **The risk relevance of accounting data: Evidence from Spanish Firms**, Journal of International Financial Management & Accounting, Vol. 17, No.3.
29. Isidro, Helena; O'Hanlon, John; Young, Steven, 2006, **dirty surplus accounting flows and valuation errors**, A Journal of Accounting, Finance and Business Studies, Vol. 42, No. 3-4.

30. Jennergren, L. Peter, 2008, **A Tutorial on the Discounted Cash Flow Model for Valuation of Companies**, SSE/EFI Working Paper Series in Business Administration No. 1998:1.
31. Jensen, Michael C., 1986, **Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers**, American Economic Review, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
32. Khedhiri, Sami; Muhammad, Naeem, 2008, **Empirical Analysis of the UAE Stock Market Volatility**, EuroJournals Publishing, Inc. ISSN 1450-2887 Issue 15 (2008).
33. Khodadadi, Vali; Emami, Mohammad Reza, 2010, **Comparative Assessment of Feltham–Ohlson Sign-Oriented & Traditional Models**, International Research Journal of Finance and Economics, ISSN: 1450-2887 Issue 36 (2010), EuroJournals Publishing, Inc. 2010.
34. Khodadadi, Vali; Emami, Mohammad Reza, 2009, **Using panel data analysis method in Ohlson (1995) model to predicting abnormal earnings**, International Bulletin of Business Administration, ISSN: 1451-243X Issue 6 (2009), EuroJournals, Inc. 2009.
35. Lang, M.H., Lundholm, R.J., 1996, **Corporate disclosure policy and analyst behavior**, The Accounting Review 71 (4), 467-492.
36. Liu, Jing; Ohlson, James A, 1999, **The Feltham-Ohlson (1995) model: empirical implications**, Journal of Accounting, Auditing & Finance.
37. Lundholm, Russell; O'Keefe, Terry, 2000, **Reconciling Value Estimates from the Discounted Cash Flow Model and the Residual Income Model**.
38. Lundholm, Russell J, 1995, **A tutorial on the ohlson and Feltham/Ohlson models: answers to some frequently asked questions**, Contemporary Accounting Research Vol. 11 No.2.

39. McNamara, Ray; Duncan, Keith, 1995, **Firm performance and macro-economic variables**, Bond University, School of Business, Discussion Paper NO 59.

40. McVay, Sarah Elizabeth, 2006, **Earnings Management Using Classification Shifting: An Examination of Core Earnings and Special Items**, THE ACCOUNTING REVIEW, Vol. 81 No. 3, pp. 501-531.

41. Mtulia, Y.I. T., 2009, **On the Efficient Market Equilibrium and the Pricing of Equities: A Fundamental Approach to Market Efficiency**, ssrn 1445012.

42. Nekrasov, Alexander; Shroff, Pervin K, 2006, **Fundamentals-Based Risk Measurement in Valuation**, Financial Accounting and Reporting Section, American Accounting Association.

43. NISSIM, DORON; PENMAN, STEPHEN H, 2001, **Ratio Analysis and Equity Valuation: From Research to Practice**, Review of Accounting Studies, 6, 109-154, Kluwer Academic Publishers.

44. O'Brien, Thomas J, 2006, **RISK MANAGEMENT AND THE COST OF CAPITAL FOR OPERATING ASSETS**, Journal of Applied Corporate Finance.

45. Ohlson, James A, 1995, **Earnings, book values, and dividends in equity valuation**, Contemporary Accounting Research Vol. 11 No. 2.

46. Parienté, Frédéric, 2003, **Revisiting Ohlson's Equity Valuation Model,** Université Paris IX Dauphine.

47. Penman, Stephen H; Zhang, Xiao-Jun, 2006, **Modeling Sustainable Earnings and P/E Ratios with Financial Statement Analysis**.

48. Sirbu, Carmen Gabriela, 2005, **Measuring the risk of firms with sensitivity analysis,** Danubius University, Romania, Working Paper Series, JEL classification: M40, D24, D61.

49. Smith, Jeffrey W; Selway, James P; McCormick, Timothy, 1998, **The Nasdaq Stock Market: Historical Background and Current Operation**, NASD Working Paper 98-01.

50. Soliman, Mark T., 2004, **using Industry-Adjusted Du Pont analysis to predict future profitability**, JEL classification: M4.

51. Sourial ,Maged Shawky, 2002, **Monetary policy and its Impact on the Stock market: the Egyptian case**.

52. Spence, A. Michael, 1981, **The Learning Curve and Competition**, The Bell Journal of Economics, Vol. 12, No. 1 (Spring, 1981), pp. 49-70.

53. Spence, A. Michael, 1979, **"Investment strategy and growth in a new market"**, Bell Journal of Economics 10, 1-19.

54. Spence, A. Michael, 1977, "**Entry, capacity, investment, and oligopolistic pricing",** Bell Journal of Economics 8, 534-544.

55. Stierwald, Andreas, 2009, **Determinants of Firm Profitability – The Effect of Productivity and its Persistence**, Melbourne Institute for Applied Economic and Social Research, University of Melbourne, JEL Classification: C23, D24, L25.

56. Tian, Yao, 2009, **The impact of expectations manipulation in the usefulness of analyst forecast in firm valuation**, SSRN, Working Paper Series, JEL classification: M41, G14.

57. Wernerfelt, Birger, 1985, **The dynamics of prices and market shares over the product life cycle**, Management Science 31, 928-939.

