

الجزء الثالث

صناعة القرار

Decision Making

المحتويات:

- مقدمة إلى الجزء الثالث
- الفصل السابع: التنبؤ
- الفصل الثامن: التقييم
- الفصل التاسع: تكلفة رأس المال
- الفصل العاشر: تحليل الائتمان

oboi.kan.com

مقدمة إلى الجزء الثالث

قدمنا في الفصول السابقة عرضاً للمعلومات المتاحة في التقرير السنوي وشرحاً لكيفية قياس الربحية والنمو ومخاطر السيولة بالاعتماد على البيانات التاريخية. أما في الفصول القادمة (من الفصل السابع حتى الفصل العاشر) سوف نتطرق لكيفية استخدام المعلومات المحاسبية والتحليل التاريخي في مجالات القرار المختلفة.

الفصل السابع يتضمن كيفية بناء القوائم المالية التقديرية، حيث نقوم بتحديد مسببات القيمة الاستراتيجية والمالية الرئيسية التي تبنى عليها القوائم المالية التقديرية. بالإضافة إلى ذلك، فإن الفصل يتضمن الخطوات الضرورية في سبيل الوصول إلى تقديرات موثوقة لافتراضات التنبؤ (مسببات القيمة).

في الفصل الثامن نقدم عرضاً لتقنيات تقييم الشركات. حيث يتضمن الفصل نماذج القيمة الحالية مثل نموذج التدفقات النقدية المخصومة (DCF model) ونموذج القيمة الاقتصادية المضافة (EVA model)، بالإضافة إلى توضيح للحالات التي تفضي فيها أساليب القيمة الحالية المختلفة إلى تقديرات متماثلة للقيمة. كما يتضمن الفصل شرحاً لكيفية استخدام أسلوب المضاعفات وأسلوب التصفية عند تقييم الشركات.

أما الفصل التاسع فإنه يسلط الضوء على أهمية تكلفة رأس المال في العديد من مجالات القرار، كما يتضمن كيفية قياس المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC). بالإضافة إلى مناقشة كيفية تقدير هيكل رأس المال ومعدل العائد المطلوب على الملكية وعلى الدين.

أخيراً، فإن الفصل العاشر يركز على تحليل الائتمان ويتناول بالنقاش أهمية تقدير قيمة القرض عند التعثر، واحتمال التعثر، واحتمال الاسترداد في حال التعثر. كما يشرح الاختلاف بين الأسلوب الأساسي في تحليل الائتمان من جهة، والأساليب الإحصائية ونماذج المعايير الائتمانية من جهة أخرى. بالإضافة إلى توضيح كيفية تنفيذ تحليل الائتمان بالاعتماد على أسلوب التحليل الأساسي. كما يتضمن هذا الفصل عرضاً مختصراً لنماذج تقييم الجدارة الائتمانية المعتمدة من قبل وكالات التصنيف الائتماني والتميز بين مرتبة الاستثمار ومرتبة المضاربة.

الفصل السابع

التنبؤ

Forecasting

أهداف الفصل

بعد قراءة هذا الفصل، يجب أن تكون قادراً على:

- تحديد مسببات القيمة الإستراتيجية والمالية الرئيسية.
- تصميم خريطة مسببات القيمة.
- إعداد القوائم المالية التقديرية.
- تطوير تنبؤات ذات موثوقية اعتماداً على التحليل الاستراتيجي وتحليل القوائم المالية.

oboi.kan.com

التنبؤ

في هذا الفصل سوف ننتقل من النظرة التاريخية إلى النظرة المستقبلية وإيضاح كيفية إعداد القوائم المالية التقديرية (بيان الدخل - الميزانية - بيان التدفق النقدي)، حيث يعتبر إعداد تلك القوائم التقديرية قلب عملية التحليل المالي. فالمستثمرون يهتمون بالقوائم التقديرية لأغراض تقييم المشروعات، وتحليل الوضع النقدي في المستقبل لتحديد الاحتياجات المالية. كما يهتم المقرضون بالقوائم التقديرية من أجل تقييم قدرة المقترضين على خدمة ديونهم، بالإضافة إلى استكشاف فرص الأعمال المستقبلية. وتعتبر الإدارة أيضاً من الجهات المستفيدة من القوائم التقديرية، حيث تعتمد عليها في عملية التخطيط وفي وضع معايير الأداء.

لابد من الإشارة إلى أنه في هذا الفصل وعند التنبؤ بالأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية، فإننا سوف نفصل بين الأنشطة التشغيلية والتمويلية. فالعمليات (بما فيها الاستثمار في العمليات) هي القوة الرئيسية وراء خلق القيمة للشركة، بينما الأنشطة التمويلية تعكس كيفية تمويل تلك الأنشطة وتزودنا بمعلومات مفيدة عن المخاطر المالية.

كما أننا في هذا الفصل سوف نميز بين الجوانب الفنية للتنبؤ والجوانب المرتبطة بالتقدير. فمن خلال الجوانب الفنية تتم الإشارة إلى كيفية تصميم مسببات القيمة المستخدمة في إعداد القوائم المالية التقديرية. أما بالنسبة للجوانب المرتبطة بالتقدير، فهنا نشير إلى جودة المصادر وعمليات التحليل الداعمة للافتراضات والتقديرات التي بنيت عليها القوائم التقديرية. وإنه من المهم التأكيد على أن الأسلوب المعتمد في هذا الفصل يقوم على افتراض أن المحلل طرف خارجي Outsider أي أنه يستطيع الوصول إلى المعلومات المتاحة للعموم فقط.

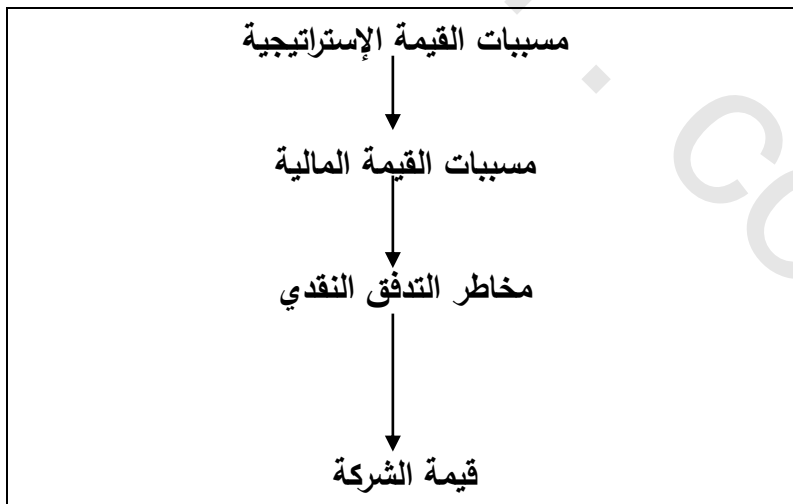
سوف نستخدم في هذا الفصل مصطلح "مسبب القيمة" "Value driver"، وسنميز بين مسببات القيمة الإستراتيجية والمالية. مسبب القيمة الاستراتيجي Strategic value driver يمثل مبادرة استراتيجية أو تشغيلية تتخذها الشركة بهدف تحسين القيمة. ومن الأمثلة على مسببات القيمة الإستراتيجية:

- تطوير منتجات جديدة.
- دخول أسواق جديدة.
- الشراء الخارجي للمنتجات.