المواقع الإلكترونية:

1. http://www.adx.ae
2. http://www.dfm.ae
3. http://www.nasdaqomx.com
4. http://www.borsedubai.ae
5. https://www.jpmorganfunds.com

6. http://www.mubasher.info
7. http://امارات.الاتصالات-تنظيم-هيئة/latest_statistics-A.php
8. http://www.centralbank.ae/index.php
9. http://www.sca.gov.ae/Arabic/Pages/default.aspx
10. http://www.uaestatistics.gov.ae/Home/tabid/38/Default.aspx

الملحق رقم (1)

قيم مؤشرات سوق دبي المالي، وسوق أبو ظبي للأوراق المالية، ومؤشر ناسداك، ومؤشر S&P500

التاريخ	مؤشر S&P500	مؤشر سوق دبي	مؤشر سوق أبو ظبي	NASDAQ Composite index (IXIC)
01/12/2010	1206.07	1687.92	2,745.58	2,549.43
01/11/2010	1184.38	1781.92	2,803.42	2,504.84
01/10/2010	1146.24	1694.64	2,674.70	2,370.75
01/09/2010	1080.29	1486.52	2,491.65	2,176.84
02/08/2010	1125.86	1509.63	2,536.83	2,295.36
01/07/2010	1027.37	1469.98	2,509.56	2,101.36
01/06/2010	1070.71	1531.15	2,552.99	2,222.33
03/05/2010	1202.26	1736.61	2,795.38	2,498.74
01/04/2010	1178.1	1859.96	2,859.57	2,402.58
01/03/2010	1115.71	1596.79	2,724.56	2,273.57
01/02/2010	1089.19	1624.75	2,665.04	2,171.20
04/01/2010	1132.99	1817.13	2,758.09	2,308.42
01/12/2009	1108.86	1831.48	2,573.02	2,175.81
02/11/2009	1042.88	2185.29	2,977.69	2,049.20
01/10/2009	1029.85	2194.64	3,137.99	2,057.48
01/09/2009	998.04	1895.69	2,912.81	1,968.89
03/08/2009	1002.63	1885.38	2,838.80	2,008.61
01/07/2009	923.33	1810.15	2,628.78	1,845.72
01/06/2009	942.87	1919.6	2,685.18	1,828.68
01/05/2009	877.52	1585.02	2,518.79	1,719.20
01/04/2009	811.08	1564.19	2,441.28	1,551.60
02/03/2009	700.82	1531.33	2,454.63	1,322.85
02/02/2009	825.44	1472.96	2,193.68	1,494.43

1,632.21	2,525.67	1763.2	931.8	02/01/2009
1,398.07	2,754.48	1974.9	816.21	01/12/2008
1,726.33	3,357.34	2907.06	966.3	03/11/2008
2,069.40	3,769.84	3844.27	1161.06	01/10/2008
2,349.24	4,350.68	4715.73	1277.58	02/09/2008
2,310.96	4,954.73	5410.23	1260.31	01/08/2008
2,304.97	5,043.36	5540.17	1284.91	01/07/2008
2,491.53	5,092.87	5813.04	1385.67	02/06/2008
2,480.71	5,024.85	5815.53	1409.34	01/05/2008
2,362.75	4,614.20	5433.62	1370.18	01/04/2008
2,258.60	4,769.68	5777.84	1331.34	03/03/2008
2,413.36	4,688.14	5785.89	1395.42	01/02/2008
2,609.63	4,627.01	6003.35	1447.16	02/01/2008
2,637.13	4,267.59	5459.33	1472.42	03/12/2007
2,794.83	4,341.61	5346.69	1508.44	01/11/2007
2,740.99	3,612.40	4245.56	1547.04	01/10/2007
2,630.24	3,462.14	4271.52	1489.42	04/09/2007
2,553.87	3,445.83	4238.4	1465.81	01/08/2007
2,632.30	3,587.44	4443.41	1519.43	02/07/2007
2,613.92	3,601.00	4489.8	1536.34	01/06/2007
2,531.53	3,043.50	3870.47	1486.3	01/05/2007
2,422.26	2,853.13	3661.13	1424.55	02/04/2007
2,404.21	3,070.97	4140.81	1403.17	01/03/2007
2,468.38	2,947.48	4153.53	1445.94	01/02/2007
2,423.16	3,004.14	4158.24	1416.6	03/01/2007

الملحق الثاني

القوائم المالية السنوية المعاد ترتيبها لمؤسسة اتصالات

قائمة المركز المالي (المبالغ بآلاف الدراهم) مؤسسة الإمارات للاتصالات									
البيان	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010
الأصول التشغيلية:									
قصيرة الأجل									
الرصيد بالبنك والصندوق		7,916,789	7,801,763	9,658,510	10,304,033	9,432,564	11,294,868	11,309,185	10,276,744
مدينون تجاريون وذمم مدينة أخرى (والدفعات المسبقة وكذلك مبالغ مستحقة من شركات زميلة ومشاريع مشتركة)		752,894	1,568,799	3,115,976	2,812,173	3,740,203	5,438,708	7,638,302	8,448,082
مبالغ مستحقة من إدارات اتصالات أخرى		102,557	141,496	350,946	315,118	210,470	495,380	331,173	260,624
المخـزون		94,010	86,386	104,545	65,857	147,859	183,273	272,410	316,261
المجموع	6,546,362	8,866,250	9,598,444	13,229,977	13,497,181	13,531,096	17,412,229	19,551,070	19,301,711
طويلة الأجل									
الأصول الثابتـة		8,669,399	8,605,542	8,480,300	8,495,580	11,128,933	13,100,969	17,585,386	20,675,359
أصول غير ملموسة					-	14,664,998	16,203,718	16,778,388	15,550,301
تراخيص					11,230,398				
موجودات ضرائب مؤجلة							101,356	136,491	361,465

الاستثمـارات (مطروحا منها استثمارات في صكوك دبي وصكوك مشاركة واستثمار في بنك الخرطوم واستثمارات متاحة للبيع)		315,556	2,044,100	2,343,208	11,989,141	13,501,906	15,264,092	15,722,411	16,165,069
المجموع	9,497,612	8,984,955	10,649,642	10,823,508	31,715,119	39,295,837	44,670,135	50,222,676	52,752,194
مجموع الأصول التشغيلية	16,043,974	17,851,205	20,248,086	24,053,485	45,212,300	52,826,933	62,082,364	69,773,746	72,053,905
الالتزامات التشغيلية:									
<u>قصيرة الأجل</u>									
دائنون تجاريون وذمم دائنة أخرى (والمستحقات)		4,344,462	4,829,111	6,227,544	8,568,450	15,176,425	18,684,813	19,389,237	20,078,214
مبالغ مستحقة لإدارات اتصالات أخرى		886,537	1,041,712	1,049,330	932,494				
مبالغ مستحقة الدفع لشراء استثمار ورخص					978,883	1,013,334	2,002,465	2,902,961	2,956,017
التزامات ضريبية مؤجلة					–				
مخصصات						52,770	6,815	60,086	181,961
المجموع	5,000,000	5,230,999	5,870,823	7,276,874	10,479,827	16,242,529	20,694,093	22,352,284	23,216,192
<u>طويلة الأجل</u>									
مبالغ مستحقة الدفع لشراء استثمارات ورخص					2,936,653	1,804,626	944,942	42,318	19,841
مخصص مكافأة نهاية خدمة الموظفين		369,058	402,558	416,832	440,295	533,808	791,198	882,334	834,283
مطلوبات ضرائب مؤجلة						157,317	326,007	538,464	772,499
الجزء غير المتداول من الدائنين						756,220	857,691	2,118,289	1,089,769

مخصصات								23,711	39,894	88,544
المجموع	300,000	369,058	402,558	416,832	3,376,948	3,269,324	2,943,549	3,621,299	2,804,936
مجموع الالتزامات التشغيلية	5,300,000	5,600,057	6,273,381	7,693,706	13,856,775	19,511,853	23,637,642	25,973,583	26,021,128
صافي الأصول التشغيلية	10,743,974	12,251,148	13,974,705	16,359,779	31,355,525	33,315,080	38,444,722	43,800,163	46,032,777
الأصول التمويلية:									
قصيرة الأجل									
إيجارات تمويلية مدينة						10,464	10,977	11,515	12,080
قروض لشركات زميلة		16,485	6,980	8,868	56,270				
الاستثمارات (مدرجة ضمن الأصول طويلة الأجل ولكن لإمكانية بيعها بسهولة لذلك تمَّ إدراجها ضمن تمويلية قصيرة الأجل)		0	128,590	229,717	229,717	710,769	602,338	493,507	517,140
المجموع		16,485	135,570	238,585	285,987	721,233	613,315	505,022	529,220
طويلة الأجل									
الاستثمارات									
استثمارات عقارية							175,700	162,800	47,910
إيجارات تمويلية مدينة						47,245	36,268	24,753	12,673
سلف لشركات زميلة							10,287	912,275	
قروض لشركات زميلة				35,472	410,175				2,963,422

قروض مستحقة من شركات زميلة									
المجموع		0	0	35,472	410,175	47,245	222,255	1,099,828	3,024,005
مجموع الأصول التمويلية	0	16,485	135,570	274,057	696,162	768,478	835,570	1,604,850	3,553,225
الالتزامات التمويلية:									
قصيرة الأجل									
قروض بنكية									
قرض قصير الأجل من شركاء استثمار					1,537,426				
توزيعات أربـاح مقترحـة		750,000	825,000	907,500	1,588,125				
قروض						343,000	722,305	1,079,387	1,195,071
التزامات إيجار تمويلي						22,493		56,709	66,725
المجموع	616,959	750,000	825,000	907,500	3,125,551	365,493	722,305	1,136,096	1,261,796
طويلة الأجل									
قروض بنكية					6,980,600				
سلفة من شركاء استثمار					551,059				
قروض من شركاء استثمار									
قروض						5,387,343	2,644,420	3,421,704	5,204,599

أدوات مالية مشتقة								333,134	382,145
التزامات إيجار تمويلي								124,781	172,137
المجموع		0	0	0	7,531,659	5,387,343	2,938,225	3,879,619	5,758,881
مجموع الالتزامات التمويلية	616,959	750,000	825,000	907,500	10,657,210	5,752,836	3,660,530	5,015,715	7,020,677
صافي الالتزامات التمويلية		733,515	689,430	633,443	9,961,048	4,984,358	2,824,960	3,410,865	3,467,452
صافي الأصول التشغيلية مطروحاً منها صافي الالتزامات التمويلية		11,517,633	13,285,275	15,726,336	21,394,477	28,330,722	35,619,762	40,389,298	42,565,325
حقوق المساهمين:									
رأس المـال	3,000,000	3,000,000	3,300,000	3,630,000	4,537,500	4,991,250	5,989,500	7,187,400	7,906,140
مجموع الاحتياطيات	7,130,000	8,500,000	9,950,000	12,020,000	14,418,604	19,222,145	22,887,502	26,636,679	28,036,163
مكسب ناتج عن تخفيض استثمار في شركة زميلة (تم دمجها في قائمة حقوق الملكية ضمن احتياطي إعادة تقييم الاستثمارات)					163,425				
الأربـاح غير الموزعـة	15,015	17,633	35,275	76,306	67,168	2,248,013	2,554,971	2,567,530	2,773,622
مجموع حقوق المساهمين	10,145,015	11,517,633	13,285,275	15,726,306	19,186,697	26,461,408	31,431,973	36,391,609	38,715,925
حقوق الأقلية				30	2,207,780	1,869,314	4,187,789	3,997,689	3,849,400
مجموع حقوق الملكية	10,145,015	11,517,633	13,285,275	15,726,336	21,394,477	28,330,722	35,619,762	40,389,298	42,565,325

قائمة الدخل (المبالغ بآلاف الدراهم) مؤسسة الإمارات للاتصالات									
البيان		31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010
الايـرادات الصافية		8,004,235	9,225,747	10,433,779	12,865,894	16,290,257	21,339,852	29,359,666	31,334,387	31,929,488
أربـاح التشغيل بعد حق الامتياز		2,367,945	2,801,014	3,297,862	3,975,529	5,595,885	6,609,551	6,551,962	8,814,963	6,996,442
الدخل التشغيلي قبل الضرائب		2,367,945	2,801,014	3,297,862	3,975,529	5,595,885	6,609,551	6,551,962	8,814,963	6,996,442
يطرح: الضرائب على الدخل التشغيلي		0	0	0	0	0	(122,296)	(187,007)	(243,792)	(100,406)
	ضرائب مؤجلة وحالية						(122,296)	(187,007)	(243,792)	(100,406)
	المنفعة الضريبية المتحققة من خصم نفقات الفائدة من الدخل *									
الدخل التشغيلي بعد الضرائب		2,367,945	2,801,014	3,297,862	3,975,529	5,595,885	6,487,255	6,364,955	8,571,171	6,896,036
يضاف (يطرح) صافي الإيرادات (النفقات) التمويلية بعد الضريبة		90,411	71,604	119,780	280,502	214,012	233,171	(148,446)	11,562	532,742
	إيرادات التمويل	90,411	71,604	119,780	280,502	475,704	736,310	415,340	583,055	917,578
	تكلفة التمويل					(261,692)	(503,139)	(563,786)	(571,493)	(384,836)
	مضاف لها المنفعة الضريبية المتحققة من خصم نفقات الفائدة									
الربح الناتج عن استبعاد حصص في شركة زميلة								1,783,686		
تأثير التغير من مشروع مشترك إلى شركة تابعة							487,209			
أرباح الفترة المستحقة للمساهمين		2,458,356	2,872,618	3,417,642	4,256,031	5,859,747	7,296,644	8,510,834	8,836,346	7,630,750