ولابد من الإشارة إلى أن المسببات الإستراتيجية محددة بالشركة وبالقطاع الذي تنتمي إليه. أما بالنسبة لمسبب القيمة المالي Financial value driver فهو نسبة أو رقم مالي يعكس الأداء الأساسي للشركة. ومن الأمثلة على المسببات المالية:

- معدل النمو.
- هوامش الربح.
- نسب الاستثمار.

ويمكننا توضيح الارتباط بين مسببات القيمة الإستراتيجية والمالية كما يلي:



إن الارتباط بين مسببات القيمة الإستراتيجية والمالية يقوم على أن الأداء الاستراتيجي والتشغيلي للشركة يؤثر في مسببات القيمة المالية. أي أن مسببات القيمة المالية بحد ذاتها لا تخلق القيمة. فإذا مسببات القيمة تأثرت بشكل إيجابي بالمبادرات التشغيلية مما أدى مثلاً إلى تخفيض التكلفة، فهذا سوف يؤثر على التدفقات النقدية و على قيمة الشركة بشكل إيجابي.

أولاً- إعداد القوائم المالية التقديرية:

هناك العديد من الأساليب للتنبؤ بالقوائم المالية المستقبلية Pro forma financial statements. فالبعض يفضل الأسلوب الحدي حيث يتم التنبؤ بكل بند محاسبي بدون الاعتماد على مستوى النشاط المتوقع. بينما يفضل فريق آخر أسلوب التنبؤ على أساس المبيعات (sales-driven forecasting approach)، حيث يتم التنبؤ بالبند المحاسبية المختلفة مثل المصروفات التشغيلية والاستثمارات بالاعتماد على المستوى المتوقع من النشاط (نمو المبيعات). وإني أعتقد بأن أسلوب التنبؤ بالاعتماد على المبيعات يضمن ربط أفضل بين مستوى نشاط الشركة وما يترتب عنه من مصروفات واستثمارات بالمقارنة مع الأسلوب الحدي.

يتضمن الجدول رقم 7-1 نموذجاً للتنبؤ بالقوائم المالية منسجماً مع أسلوب التنبؤ على أساس المبيعات. ويعتمد النموذج على ثمانية مسببات للقيمة فقط وبالتالي فإن مستوى التجميع عالي. فعلى سبيل المثال، فإن النموذج لا يميز بين الأنواع المختلفة للمصروفات التشغيلية، حيث يتم التنبؤ بإجمالي المصروفات التشغيلية فقط دون التنبؤ بالبند التي تتفرع عنها. لكن سنناقش لاحقاً كيفية توسيع هذا النموذج ليشمل مسببات أكثر للقيمة وبالتالي بنود ومتغيرات محاسبية أكثر. بالنسبة للعمود الأول في الجدول رقم 7-1، فإنه يبين الخطوات المطلوب أخذها بعين الاعتبار قبل إعداد القوائم المالية التقديرية (بيان الدخل والميزانية وبيان

التدفق النقدي). أما العمود الثاني فهو يتضمن البنود المحاسبية المتنبأ بها. أما العمود الثالث فإنه يتضمن مسببات القيمة الثمانية التي يتوجب التنبؤ بها وتقديرها، بينما يشرح العمود الأخير كيفية حساب كل بند من البنود المحاسبية المضمنة في العمود الثاني. إن الفكرة الرئيسية لهذا النموذج تتمثل بأنه في حال إتباع الخطوات المبينة في العمود الأول والمؤلفة من 29 خطوة، سوف نتمكن من إعداد القوائم المالية التقديرية.

الجدول رقم 7-1: مسببات القيمة المستخدمة في إعداد القوائم المالية التقديرية

الخطوات	البنود المحاسبية	مسببات القيمة	شرح كيفية حساب البنود المحاسبية
بيان الدخل			
1	الإيراد	1	نمو الإيراد
2	المصروفات التشغيلية (باستثناء الاستهلاك)		(3 - 1)
3	= الأرباح قبل الفائدة، والضريبة، والاستهلاك والإطفاء (EBITDA)	2	هامش الأرباح قبل الفائدة، الضريبة، الاستهلاك والإطفاء = الأرباح قبل الفائدة، والضريبة، والاستهلاك والإطفاء / الإيراد
4	الاستهلاك والإطفاء	3	الاستهلاك كنسبة مئوية من الأصول غير الملموسة والملموسة (11)
5	= الربح التشغيلي قبل الفائدة والضريبة (EBIT)		(4 - 3)
6	الضريبة على الربح قبل الفائدة والضريبة	4	معدل الضريبة

7	= صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT)		(6 - 5)
8	صافي المصروفات المالية قبل الضريبة	5	معدل الفائدة * صافي الديون الخاضعة للفوائد (18)
9	الوفر الضريبي (الفائدة مصروف مقبول ضريبياً)		معدل الضريبة * 8
10	= الربح الصافي		(9 + 8 - 7)
الميزانية			
11	الأصول غير الملموسة والملموسة	6	الأصول غير الملموسة والملموسة كنسبة مئوية من الإيراد
12	صافي رأس المال العامل (المخزون + الحسابات القابلة للتحويل - الحسابات مستحقة الدفع - التزامات تشغيلية أخرى)	7	صافي رأس المال العامل كنسبة مئوية من الإيراد
13	رأس المال المستثمر (صافي الأصول التشغيلية)		(12 + 11)
14	حقوق الملكية في بداية الفترة		
15	+ الربح الصافي		(10)
16	- التوزيعات		(28)
17	حقوق الملكية في نهاية الفترة		(16 - 15 + 14)
18	صافي الديون الخاضعة للفوائد (NIBD)	8	صافي الديون كنسبة مئوية من رأس المال المستثمر (13)
19	رأس المال المستثمر (الملكية + صافي الديون الخاضعة للفوائد)		(18 + 17)
بيان التدفق النقدي			
20	صافي الربح التشغيلي بعد		(7)

		الضريبة (NOPAT)	
21	+	الاستهلاك والإطفاء	(4)
22	-	التغير في صافي رأس المال العامل	(التغير في 12)
23	-	صافي الاستثمارات (الأصول غير المتداولة)	(التغير في 11) + (4)
24	=	تدفقات نقدية حرة للشركة (FCFF)	
25		صافي الالتزامات المالية	(التغير في 18)
26		صافي المصاريف المالية بعد الضريبة	(9 - 8)
27	=	تدفقات نقدية حرة للملاك (FCFE)	(26 - 25 - / + 24)
28	-	التوزيعات	كل التدفقات النقدية الحرة للملاك مدفوعة كتوزيعات (27)
29	=	فائض النقدية	0 = (28 - 27)

فيما يلي سنوضح كيفية استخدام النموذج السابق في إعداد القوائم التقديرية. وفي سبيل ذلك سنعتمد على المثال الرقمي البسيط المبين في الجدول رقم 7-2. إن العمود الأول من الجدول يتضمن افتراضات التنبؤ (مسببات القيمة)، بالإضافة إلى البنود المحاسبية للقوائم المالية (بيان الدخل والميزانية وبيان التدفق النقدي). بالنسبة للعمود الثاني، فإنه يتضمن الأرقام المحاسبية الواردة في القوائم المالية للسنة الماضية 2013 (الفترة التاريخية). أما العمود الثالث، فإنه يبين افتراضات التنبؤ، والأرقام المحاسبية للقوائم المالية التقديرية لعام 2014 (فترة التنبؤ). وللوصول إلى افتراضات التنبؤ وتطوير القوائم المالية التقديرية، لابد من الحصول على القوائم المالية للفتترات السابقة التي قد تمتد من خمس سنوات إلى

عشر سنوات. حيث تعتبر تلك القوائم التاريخية وما تتضمنه من بيانات قاعدة أساسية تستند عليها عملية التنبؤ، كونها تسلط الضوء على اتجاهات ومستويات مسببات القيمة المالية الثمانية.