* ضرائب الدخل على شركات الاتصالات في دولة الإمارات هي 0% لذا فإن الضرائب الحالية والمؤجلة هي تلك المفروضة على المجموعة خارج حدود الدولة

قائمة التغيرات في حقوق الملكية (المبالغ بآلاف الدراهم) مؤسسة الإمارات للاتصالات													
البيـــان	رأس المال	احتياطي التطوير	احتياطي استبدال الأصول	احتياطي نظامي	احتياطي صرف عملة أجنبية	الاحتياطي العام	احتياطي إعادة تقييم استثمارات	مكسب ناتج عن تخفيض استثمار في شركة زميلة	أرباح غير موزعة	مجموع حقوق ملكية المساهمين	حقوق الأقلية	المجموع	مجموع الاحتياطيات
الرصيد كما في تاريخ 1/1/2003	3,000,000	2,000,000	2,050,000			3,080,000			15,015	10,145,015		10,145,015	7,130,000
ربح السنة									2,872,618	2,872,618		2,872,618	
محول للاحتياطيات	0	300,000	350,000			720,000			(1,370,000)	0		0	
توزيعات الأرباح –	0	0	0			0			(1,500,000)	(1,500,000)		(1,500,000)	
الرصيد كما في 1/1/2004	3,000,000	2,300,000	2,400,000			3,800,000			17,633	11,517,633		11,517,633	8,500,000
ربح السنة									3,417,642	3,417,642		3,417,642	
محول للاحتياطيات	0	500,000	500,000			750,000			(1,750,000)	0		0	
إصدار أسهم المنحة لعدد 30 مليون سهم مدفوعة بالكامل قيمة السهم 10 درهم	300,000	0	0			(300,000)			0	0		0	
توزيعات الأرباح									(1,650,000)	(1,650,000)		(1,650,000)	
الرصيد كما في 1/1/2005	3,300,000	2,800,000	2,900,000			4,250,000			35,275	13,285,275		13,285,275	9,950,000
ربح السنة									4,256,031	4,256,031		4,256,031	
محول للاحتياطيات	0	500,000	500,000			1,400,000			(2,400,000)	0		0	
إصدار أسهم المنحة لعدد 330 مليون سهم مدفوعة بالكامل قيمة السهم درهم واحد	330,000	0	0			(330,000)			0	0		0	

توزيعات الأرباح	0	0	0				0			0	0	(1,815,000)	(1,815,000)
مساهمات الأقلية											30	30	0
الرصيد كما في 1/1/2006	3,630,000	3,300,000	3,400,000				5,320,000			76,306	15,726,306	30	15,726,306	12,020,000
ربح السنة										5,859,747	5,859,747	(49,850)	5,809,897	
مساهمات الأقلية											0	2,175,321	2,175,321	
محول للاحتياطيات		800,000	800,000				1,546,250			(3,146,250)	0		0	
إصدار أسهم المنحة لعدد 907.5 مليون سهم مدفوعة بالكامل قيمة السهم درهم واحد	907,500	0	0				(907,500)			0	0		0	
توزيعات الأرباح –										(2,722,500)	(2,722,500)		(2,722,500)	
فروقات صرافة العملة عند تحويل عمليات خارجية								159,719			159,719	82,279	241,998	
مكسب ناتج عن تخفيض استثمار في شركة زميلة					163,425						163,425		163,425	
تحويل إلى الاحتياطي النظامي									135	(135)	0		0	
الرصيد كما في 1/1/2007	4,537,500	4,100,000	4,200,000		163,425		5,958,750	159,719	135	67,168	19,186,697	2,207,780	21,394,477	14,418,604
ربح السنة										7,296,644	7,296,644	(576,218)	6,720,426	
أثر التحول من شركات زميلة إلى شركات تابعة							(147,924)			487,209	339,285	175,403	514,688	
محول للاحتياطيات		900,000	924,000				3,003,273			(4,827,273)	0		0	
إصدار أسهم المنحة لعدد 453.750 مليون سهم مدفوعة بالكامل قيمة السهم درهم واحد	453,750						(453,750)				0		0	

توزيعات الأرباح –				(2,994,750)	(2,994,750)							(2,994,750)	
فروقات صرف عملات أجنبية لعمليات خارجية					229,110			229,110				62,349	291,459
مكسب ناتج عن تخفيض استثمار في شركة زميلة				2,222,338	2,222,338								2,222,338
تحويل إلى الاحتياطي النظامي				(3,273)	0				3,273				0
الرصيد كما في 1/1/2008	4,991,250	5,000,000	5,124,000	3,408	388,829	8,360,349	345,559			2,248,063	26,461,458	1,869,314	28,330,772	19,222,145
مجموع الدخل الشامل للسنة					(121,806)		(214,587)	8,510,834	8,174,441	(572,495)	7,601,946		
تحركات أخرى في حقوق الملكية غير المسيطرة									0	3,185,820	3,185,820		
محول للاحتياطيات		1,000,000	1,000,000			3,000,000		(5,000,000)	0		0		
تحركات أخرى في حقوق الملكية								40,436	40,436		40,436		
إصدار خيار الشراء									0	(292,600)	(292,600)		
إصدار أسهم المنحة لعدد 998.250 مليون سهم مدفوعة بالكامل قيمة السهم درهم واحد	998,250					(998,250)			0		0		
توزيعات أرباح								(3,244,312)	(3,244,312)	(2,250)	(3,246,562)		
الرصيد كما في 1/1/2009	5,989,500	6,000,000	6,124,000	3,408	267,023	10,362,099	130,972	2,555,021	31,432,023	4,187,789	35,619,812	22,887,502	
مجموع الدخل الشامل للسنة					5,759		10,706	8,836,346	8,852,811	(205,189)	8,647,622		
تحركات أخرى في حقوق الملكية غير المسيطرة									0	15,089	15,089		