ولابد من الإشارة أيضاً إلى أنه يمكن تطوير القوائم المالية التقديرية لأكثر من فترة مستقبلية عن طريق إتباع نفس الخطوات الواردة في الجدول 7-1 والموضحة أيضاً في الجدول 7-2. لكن يجب أن نأخذ بعين الاعتبار كافة العوامل التي من الممكن أن تؤثر في مسببات القيمة (افتراضات التنبؤ).

الجدول رقم 7-2: مثال عن القوائم المالية التقديرية

افتراضات التنبؤ والبنود المحاسبية للقوائم المالية	القوائم المالية للفترة التاريخية 2013	القوائم المالية للفترة المستقبلية 2014
نمو الإيراد		5%
الأرباح قبل الفائدة، الضريبة، الاستهلاك والإطفاء / الإيراد		30%
الاستهلاك / الأصول غير الملموسة والملموسة		20%
معدل الفائدة		8%
معدل الضريبة		25%
الأصول غير الملموسة والملموسة / الإيراد		60%
صافي رأس المال العامل / الإيراد		40%
صافي الديون / رأس المال المستثمر		50%

بيان الدخل		
الإيراد	121.6	127.6
المصروفات التشغيلية	(85.1)	(89.3)
الأرباح قبل الفائدة، الضريبة، الاستهلاك والإطفاء (EBITDA)	36.5	38.3
الاستهلاك والإطفاء	(14.6)	(15.3)
الربح التشغيلي قبل الفائدة والضريبة (EBIT)	21.9	23
الضريبة على الربح قبل الفائدة والضريبة	(5.5)	(5.7)
صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT)	16.4	17.2
صافي المصاريف المالية (صافي الديون الخاضعة للفوائد)	(4.6)	(4.9)
الوفر الضريبي	1.2	1.2
الأرباح الصافية	12.9	13.6
الميزانية		
الأصول غير الملموسة والملموسة	72.9	76.6
صافي رأس المال العامل	48.6	51.1
رأس المال المستثمر (صافي الأصول التشغيلية)	121.6	127.6

60.8	57.9	حقوق الملكية في بداية الفترة
13.6	12.9	الربح الصافي
(10.5)	(10)	التوزيعات
63.8	60.8	حقوق الملكية في نهاية الفترة
63.8	60.8	صافي الديون الخاضعة للفوائد (NIBD)
127.6	121.6	رأس المال المستثمر (الملكية + صافي الديون الخاضعة للفوائد)
بيان التدفق النقدي		
17.2	16.4	صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT)
15.3	14.6	الاستهلاك والإطفاء
(2.4)	(2.3)	صافي رأس المال العامل
(19)	(18.1)	الاستثمارات (الأصول غير الملموسة والملموسة)
11.2	10.6	تدفقات نقدية حرة للشركة (FCFF)
3	2.9	صافي الديون الخاضعة للفوائد (NIBD)
(4.9)	(4.6)	صافي المصاريف المالية
1.2	1.2	الوفر الضريبي
10.5	10	تدفقات نقدية حرة للملاك (FCFE)

التوزيعات	(10)	(10.5)
فائض النقدية	0	0

فيما يلي الجدول رقم 3-7 الذي يبين كيفية حساب البيانات المالية المقدرة لعام 2014 الواردة في الجدول رقم 2-7. فعلى سبيل المثال، قمنا بحساب الإيرادات لعام 2014 عن طريق أخذ إيرادات السنة الأخيرة (2013) وضربه في (1 + معدل النمو). وإنني أعتقد بأن معظم البنود المحاسبية الواردة في الجدول 3-7 لا تحتاج مزيداً من الشرح باستثناء تقدير الاستثمارات في الأصول غير الملموسة والملموسة وصافي المصاريف المالية. بالنسبة للاستثمارات في الأصول الثابتة فقد حسبنا الفرق بين رصيدها في آخر وأول الفترة، ثم أضفنا له الاستهلاك والإطفاء خلال الفترة. وقد قمنا بإعادة إضافة الاستهلاك والإطفاء لأنه ليس لها أي تأثير نقدي.

- الأصول غير الملموسة والملموسة في نهاية الفترة
- + الاستهلاك والإطفاء
- _ الأصول غير الملموسة والملموسة في بداية الفترة
- = الاستثمارات في الأصول غير الملموسة والملموسة

أما بالنسبة للمصاريف المالية، فقد تم احتسابها بضرب معدل الاقتراض بصافي الديون في بداية الفترة.

يعتبر الجدول رقم 1-7 والإيضاحات الواردة في الجدولين 2-7 & 3-7 أداة مهمة للحصول على فهم لكيفية تطوير القوائم المالية التقديرية. كما أنها تسلط الضوء على مسببات القيمة المالية وتوضح الترابط بين القوائم المالية المختلفة. بالإضافة إلى أنها تبين بأنه بالإمكان تطوير القوائم المالية التقديرية بالاعتماد على عدد قليل من مسببات القيمة المالية.

لكن بالمقابل فإنه من المهم أن نلاحظ بأن النموذج السابق لإعداد القوائم المالية التقديرية يقوم على عدد من الافتراضات التي قد لا تعكس بالضرورة الوضع الاقتصادي الحقيقي للشركة. لذلك فإننا سنقوم في القسم الآتي بتتقيح النموذج السابق من خلال بعض التعديلات التي قد تساهم في تطوير النموذج وتحسينه.

الجدول رقم 7-3: إيضاح تفصيلي لكيفية حساب البيانات المالية المقدرة لعام 2014 (فترة التنبؤ) - (أخطاء تقريب قد تظهر)

الخطوات	البنود المحاسبية	مسببات القيمة	شرح كيفية حساب البنود المحاسبية
بيان الدخل			
1	الإيراد	1	$121.6 * (1 + 5\%) = 127.6$
2	المصاريف التشغيلية (باستثناء الاستهلاك)		$127.6 - 38.3 = 89.3$
3	= الأرباح قبل الفائدة، والضريبة، والاستهلاك والإطفاء (EBITDA)	2	$127.6 * 30\% = 38.3$
4	الاستهلاك والإطفاء	3	$76.6 * 20\% = 15.3$
5	= الربح التشغيلي قبل الفائدة والضريبة (EBIT)		$15.3 - 38.3 = 23$
6	الضريبة على الربح قبل الفائدة والضريبة	4	$23 * 25\% = 5.7$
7	= صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT)		$23 - 5.7 = 17.2$

8	صافي المصاريف المالية قبل الضريبة	5	$4.9 = \%8 * 60.8$
9	الوفر الضريبي (الفائدة مصروف مقبول ضريبياً)		$1.2 = \%25 * 4.9$
10	= الربح الصافي		$1.2 + 4.9 - 17.2$ $13.6 =$
الميزانية			
11	الأصول غير الملموسة والملموسة	6	$= \%60 * 127.6$ 76.6
12	صافي رأس المال العامل (المخزون + الحسابات القابلة للتحويل - الحسابات مستحقة الدفع - التزامات تشغيلية أخرى)	7	$= \%40 * 127.6$ 51.1
13	رأس المال المستثمر (صافي الأصول التشغيلية)		$= 51.1 + 76.6$ 127.6
14	حقوق الملكية في بداية الفترة		60.8
15	+ الربح الصافي		13.6
16	- التوزيعات		(10.5)
17	حقوق الملكية في نهاية الفترة		63.8
18	صافي الديون الخاضعة للفوائد (NIBD)	8	$= \%50 * 127.6$ 63.8
19	رأس المال المستثمر (الملكية + صافي الديون الخاضعة للفوائد)		$= 63.8 + 63.8$ 127.6
بيان التدفق النقدي			

17.2		صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT)	20
15.3		+ الاستهلاك والإطفاء	21
$(48.6 - 51.1) -$ $(2.4) =$		- التغير في صافي رأس المال العامل	22
$15.3 + 76.6) -$ $(19) = (72.9 -$		- صافي الاستثمارات (الأصول الثابتة)	23
$- 15.3 + 17.2$ $11.2 = 19 - 2.4$		= تدفقات نقدية حرة للشركة (FCFF)	24
$3 = 60.8 - 63.8$		صافي الالتزامات المالية	25
$= 1.2 + 4.9 -$ (3.7)		صافي المصاريف المالية بعد الضريبة	26
$= 3.7 - 3 + 11.2$ 10.5		= تدفقات نقدية حرة للملاك (FCFE)	27
(10.5)		- التوزيعات	28
$0 = 10.5 - 10.5$		= فائض النقدية	29

ثانياً_ تصميم نموذجاً للتنبؤ

هناك العديد من القضايا الواجب أخذها بعين الاعتبار عند القيام بتصميم نموذج لأغراض التنبؤ. في هذا القسم سوف نناقش بعض تلك القضايا الممكن تلخيصها بالأسئلة التالية:

(1) هل مسببات القيمة المالية المستخدمة في النموذج تعكس الأوضاع

الاقتصادية الحقيقية للشركة؟

(2) هل تم تضمين النموذج بكافة مسببات القيمة الملائمة؟

3) هل يعتبر مستوى تجميع مسببات القيمة المالية مناسباً؟

1) هل مسببات القيمة المالية المستخدمة في النموذج تعكس الأوضاع الاقتصادية الحقيقية للشركة؟

على الرغم من أن كل مسبب من مسببات القيمة المالية قد تم تصميمه بحذر لكي يعكس الأوضاع الاقتصادية الحقيقية للشركة، إلا أنه قد تتطلب الظروف ضرورة إجراء بعض التعديلات على مسببات القيمة. وفيما يلي ثلاثة أمثلة يمكن من خلالها إيضاح ذلك:

- أولاً، يقوم النموذج على افتراض وجود علاقة خطية بين الأصول غير الملموسة والملموسة من جهة والإيرادات من جهة أخرى. إن هذا التوصيف عادل بالنسبة للشركات التي تستثمر في تلك الأصول وفقاً لحجم النشاط، في حين يكون الافتراض أقل دقة إذا كانت الاستثمارات منفصلة أكثر بطبيعتها ويتم تنفيذها على أساس زمني. على سبيل المثال، فإن الاستثمار في محطات جديدة في المطارات ربما يكون كل عشر سنوات أو ربما عشرين سنة. بالتالي، فإننا نلاحظ فقدان الاستقرار في مسبب القيمة المتعلق بالاستثمارات (مسبب القيمة رقم 6، الأصول غير الملموسة والملموسة كنسبة مئوية من الإيراد) عندما تنفذ الاستثمارات على أساس زمني بغض النظر عن حجم النشاط. وفي هذه الحالة، فإنه من الأفضل إجراء تعديلات على مسبب القيمة رقم 6 لكي يعكس بدقة أكبر المستوى المتوقع من الاستثمارات.

- ثانياً، وفقاً لنموذج التنبؤ، فقد تم احتساب صافي المصروفات المالية بالاعتماد على صافي الديون الخاضعة للفوائد في بداية الفترة المتنبأ بها. لكن إذا افترضنا أن هناك نمو ثابت في الديون خلال كل سنة من

سنوات التنبؤ، فإنه يصبح من الملائم أكثر اعتماد متوسط الديون. بناءً عليه، يمكننا حساب المصروفات المالية كآتي:

صافي المصاريف المالية = معدل الاقتراض * متوسط صافي الديون الخاضعة للفوائد

• **ثالثاً،** وفقاً لنموذج التنبؤ، فإن التوزيعات تمثل فائض النقدية المتحقق خلال فترة التنبؤ، أي أن النقدية غير مستخدمة في العمليات التشغيلية ولا في الأنشطة الاستثمارية والتمويلية. لكن بعض الشركات قد يكون لديها نسبة توزيع مستهدفة، بالتالي وفي مثل هذه الحالات فإنه من المناسب أكثر تقدير التوزيعات بدلالة نسبة التوزيع والأرباح الصافية كآتي:

التوزيعات = الأرباح الصافية * نسبة التوزيع

(2) هل تم تضمين النموذج بكافة مسببات القيمة الملائمة؟

قد يكون هناك بعض الجوانب المتعلقة بالأوضاع الاقتصادية للشركة وغير معالجة بشكل مناسب في نموذج التنبؤ. على سبيل المثال، فإن النموذج يفترض أن كل الضرائب مدفوعة في حال كان هناك أرباح (مثلاً كل الضرائب على أرباح السنة الأولى مدفوعة في نفس السنة). إلا أن الشركات في معظم الأحيان قادرة على تأجيل دفع الضرائب، وبالتالي فإنه من المهم إضافة الالتزامات الضريبية المؤجلة إلى النموذج كمسبب قيمة إضافي وإلا فإن التدفقات النقدية الداخلة ستقدر بأقل من قيمتها المتوقعة. وإذا افترضنا بأن الالتزامات الضريبية المؤجلة مرتبطة بحجم نشاط الشركة، فإن مسبب القيمة المتعلق بالضرائب المؤجلة (deferred tax driver) يمكن تحديده بإحدى الطريقتين التاليتين:

- الالتزامات الضريبية المؤجلة / الإيرادات.
- الالتزامات الضريبية المؤجلة / الأصول غير الملموسة والملموسة.