محول للاحتياطيات		950,000	974,000	3,306		3,003,306			(4,930,612)	0		0	
إصدار أسهم المنحة لعدد 11979 مليون سهم مدفوعة بالكامل قيمة السهم درهم واحد	1,197,900					(1,197,900)				0		0	
توزيعات أرباح									(3,893,175)	(3,893,175)		(3,893,175)	
الرصيد كما في 1/1/2010	7,187,400	6,950,000	7,098,000	6,714	272,782	12,167,505	141,678		2,567,580	36,391,659	3,997,689	40,389,348	26,636,679
ربح السنة									7,630,750	7,630,750	(201,972)	7,428,778	
الدخل الشامل الآخر					(263,353)		341			(263,012)	(88,581)	(351,593)	
الاستحواذ على حقوق الملكية غير المسيطرة									(467,515)	(467,515)	132,474	(335,041)	
تحركات أخرى في حقوق الملكية غير المسيطرة									(70,585)	(70,585)	9,790	(60,795)	
محول للاحتياطيات		700,000	724,000	3,618		953,618			(2,381,236)	0		0	
خسارة حصة في شركات تابعة									(13,197)	(13,197)		(13,197)	
إصدار أسهم المنحة لعدد 7187 مليون سهم مدفوعة بالكامل قيمة السهم درهم واحد	718,740					(718,740)				0		0	
توزيعات أرباح									(4,492,125)	(4,492,125)		(4,492,125)	
الرصيد كما في 1/1/2011	7,906,140	7,650,000	7,822,000	10,332	9,429	12,402,383	142,019		2,773,672	38,715,975	3,849,400	42,565,375	28,036,163

قائمة التدفقات النقدية (المبالغ بآلاف الدراهم) مؤسسة الإمارات للاتصالات									
البيان		31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010
التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية قبل التغيرات في رأس المال العامل *		2,765,917	4,263,715	4,744,704	5,624,870	6,718,473	8,361,871	9,365,161	10,364,370	9,467,031
النقص/ (الزيادة) في رأس المال العامل			600,141	(207,396)	(368,705)	1,790,277	2,512,455	1,231,283	(239,675)	(1,660,475)
	التغيرات في النقد ومرادفات النقد (الزيادة)/ أو النقص	(214,045)	(2,445,453)	115,026	(1,856,747)	(403,525)	1,062,716	(2,052,465)	53,339	1,418,435
صافي النقد الناتج من الأنشطة التشغيلية		2,551,872	2,418,403	4,652,334	3,399,418	8,105,225	11,937,042	8,543,979	10,178,034	9,224,991
مطروحاً منه:										
صافي التدفقات النقدية للأنشطة الاستثمارية (الأصول التشغيلية)		(1,051,872)	(997,172)	(3,078,029)	(1,808,933)	(17,492,113)	(6,830,375)	(5,789,391)	(7,093,310)	(6,118,418)
	الاستحواذ على شركات زميلة وتابعة (صافي من النقد)							(1,779,280)		
	الاستحواذ على استثمارات أخرى								(9,053)	(23,292)
	شراء شركة تابعة (صافي من النقد المستحوذ)					–	(754,466)	(231,297)	(320,391)	(335,041)
	رسوم تراخيص مسددة					(11,236,127)	(126,696)			
	الاستثمارات المشتراة خلال الفترة /السنة			(1,714,300)	(550,420)	(4,823,902)	(2,488,938)	(117,619)		
	صافي مشتريات الأصول الثابتة/ أصول غير ملموسة (صافي)	(1,051,872)	(997,172)	(1,363,729)	(1,258,513)	(1,432,084)	(3,460,275)	(3,661,195)	(6,763,866)	(5,760,085)
يعادل : التدفق النقدي الحر		1,500,000	1,421,231	1,574,305	1,590,485	(9,386,888)	5,106,667	2,754,588	3,084,724	3,106,573

ويعادل النقد المدفوع للأنشطة التمويلية		(1,500,000)	(1,421,231)	(1,574,305)	(1,590,485)	9,386,888	(5,106,667)	(2,754,588)	(3,084,724)	(3,106,573)
	الاستثمارات المشتراة خلال الفترة /السنة			128,590	101,127					
	المتحصل من بيع استثمارات									
	أنصبة أرباح مقبوضة					259,796	194,931			
	سداد قسط من قرض مقدم لشركة زميلة		7,165							
	قرض مقدم الى شركات حليفة			0						
	إيرادات فوائد		71,604	119,780	280,502	475,704	622,715			
	عائدات استبعاد اسهم في شركة زميلة							2,324,993		
	إيرادات توزيعات أرباح مستلمة من شركات زميلة واستثمارات أخرى							136,371	244,860	335,936
	عائدات استحقاق استثمارات محتفظ بها لتاريخ الاستحقاق								128,590	
	سلف مقدمة إلى شركات زميلة								(644,916)	
	إيرادات تمويلية مقبوضة							425,804	594,032	929,093
	مبالغ مستحقة (إلى)/ من شركات زميلة						1,174,579			
	قروض لشركات زميلة (صافي)				(44,340)	(422,105)				(1,735,469)
	سلفة/ قروض من شركاء استثمار (صافي بعد التسديد)					2,088,485	57,804			
	تسديدات قروض بنكية (صافي)						(4,131,956)	(4,159,485)		

	المتحصل من قروض بنكية							1,994,939		
	مساهمات حقوق الأقلية							124,165	15,089	
	تكلفة التمويل المسددة							(443,462)	(400,618)	(288,635)
	أقساط قروض مسددة من قبل شركات زميلة			9,505	6,980			130,495		
	توزيعات أرباح مدفوعة		(1,500,000)	(1,575,000)	(1,732,500)	(2,041,875)	(2,835,938)	(3,244,312)	(3,893,175)	(4,492,125)
	مقبوضات من سلف أخرى							180,665		
	مقبوضات من قروض والتزامات الإيجارات التمويلي								1,431,775	2,939,899
	تسديدات قروض والتزامات الإيجارات التمويلي								(560,361)	(747,803)
	سداد الأسهم الممتازة في شركة تابعة									(47,469)