3) هل يعتبر مستوى التجميع في النموذج مناسباً؟

لقد ذكرنا سابقاً بأن نموذج التنبؤ يعتمد على مستوى عالي من التجميع. على سبيل المثال، فإن المصروفات التشغيلية قد تم تقديرها على أنها تمثل الباقي من هامش الربح قبل الفائدة والضريبة والاستهلاك والإطفاء (EBITDA)، أي إذا كان هامش EBITDA مقدراً بـ 5%، فإن المصروفات التشغيلية تمثل 95% من الإيرادات. وهذا يشير إلى عدم إمكانية التمييز بين البنود المختلفة للمصروفات التشغيلية، وبالتالي لا يمكن التنبؤ بكل بند من بنودها على حدة. لذلك وفي الحالات التي يتوافر فيها معلومات أكثر تفصيلاً وتوسعاً عن بنية التكاليف، فإنه من المفيد تنقيح النموذج بالشكل الذي نستطيع معه التنبؤ بكل بند من بنود المصروفات التشغيلية. وفيما يلي تبويماً لمسيبات القيمة البديلة المتعلقة بالمصروفات التشغيلية وذلك بالنسبة للشركات التي تعتمد على التبويب الوظيفي لنفقاتها:

تكاليف البضاعة المباعة	=	تكلفة البضاعة المباعة كنسبة مئوية من الإيراد
تكاليف البيع والتوزيع	=	تكاليف البيع والتوزيع كنسبة مئوية من الإيراد
التكاليف الإدارية	=	التكاليف الإدارية كنسبة مئوية من الإيراد
مصاريف البحث والتطوير R&D	=	مصاريف البحث والتطوير كنسبة مئوية من الإيراد
بنود خاصة	=	البنود الخاصة كنسبة مئوية من الإيراد

بناءً على التعديلات السابقة، فإن هامش EBITDA يصبح هو الباقي، أي أنه يمثل الإيرادات مطروحاً منها المصروفات التشغيلية. بالإضافة إلى المصروفات التشغيلية، فإن صافي رأس المال العامل كنسبة مئوية من الإيراد يعتبر أيضاً مثالاً على المستوى العالي من التجميع. ويمكن تفكيك صافي رأس المال العامل إلى المتغيرات التالية:

- المخزون.

- المدينون (حسابات العملاء).
- ذمم مدينة تشغيلية أخرى.
- حسابات مستحقة الدفع.
- التزامات تشغيلية أخرى.

كما يمكننا تفكيك صافي رأس المال العامل إلى أبعد من ذلك. على سبيل المثال، فإن الالتزامات التشغيلية الأخرى يمكن تفكيكها إلى الضرائب المستحقة، ورواتب الموظفين مستحقة الدفع ... الخ. لذلك فإنه من المفيد تعديل النموذج عند التنبؤ بصافي رأس المال العامل عن طريق إدخال عدد أكبر من مسببات القيمة بدلاً من الاعتماد على مسبب واحد. وفيما يلي تبويماً لمسببات القيمة الممكن استخدامها للتنبؤ بالبند المختلفة لصافي رأس المال العامل:

المخزون	= المخزون كنسبة مئوية من الإيراد
حسابات المدينون	= حسابات المدينون كنسبة مئوية من الإيراد
حسابات أخرى مستحقة التحصيل	= حسابات أخرى مستحقة التحصيل كنسبة من الإيراد
حسابات مستحقة الدفع	= حسابات مستحقة الدفع كنسبة مئوية من الإيراد
التزامات تشغيلية أخرى	= التزامات تشغيلية أخرى كنسبة مئوية من الإيراد

بناءً عليه، يمكن تنقيح نموذج التنبؤ المعتمد على مسببات القيمة الثمانية والموضح في الجدول رقم 7-1. حيث أنه من الممكن توسيع خريطة مسببات القيمة المالية (Value driver map) بالشكل الذي يوفر للمحلل درجة أكبر من المرونة.

إن تصميم مسببات القيمة وتحديد مستوى التجميع يتأثر بعدد من العوامل التي يجب أخذها بعين الاعتبار. على سبيل المثال، في حال توفر معلومات أكثر

تفصيلاً، فإنه من المفيد تنقيح نموذج التنبؤ بزيادة مسببات القيمة. فإذا كان الغرض من التحليل التنبؤ لفترة قصيرة الأجل كالتنبؤ بأرباح السنة القادمة، في هذه الحالة تكون المعلومات متوافرة أكثر للمحلل، وبالتالي فإنه من الأفضل توسيع خريطة مسببات القيمة. أما إذا كان الغرض من التحليل التنبؤ لفترة طويلة الأجل، فإنه من الأفضل أن يكون مستوى التجميع عالياً بالاعتماد على مسببات القيمة المالية الرئيسية المبينة في الجدول 7-1.

ثالثاً_ تقدير مسببات القيمة المالية

لقد ركزنا في الفقرات السابقة على تصميم خريطة مسببات القيمة المالية التي تعكس الجوانب الأساسية للوضع الاقتصادي للشركة، وعلى إعداد القوائم المالية التقديرية. وعلى الرغم من البساطة النسبية لعملية تصميم خريطة مسببات القيمة وإعداد القوائم التقديرية، إلا أن إعداد التقديرات لكل مسبب من مسببات القيمة المالية هو التحدي الحقيقي ويستهلك الوقت الأكبر. حيث أن تقديرات مسببات القيمة المعتمد عليها في إعداد القوائم التقديرية يجب أن تكون مدعومة بكافة المعلومات المفيدة وبأداء عملية التحليل بكفاءة وحذر. وفيما يلي سوف نناقش كيفية تقدير مسببات القيمة المالية بالاعتماد على التحليل الاستراتيجي وتحليل القوائم المالية.

1) التحليل الاستراتيجي:

إن الأدب الاستراتيجي يزودنا بالعديد من الأساليب والتقنيات التحليلية التي يمكن للمحلل إتباعها لتغطية جوانب هامة متعلقة بالتدفقات النقدية المحتملة للشركة والمخاطر المرتبطة بها. وسوف نقترح أسلوب عام-خاص Top-down approach الذي يهدف لفهم المسائل التالية:

- طبيعة بيئة أعمال الشركة.

- الظروف العامة المؤثرة في التدفقات النقدية المحتملة للشركة والمخاطر المرتبطة بها.
- الظروف القطاعية المؤثرة في التدفقات النقدية المحتملة للشركة والمخاطر المرتبطة بها.
- الظروف الخاصة بالشركة والمؤثرة في توليد التدفقات النقدية والمخاطر المرتبطة بها.
- تحليل سلسلة القيمة.
- مواطن القوة والضعف والفرص والعقبات التي تهدد الشركة (تحليل SWOT).

طبيعة بيئة أعمال الشركة

إنه من المفيد إجراء دراسة أولية لمعرفة مدى استقرار بيئة أعمال الشركة، وللكشف عن درجة تعقيد وديناميكية القطاع الذي تنتمي إليه الشركة. وهذا يساعد المحلل في تحديد مستوى التحليل المناسب.

تشير درجة الديناميكية إلى مدى استقرار السوق، بينما تشير درجة التعقيد إلى مدى بساطة المنتجات والخدمات المقدمة للزبائن. فإذا كان السوق مستقراً أو ثابتاً، ومنتجات الشركة بسيطة، فإن المحلل لا يحتاج إلا للبيانات التاريخية لتنفيذ عملية التحليل والتنبؤ بالمخرجات المستقبلية. أما إذا كان السوق يتصف بالديناميكية، أو أن المنتجات أو الخدمات معقدة، فإن على المحلل عدم الاكتفاء بالمعلومات التاريخية. فالمنافسة قد تتغير بسرعة أو ربما يتم تقديم منتجات أو خدمات جديدة من شأنها تغيير الوضع التنافسي. في مثل هذه الحالات، فإنه من المهم الحصول على فهم لمحركات السوق الرئيسية وللجيل القادم من المنتجات أو الخدمات. والجدول رقم 4-7 يتضمن توضيحاً لذلك.

الجدول رقم 7-4: ديناميكية السوق ودرجة تعقيد المنتج

السوق	المنتج	
	معقد	بسيط
مستقر	تحليل بسيط تنبؤ بسيط	تحليل شامل تنبؤ السيناريو
ديناميكي	تحليل شامل تنبؤ السيناريو	تحليل شامل تنبؤ السيناريو

بناءً عليه، فإن الخطوة الأولى في التحليل الاستراتيجي تحدد مجال عملية التحليل. فإذا كان السوق مستقرًا والمنتج بسيطاً إلى حد ما، فإن المحلل سوف ينفذ عملية تحليل بسيطة معتمداً بشكل كبير على المعلومات التاريخية. أما إذا كان السوق لا يتصف بالاستقرار، أو إذا كان المنتج متجهاً ليصبح أكثر تعقيداً عبر الزمن، فإن المحلل سوف ينفذ تحليلاً أكثر شمولاً، ويأخذ بعين الاعتبار حالات عدم التأكد بالنسبة للسوق والمنتجات أو الخدمات. أي أنه في مثل هذه الحالات، فإن البيانات التاريخية لن ترضي كثيراً المحلل الذي سوف يبحث عن معلومات تسلط الضوء على السوق والجيل القادم للمنتجات أو الخدمات. بالإضافة إلى ذلك، فإنه على الأغلب سيكون التنبؤ معتمداً على السيناريوهات. الظروف العامة المؤثرة في التدفقات النقدية المحتملة للشركة والمخاطر المرتبطة بها

يتمثل الهدف الرئيسي من التحليل الكلي في الوقوف على العوامل أو الظروف العامة التي من المحتمل أن تؤثر على التدفقات النقدية المحتملة للشركة والمخاطر المرتبطة بها. إن الجدول رقم 7-5 يتضمن عدداً من العوامل العامة المجمعة في نموذج يعرف بـ PEST. وهذا النموذج يشير إلى تأثير العوامل السياسية والاقتصادية والاجتماعية والفنية على التدفقات النقدية للشركة والمخاطر

المرتبطة بها. وإنه من المهم التأكيد على أن قائمة العوامل أو الظروف العامة المبينة في الجدول غير شاملة، فهذه العوامل متنوعة وكثيرة جداً مما يؤدي إلى صعوبة حصرها في نموذج واحد.

الجدول رقم 5-7: نموذج تحليل PEST

العوامل الاقتصادية	العوامل السياسية / القانونية
الدورات الاقتصادية	القوانين المتعلقة بالاحتكارات
اتجاهات الناتج القومي الإجمالي	قوانين حماية البيئة
معدلات الفائدة	السياسة الضريبية
العرض النقدي	القوانين المتعلقة بالتجارة الخارجية
التضخم	قانون العمل
البطالة	الاستقرار الحكومي
الدخل المتاح	
مدى توافر الطاقة وتكلفتها	
العوامل التكنولوجية	العوامل الثقافية الاجتماعية
الإنفاق الحكومي على البحث والدراسات	الإحصائيات السكانية
التركيز الحكومي والقطاعي على المجالات التكنولوجية	توزيع الدخل
الاكتشافات والتحسينات الجديدة	التغيرات في نمط الحياة
سرعة نقل التكنولوجيا	مستويات التعليم
معدلات التقادم	الأنماط الاستهلاكية
	المواقف من العمل والراحة
	المرونة الاجتماعية

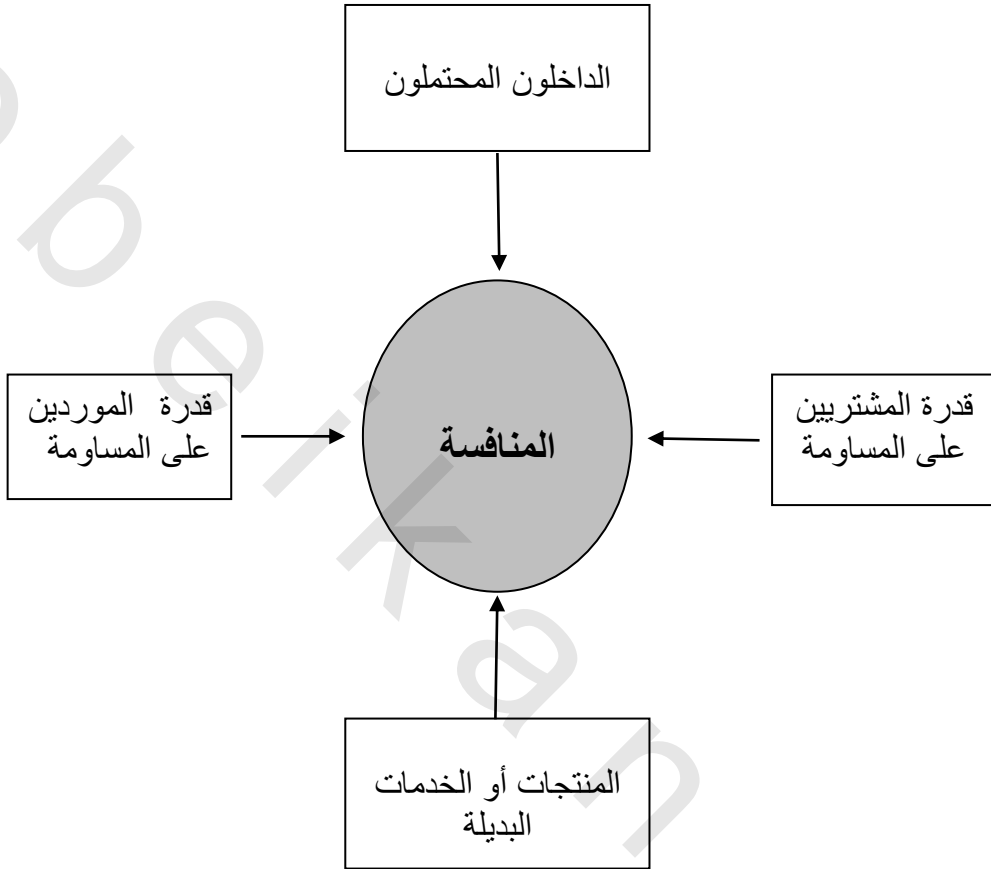
بناءً على الجدول السابق، نلاحظ بأن قوانين حماية البيئة والاستقرار الحكومي هي عبارة عن أمثلة عن العوامل السياسية المؤثرة في بيئة العمل التي تنتمي إليها الشركة. في حين أن الدورات الاقتصادية ومعدلات البطالة تعتبر من العوامل الاقتصادية في الطلب على منتجات الشركة وخدماتها. وبشكل مشابه، فإن العوامل الثقافية الاجتماعية مثل التعداد السكاني والمرونة الاجتماعية تؤثر في الطلب على منتجات وخدمات الشركة. وأخيراً، فإن العوامل التكنولوجية مثل الإنفاق الحكومي على البحوث وسرعة نقل التكنولوجيا لها كبير الأثر في قدرة الشركة على تقديم المنتجات والخدمات في الوقت المناسب.

ولابد من الإشارة إلى أن العوامل العامة لها تأثير متباين على قطاعات الأعمال والشركات، لذلك فإنه من المهم أن يحدد المحلل العوامل التي من المحتمل أن تؤثر على التدفقات النقدية للشركة والمخاطر المرتبطة بها.