*مع الأخذ بالاعتبار التغيرات في النقد ومرادفات النقد (الزيادة)/ أو النقص

الملحق الثالث

القوائم المالية السنوية المعاد ترتيبها لشركة الإمارات للاتصالات المتكاملة

قائمة المركز المالي (المبالغ بآلاف الدراهم) شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة (دو)					
البند	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010
الأصول التشغيلية:					
قصيرة الأجل					
النقد وما يعادله	1,646,278	89,226	1,275,611	869,264	2,785,478
حسابات مدينة	132,286	393,517	599,445	900,865	1,122,401
ذمم مدينة أخرى	72,696	72,626	106,275	103,961	418,369
مستحق من أطراف ذات علاقة	38,171	111,994	153,844	163,847	94,336
مبالغ مدفوعة مقدماً	44,207	50,816	114,043	142,096	199,508
رسوم مؤجلة	13,300	167	113	5,923	4,387
مخزون	6,111	36,423	52,962	38,931	47,300
المجموع	1,953,049	754,769	2,302,293	2,224,887	4,671,779
طويلة الأجل					
ممتلكات وآلات ومعدات	1,206,781	2,465,877	4,283,727	6,107,216	6,689,267
برامج تكنولوجيا المعلومات	180,997	348,252	425,543	450,220	423,846
رسوم رخصة الاتصالات	119,128	112,904	106,678	100,452	94,226
حق استخدام غير قابل للإلغاء	125,848	117,220	108,650	100,080	91,510
الشهرة التجارية	549,050	549,050	549,050	549,050	549,050
المجموع	2,181,804	3,593,303	5,473,648	7,307,018	7,847,899
مجموع الأصول التشغيلية	4,134,853	4,348,072	7,775,941	9,531,905	12,519,678
الالتزامات التشغيلية:					
قصيرة الأجل					
أوراق الدفع				142,868	
مستحقات لطرف ذي علاقة			11,080	54,287	78,109
حسابات دائنة ومستحقات	540,102	1,692,498	2,425,054	3,479,687	3,209,773

المجموع	540,102	1,692,498	2,436,134	3,676,842	3,287,882
طويلة الأجل					
رسوم دائنة	197,112	133,518			
تعويضات نهاية الخدمة	6,562	16,246	49,972	63,523	77,714
المجموع	203,674	149,764	49,972	63,523	77,714
مجموع الالتزامات التشغيلية	743,776	1,842,262	2,486,106	3,740,365	3,365,596
صافي الأصول التشغيلية	3,391,077	2,505,810	5,289,835	5,791,540	9,154,082
الأصول التمويلية:					
قصيرة الأجل					
المجموع					
طويلة الأجل					
المجموع					
مجموع الأصول التمويلية	0	0	0	0	0
الالتزامات التمويلية:					
قصيرة الأجل					
قروض قصيرة الأجل					
سحوبات مصرفية على المكشوف			4,901		
الجزء المحول من التمويل طويل الأجل					3,153,580
المجموع	0	0	4,901	0	3,153,580
طويلة الأجل					
قروض طويلة الأجل			2,775,000	3,000,000	904,735
المجموع	0	0	2,775,000	3,000,000	904,735
مجموع الالتزامات التمويلية	0	0	2,779,901	3,000,000	4,058,315
صافي الالتزامات التمويلية	0	0	2,779,901	3,000,000	4,058,315
صافي الأصول التشغيلية مطروحاً منها صافي الالتزامات التمويلية	3,391,077	2,505,810	2,509,934	2,791,540	5,095,767
حقوق المساهمين:					
رأس المال	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,571,429

علاوة أسهم					393,504
الخسائر المتراكمة	(608,923)	(1,494,190)	(1,490,478)	(1,252,767)	(73,379)
الاحتياطي القانوني			412	26,825	157,868
احتياطي الدفعات على أساس الأسهم				17,482	46,345
مجموع حقوق الملكية	3,391,077	2,505,810	2,509,934	2,791,540	5,095,767

قائمة الدخل (المبالغ بآلاف الدراهم) شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة (دو)						
البند		31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010
الإيرادات		434,025	1,537,368	3,950,936	5,338,699	7,074,097
تكلفة المبيعات		(208,357)	(679,399)	(1,439,539)	(1,831,347)	(2,473,791)
إجمالي الأرباح		225,668	857,969	2,511,397	3,507,352	4,600,306
المصروفات العمومية والإدارية		(956,417)	(1,787,798)	(2,615,670)	(3,044,490)	(3,306,525)
مصروفات ما قبل التأسيس		24,454				
التغير في تقدير رسوم حق الامتياز للسنوات السابقة						268,248
رسوم حق الامتياز				(4,124)	(264,124)	(183,915)
يطرح: الضرائب على الدخل التشغيلي		0	0	0	0	0
	ضرائب مؤجلة وحالية					
	المنفعة الضريبية المتحققة من خصم نفقات الفائدة من الدخل					
الدخل التشغيلي بعد الضرائب		(755,203)	(929,829)	(108,397)	198,738	1,378,114
يضاف (يطرح) صافي الإيرادات (النفقات) التمويلية بعد الضريبة		146,280	44,562	3,335	(6,717)	(51,337)
	إيرادات التمويل	146,280	44,562	12,399	6,281	50,862
	تكلفة التمويل			(9,064)	(12,998)	(102,199)
	مضاف لها المنفعة الضريبية المتحققة من خصم نفقات الفائدة					
إيرادات (مصروفات) أخرى				109,186	72,103	(16,346)
أرباح الفترة المستحقة للمساهمين		(608,923)	(885,267)	4,124	264,124	1,310,431

* ضرائب الدخل على شركات الاتصالات في دولة الإمارات هي 0%

قائمة التغيرات في حقوق الملكية (المبالغ بآلاف الدراهم) شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة (دو)						
البيان	رأس المال	علاوة أسهم	الدفعات على أساس الأسهم	الخسائر المتراكمة	تحويل إلى الاحتياطي القانوني	الإجمالي
رأس المال المدفوع	4,000,000					4,000,000
خسائر الفترة				(608,923)		(608,923)
الرصيد كما في 1/1/2007	4,000,000			(608,923)		3,391,077
خسائر الفترة				(885,267)		(885,267)
الرصيد كما في 1/1/2008	4,000,000			(1,494,190)		2,505,810
أرباح الفترة				4,124		4,124
تحويل إلى الاحتياطي القانوني				(412)	412	
الرصيد كما في 1/1/2009	4,000,000			(1,490,478)	412	2,509,934
أرباح الفترة				264,124		264,124
الدفعات على أساس الأسهم			17,482			17,482
المحول للاحتياطي القانوني				(26,413)	26,413	
الرصيد كما في 1/1/2010	4,000,000		17,482	(1,252,767)	26,825	2,791,540
إصدار أسهم إضافية	571,429					571,429
علاوة أسهم		393,504				393,504
أرباح الفترة				1,310,431		1,310,431
تحويل إلى مخصص الدفع على أساس الأسهم			28,863			28,863
المحول للاحتياطي القانوني				(131,043)	131,043	0
الرصيد كما في 1/1/2011	4,571,429	393,504	46,345	(73,379)	157,868	5,095,767

قائمة التدفقات النقدية (المبالغ بآلاف الدراهم) شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة (دو)						
البيان		31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010
التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية قبل التغيرات في رأس المال العامل *		(547,625)	(594,870)	542,106	843,576	2,151,051
النقص/ (الزيادة) في رأس المال العامل		191,973	66,494	(34,047)	129,236	(564,027)
	التغيرات في النقد ومرادفات النقد (الزيادة)/ أو النقص	(1,646,278)	1,557,052	(1,181,484)	401,446	(1,916,214)
صافي النقد الناتج من الأنشطة التشغيلية		(2,001,930)	1,028,676	(673,425)	1,374,258	(329,190)
مطروحاً منه:						
صافي التدفقات النقدية للأنشطة الاستثمارية (الأصول التشغيلية)		(2,143,303)	(1,072,038)	(2,202,794)	(1,767,783)	(1,500,159)
	شراء ممتلكات وآلات ومعدات	(775,619)	(874,523)	(2,032,777)	(1,623,824)	(1,372,424)
	المتحصلات من استبعاد الممتلكات والآلات والمعدات			99		1,193
	حيازة أعمال خلال الفترة	(1,133,237)				
	شراء برامج حاسب آلي (تكنولوجيا المعلومات)	(189,759)	(172,615)	(132,766)	(94,159)	(128,928)
	دفعات لرسوم رخصة الاتصالات	(12,450)	(24,900)	(37,350)	(49,800)	
	دفعات لحق الاستخدام غير القابل للإلغاء	(32,238)				
يعادل : التدفق النقدي الحر		(4,145,233)	(43,362)	(2,876,219)	(393,525)	(1,829,349)
ويعادل النقد (المدفوع للأنشطة) من الأنشطة التمويلية		4,145,233	43,362	2,876,219	393,525	1,829,349
	إيرادات فوائد	145,233	43,362	1,097	6,057	50,862
	مصروفات فوائد			(9,064)	(12,774)	(102,199)
	إيرادات أخرى			109,186	32,374	306
	رأس المال المدفوع	4,000,000				
	أوراق الدفع				142,868	(142,868)
	إصدار أسهم رأسمالية					571,429
	علاوة أسهم					393,504
	تمويل طويل الأجل			2,775,000	225,000	1,058,315

* مع الأخذ بالاعتبار التغيرات في النقد ومرادفات النقد (الزيادة)/ أو النقص

الملحق الرابع

مبيعات المؤسسة ومتغيرات الاقتصاد الكلي

العام	المبيعات	الناتج المحلي الإجمالي	عرض النقود	الإنفاق الحكومي
2002	8,004,235,000	403,300,000,000	200,600,000,000	85,898,000,000
2003	9,225,747,000	456,662,000,000	248,406,000,000	91,614,000,000
2004	10,433,779,000	542,885,000,000	242,242,000,000	96,131,000,000
2005	12,865,894,000	663,316,000,000	324,064,000,000	104,431,000,000
2006	16,290,257,000	815,684,000,000	399,293,000,000	127,476,000,000
2007	21,339,852,000	948,056,000,000	565,702,000,000	167,755,000,000
2008	29,359,666,000	1,156,267,000,000	674,310,000,000	259,612,000,000
2009	31,334,387,000	992,805,000,000	740,618,000,000	381,458,000,000
2010	31,929,488,000	1,093,114,000,000	786,400,000,000	338,454,000,000

الملحق الخامس

مدخلات نموذج Ohlson ونموذج Feltham& Ohlson

مدخلات نموذج Ohlson ونموذج Ohlson &Feltham (المبالغ بالدراهم)				
الفترة	صافي الأصول التشغيلية لكل سهم	الدخل التشغيلي لكل سهم	العائد الخالي من المخاطر لكل فترة	الدخل التشغيلي المتبقي للسهم
q4-2003	1.5097	0.0819	0.3011%	0.0774
q1 2004	1.5205	0.1012	0.2854%	0.0968
q2 2004	1.6728	0.1108	0.3160%	0.1060
q3 2004	1.6832	0.1106	0.4322%	0.1034
q4 2004	1.7676	0.0946	0.5603%	0.0851
q1 2005	1.7788	0.1222	0.7050%	0.1098
q2 2005	1.9041	0.1307	0.8113%	0.1163
q3 2005	1.9416	0.1323	0.9382%	0.1145
q4 2005	2.0692	0.1175	1.0766%	0.0966
q1 2006	2.0785	0.1538	1.1806%	0.1293
q2 2006	2.3716	0.1746	1.2690%	0.1482
q3 2006	3.2737	0.1967	1.3435%	0.1648
q4 2006	3.9660	0.2099	1.3195%	0.1667
q1 2007	4.0287	0.2229	1.3179%	0.1707
q2 2007	4.3625	0.2172	1.2890%	0.1653
q3 2007	3.9095	0.2097	1.2682%	0.1544
q4 2007	4.2138	0.1706	1.1661%	0.1250
q1 2008	4.2785	0.2401	0.6844%	0.2113
q2 2008	4.7203	0.1497	0.4091%	0.1322
q3 2008	4.5316	0.2560	0.6715%	0.2243
q4 2008	4.8626	0.1599	1.0233%	0.1135
q1 2009	5.0777	0.2399	0.7578%	0.2031