الظروف القطاعية المؤثرة في التدفقات النقدية المحتملة للشركة والمخاطر المرتبطة بها

تتوقف جاذبية أي قطاع من قطاعات الأعمال بشكل رئيسي على إمكانية تحقيق عوائد مرضية، أي عوائد تساوي أو تفوق تكلفة رأس المال. وعلى الرغم من أن تلك العوائد تتأثر بعوامل مختلفة، إلا أنه وبشكل عام كلما اشتدت المنافسة كلما انخفضت فرص الحصول على عوائد مرتفعة تتجاوز تكلفة رأس المال. ولكي نفهم المنافسة على مستوى قطاع، فإن أسلوب "الخمس قوى" Five forces قد يساعدنا في ذلك. إن هذا الأسلوب يسلط الضوء على قوى مختلفة مؤثرة في المنافسة على مستوى القطاع وبالتالي في إمكانية تحقيق عوائد جاذبة. إن الشكل رقم 1-7 يوضح عملية التحليل باستخدام أسلوب الخمس قوى

الشكل رقم 7-1: تحليل الخمس قوى



إن إجراء تحليل للداخلين المحتملين يزود المحلل بفهم وإدراك لتهديدات اللاعبين الجدد في القطاع الذي تنتمي إليه الشركة. بشكل عام، فإن الداخلين الجدد سيكون لديهم الرغبة في الحصول على حصص في السوق والتي من شأنها أن تؤثر سلباً على العوائد. لكن هناك عقبات أو حواجز للدخول في قطاع ما، يمكن تلخيصها بالآتي:

- اقتصاديات الحجم / النطاق.
- تنويع المنتجات.

- متطلبات رأس المال.
- تكاليف التحويل.
- الوصول إلى أقدنية التوزيع.
- السياسة الحكومية.

أما بالنسبة لتحليل المنافسة بين المنافسين الحاليين، فإنه يزود المحلل بفهم مستوى المنافسة. فإذا كانت المنافسة شديدة فهذا سيؤثر سلباً على العوائد. وفي الحقيقة، فإن المنافسة تتدرج من خفيفة إلى معتدلة إلى منافسة حادة. وبشكل عام، فإن المنافسة تشتد كلما كان القطاع يتمتع بالخصائص التالية:

- نمو بطيء في القطاع.
- عدد كبير من المنافسين.
- فائض عن الاستيعاب.
- تكاليف ثابتة عالية.
- عقبات خروج كبيرة.

إن تحليل الضغط المحتمل من المنتجات البديلة يمكن أن يزود المحلل بمعلومات تساعد في تقدير الخطر المحتمل من المنتجات البديلة. فالبدايل يمكن أن تقلص العوائد المحتملة من القطاع وخاصةً إذا كانت عوائد القطاع مرتفعة لأنها سوف تجعل البدائل أكثر جاذبية.

كذلك فإن تحليل قدرة المشتريين على المساومة تزود المحلل في معرفة مدى قوة المشتريين نسبةً للقطاع. فكلما امتلك المشترون قدرة عالية على المساومة والتفاوض كلما أدى ذلك إلى تقليص العوائد المحتملة من القطاع. ويمكن للمشتريين أن يكونوا ذوي قدرة عالية على المساومة والتفاوض، وذلك في الحالات التالية:

• إذا كانت الحصة الكبيرة من مبيعات القطاع مشتراة من قبل مشتري محدد.

• إذا كانت المنتجات المشتراة من القطاع عبارة عن سلع أو مواد للمتاجرة.

• إذا كانت تكاليف التحويل منخفضة.

• إذا كان المشترون يعانون من العوائد المنخفضة.

وبالمقابل فإن تحليل قدرة الموردين على المساومة والتفاوض يزود المحلل في معرفة مدى قوة الموردين نسبةً للقطاع. فإذا امتلك الموردون قدرة عالية على المساومة والتفاوض، فإنهم سيجنون الحصة الأكبر من أرباح القطاع وذلك عن طريق رفع الأسعار أو تخفيض جودة المنتجات أو الخدمات. ويمكن للموردين أن يكونوا ذوي قدرة عالية على المساومة والتفاوض، وذلك في الحالات التالية:

• إذا كان الموردون أكثر تمركزاً وتجمعاً وبالتالي أشد قوة.

• في حال عدم كون القطاع سوق تصريف هام بالنسبة للموردين.

• إذا كانت المنتجات أو الخدمات ذات أهمية كبيرة بالنسبة للقطاع.

• إذا كان القطاع يواجه تكاليف تحويل مرتفعة.

الظروف الخاصة بالشركة والمؤثرة في توليد التدفقات النقدية والمخاطر المرتبطة بها

تبين الإجراءات التحليلية على المستوى الكلي وعلى مستوى القطاع الفرص والتهديدات التي تواجه الشركة. حيث أن تحليل البيئة الخارجية يزود المحلل بفهم وإدراك لحالة السوق المحتملة، أي حجم السوق والنمو المتوقع والفرص لكسب عوائد جاذبة. بمعنى آخر، فإن الغاية الرئيسية من التحليل الخارجي تكمن في تقدير الحصة السوقية للشركة. لكن العوائد الممكن إنجازها لا نستطيع الحصول عليها بدون تحليل لإمكانيات وكفاءات الشركة بالمقارنة مع مثيلاتها من

الشركات. لذلك فإن تحليل الميزة التنافسية للشركة يعتبر من الأمور الحاسمة في هذا المجال.

عند تقييم الميزة التنافسية للشركة، فإنه من المفيد أن نأخذ بعين الاعتبار الموارد المتاحة لديها ومدى التفرد والتميز بتلك الموارد. وعلى المحلل تقييم طبيعة أساس الموارد وقوتها ومدى التفرد بتلك الموارد وصعوبة تقليدها. ويمكن تقسيم موارد الشركة إلى أنواع التالية:

- الموارد المادية (مثل الموقع، جودة واستغلال الممتلكات والمصانع والمعدات).
- الموارد البشرية (مثل مدى القدرة على التكيف، المهارات).
- الموارد المالية (مثل الرافعة المالية، القدرة على خلق الأرباح).
- الموارد غير الملموسة (مثل العلامات التجارية، العلاقة مع اللاعبين الرئيسيين ضمن القطاع).

لا بد من الإشارة إلى أن الموارد ليست على نفس الدرجة من الأهمية، لذلك يتوجب على المحلل التركيز على فهم وإدراك مدى قوة وتميز الموارد الأكثر أهمية. لذلك فإن اختبار الأداء المقارن Benchmarking من خلال مقارنة أداء الشركة مع الشركات المثيلة يعتبر من الأدوات الفعالة جداً في فحص وتقييم قوة وفراة الموارد الرئيسية.

تحليل سلسلة القيمة

تحليل سلسلة القيمة هو عبارة عن أداة لتوصيف الأنشطة ضمن المنظمة وذلك لتقييم القوة التنافسية للشركة بالمقارنة مع مثيلاتها من الشركات. إن الجدول رقم 6-7 مثلاً عن تحليل سلسلة القيمة.