0.2710	0.5914%	0.3010	5.1716	q2 2009
0.2454	0.5360%	0.2731	5.2543	q3 2009
0.2448	0.4805%	0.2700	5.5400	q4 2009
0.1860	0.5207%	0.2149	5.6811	q1 2010
0.1860	0.5722%	0.2186	5.5792	q2 2010
0.1717	0.5799%	0.2040	5.5323	q3 2010
0.2052	0.5356%	0.2348	5.8224	q4 2010
0.1822	0.5294%	0.2130	6.0048	q1 2011
0.1600	0.4642%	0.1878	5.8169	q2 2011

الملحق السادس

قيم الدخل التشغيلي المتبقي على صافي الأصول التشغيلية، وعوامل المخاطرة التقليدية والتشغيلية

قيم الدخل التشغيلي المتبقي على صافي الأصول التشغيلية وعوامل المخاطرة التقليدية والتشغيلية								
الفترة	الدخل التشغيلي المتبقي على صافي الأصول التشغيلية في الفترة السابقة	هامش الربح التشغيلي	رافعة الالتزامات التشغيلية	معدل دوران صافي الأصول التشغيلية	الرافعة التشغيلية	معدل نمو المبيعات	معدل نمو صافي الأصول التشغيلية	عائد محفظة السوق
q4-2003	0.051399	0.271978	0.469190	0.199459	-15.329456	0.009121	0.002991	-0.000185
q1- 2004	0.064150	0.325090	0.525469	0.204635	7.052090	0.033342	0.007204	0.032206
q2- 2004	0.069711	0.340264	0.428334	0.194662	2.049346	0.046552	0.100168	0.035923
q3- 2004	0.061800	0.334271	0.429951	0.196590	-0.107286	0.016162	0.006199	0.056033
q4- 2004	0.050575	0.268627	0.448910	0.199147	-2.275359	0.063781	0.050119	0.115517
q1- 2005	0.062111	0.318390	0.502175	0.215856	3.226352	0.090760	0.006328	0.207284
q2- 2005	0.065382	0.326502	0.414446	0.210285	1.620490	0.042821	0.070448	0.029507
q3- 2005	0.060113	0.330977	0.418157	0.205913	-8.078592	-0.001507	0.019695	-0.023885
q4- 2005	0.049772	0.265217	0.453645	0.214175	-1.029515	0.108521	0.065760	-0.018541
q1- 2006	0.062497	0.329870	0.512358	0.224250	5.957579	0.051714	0.004461	-0.069264

-0.105755	0.141030	0.101131	1.339830	0.216408	0.679717	0.340165	0.071307	q2− 2006
-0.001528	0.380383	0.003637	34.753690	0.157344	0.462004	0.381773	0.069484	q3− 2006
-0.071877	0.211453	0.098843	0.679927	0.142718	0.441925	0.370782	0.050912	q4− 2006
-0.017132	0.015807	0.074731	0.831998	0.150997	0.512489	0.366450	0.043029	q1− 2007
0.091822	0.082861	0.091535	-0.277876	0.152207	0.516839	0.327181	0.041035	q2− 2007
0.000187	-0.103846	0.014685	-2.355030	0.172339	0.620250	0.311294	0.035395	q3− 2007
0.100387	0.077854	0.117751	-1.583255	0.178718	0.585676	0.226580	0.031986	q4− 2007
-0.006681	0.015355	0.017750	22.946741	0.179139	0.635502	0.313307	0.050143	q1− 2008
0.030845	0.103253	0.053368	-7.054410	0.171039	0.583617	0.185455	0.030904	q2− 2008
-0.105385	-0.039980	0.038107	18.622576	0.184951	0.636585	0.305425	0.047515	q3− 2008
-0.197923	0.073057	0.063954	-5.867852	0.183382	0.614848	0.179338	0.025057	q4− 2008
-0.006540	0.044223	0.009829	50.891252	0.177342	0.634920	0.266421	0.041759	q1− 2009
0.032556	0.018488	0.070963	3.590135	0.186479	0.624757	0.312146	0.053371	q2− 2009
0.074987	0.015997	-0.034235	2.707324	0.177260	0.651736	0.293254	0.047454	q3− 2009
-0.058329	0.054381	0.184731	-0.061074	0.199174	0.593002	0.244735	0.046590	q4− 2009
0.020821	0.025462	-0.089304	2.288801	0.176883	0.614234	0.213805	0.033575	q1− 2010

-0.055934	-0.017938	0.015153	1.136857	0.182843	0.593594	0.214242	0.032748	q2– 2010
0.027432	-0.008401	-0.092976	0.714561	0.167248	0.622840	0.220511	0.030771	q3– 2010
0.007273	0.052439	0.176202	0.856001	0.186916	0.565274	0.215754	0.037086	q4– 2010
-0.021758	0.031327	-0.065592	1.416091	0.169351	0.564701	0.209452	0.031288	q1– 2011
0.015864	-0.031297	-0.013727	8.604239	0.172422	0.589392	0.187284	0.026640	q2– 2011

Abstract

The study aimed to determine the best procedure to reach estimate the fair value of the firm, by the application on the Emirates Telecommunications Institution in the United Arab Emirates, where it was taken the most important aspects of her internal and external environment, and their impact on the performance results of the Institution. The study found a clear impact comes from international changes specifically the global financial crisis on macroeconomics, the telecommunications sector, and especially our Institution which was also affected by enter another competitor corporation, which is reflected in its financial statements.

Researcher rearranged the financial statements for attends the objectives of the analysis, and she prepared forecasts for the most important items of the annual financial statements and indicators derived from them, which formed entries to estimate the fair value of firm stock by using Residual Operating Income Model.

Because of the difficulties when applying Residual Operating Income Model, Researcher was moved to Ohlson1995 Model which depends on Auto-regression relationship for the Residual Operating Income, that require a long time-series, so researcher study Corporation quarterly reports from 30/6/2003 to 30/6/2011. Then she compared between the fair value estimated by the model and the market price of the stock, the study found that there are significant differences between them, and using of statistical models show that the market pricing of the stock does not consider the main risk factors in the Institution, but it is based only on the market and fluctuations in it, which may explain the difference between market pricing and estimated fair value.

Damascus University

Economic College

Banking and Insurance Department

Using Fundamental Analysis Strategy in Determining Intrinsic Value of Firm

Prepared by

Hiba Zaher

Supervised by

Dr. Raghied Kassoua

Damascus 2012