الجدول رقم 6-7: تحليل سلسلة القيمة

أنشطة الشركة	
الأنشطة الرئيسية	الأنشطة المساندة
• الأنشطة المتعلقة بالتوريد	• أنشطة الشراء
• الأنشطة المتعلقة بالعمليات	• الأنشطة المتعلقة بإدارة الموارد البشرية
• الأنشطة المتعلقة بالتسويق والبيع	• أنشطة البحث والتطوير
• الأنشطة المتعلقة بالخدمات بعد البيع	• الأنشطة الإدارية

من خلال الجدول السابق، نلاحظ بأن سلسلة القيمة تصف الأنشطة الرئيسية والأنشطة المساندة لها ضمن الشركة. إن تحديد وفهم الأنشطة الرئيسية من الأمور الهامة والضرورية عند تحديد الميزة التنافسية للشركة. كما أنه من المهم فهم مدى كفاءة الشركة في إدارة أنشطتها المساندة، وإلى أي درجة تلك الأنشطة تدعم بشكل جيد الأنشطة الرئيسية. ولابد من الإشارة إلى أن تحليل سلسلة القيمة إلى جانب تحليل اختبار الأداء المقارن Benchmarking analysis يعتبران أداة فعالة لتقييم الميزة التنافسية للشركة.

مواطن القوة والضعف والفرص والتهديدات التي تواجه الشركة (تحليل SWOT)

إن الجانب الأخير من التحليل الاستراتيجي يتمثل بتحديد القضايا الرئيسية (المسببات الاستراتيجية) بالاعتماد على التحليل الخارجي والداخلي. ومن خلال هذه الخطوة فقط يمكن إجراء تقدير معقول وملمس للفرص والتهديدات ونقاط

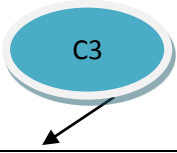
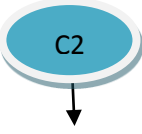
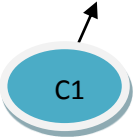
القوة والضعف. فالتحليل الخارجي مثل تحليل PEST وتحليل الخمس قوى يفضي إلى فهم أفضل للفرص والتهديدات التي تواجه الشركة. أما التحليل الداخلي لموارد وإمكانات الشركة فإنه يؤدي إلى فهم أفضل لنقاط القوة والضعف وبالتالي الميزة التنافسية للشركة بالمقارنة مع مثيلاتها. إن العوامل الأكثر أهمية المحددة في التحليل الخارجي والداخلي يمكن تلخيصها في مصفوفة SWOT. والجدول رقم 7-7 يزدونا بمثال عن مصفوفة SWOT.

الجدول رقم 7-7: مصفوفة SWOT

العوامل الخارجية	
الفرص	التهديدات
حجم السوق	الدورة الاقتصادية
معدل نمو السوق	التضخم
حواجز أو معوقات الدخول في قطاع	القوانين والتشريعات
قدرة الموردين على المساومة والتفاوض	مدى توافر قوى العمل
قدرة المشتريين على المساومة والتفاوض	القضايا المتعلقة بالبيئة
الدعم الحكومي	المنتجات أو الخدمات البديلة
العوامل الداخلية	
نقاط القوة	نقاط الضعف
الإدارة	التوزيع
الموارد المالية	التدابير الإدارية
البحث والتطوير	العلامات التجارية
الإنتاج	المسؤولية الاجتماعية
الربحية	

كما أن الشكل رقم 7-2 يمثل أسلوب آخر لتلخيص نتائج التحليل الخارجي والداخلي. حيث أنه يحدد مكانة الشركة بالاعتماد على جاذبية القطاع من جهة والميزة التنافسية للشركة بالمقارنة مع مثيلاتها من جهة أخرى. إن الشكل رقم 7-2 يبين الوضع الحالي للشركة والشركات المنافسة باستخدام الدوائر. حيث أن حجم الدائرة يعكس الحصة السوقية الحالية، والسهم يدل على الوضع المتوقع للشركة في المستقبل. على سبيل المثال، الشركة 3 (C3) تمتلك حالياً الحصة السوقية الأكبر وميزة تنافسية أفضل بالمقارنة مع الشركات C1 و C2. بالإضافة إلى ذلك، فإن التحليل يبين بأن الشركة C3 سوف يكون وضعها التنافسي أفضل من الشركات C1 و C2 في المستقبل. بناءً على ذلك، فإن الشركة C3 من المحتمل أن يكون لديها في المستقبل معدلات نمو وهوامش ربح أعلى بالمقارنة مع الشركات C1 و C2.

الشكل رقم 7-2: مصفوفة SWOT

الميزة التنافسية				
عالية	متوسطة	ضعيفة		
			منخفضة	جاذبية القطاع
			متوسطة	
			عالية	

أخيراً، فإنه من المهم التأكيد على أن التحليل الاستراتيجي يؤدي إلى فهم أفضل لمسببات القيمة الإستراتيجية، أي العوامل الإستراتيجية والتشغيلية المؤثرة في مسببات القيمة المالية.

(2) تحليل القوائم المالية:

إن تحليل القوائم المالية يسلط الضوء على المستويات والاتجاهات التاريخية لمسببات القيمة المالية الرئيسية. لذلك يعتبر تحليل القوائم المالية من الأمور المفيدة عند تطوير تقديرات يمكن الاعتماد عليها فيما يتعلق بقدرة الشركة على توليد الأرباح، والمتطلبات الاستثمارية وحاجات التمويل. في هذا القسم سوف نناقش وبايجاز الخطوات المختلفة التي تتضمنها عملية تطوير المستويات والاتجاهات التاريخية الممكن الاعتماد عليها وذلك بالنسبة لكل مسبب من مسببات القيمة المالية.

طالما أن الهدف يتمثل بتحليل السلسلة الزمنية، فإن المحلل بحاجة إلى توجيه اهتمامه على المسائل التالية قبل حساب وتفسير مسببات القيمة المالية.

- هل السياسات المحاسبية ثابتة عبر الزمن؟
- هل الأرباح المصرح بها متأثرة ببندود استثنائية؟
- هل الشركة قدمت منتجات جديدة أو دخلت أسواق جديدة ذات مخاطر مختلفة؟

- هل الشركة اكتسبت أو تخلت عن أعمال؟

بعد ذلك تأتي الخطوة القادمة المتمثلة بحساب مسببات القيمة المالية. إن مسببات القيمة المالية التاريخية تزود المحلل بمعلومات مفيدة حول مستوى واتجاه كل مسبب من مسببات القيمة. إذا كان بالإمكان توافر سلسلة زمنية طويلة، فإن المحلل يحصل على معلومات حول سلوك المسببات المالية في فترات الانتعاش والركود. بالإضافة إلى ذلك، فإن التحليل التاريخي يعطي المحلل فهم للمستوى

المتوسط والقيمة العظمى والدنيا بالنسبة لكل مسبب من مسببات القيمة المالية. فعلى سبيل المثال، إذا كان هامش الربح قبل الفائدة والضريبة والاستهلاك والإطفاء EBITDA يتذبذب بين 4% و 6% خلال ثمان سنوات ماضية، والمتوسط يقترب من 5%. هذه المعلومات سوف تريح المحلل أكثر عند التنبؤ بهامش EBITDA.

بالخلاصة، فإن التحليل الاستراتيجي يساعدنا في تحديد مسببات القيمة الإستراتيجية الرئيسية، بالإضافة إلى تسليط الضوء على معدلات النمو والهوامش المحتملة. بينما تحليل القوائم المالية يزودنا بالمستويات والاتجاهات التاريخية لمسببات القيمة المالية الرئيسية. فإذا جمعنا المعلومات المستخلصة من التحليل الاستراتيجي وتحليل القوائم المالية، فإن ذلك يشكل أداة فعالة جداً لتوليد تقديرات ذات موثوقية لكل مسبب من مسببات القيمة المالية.

أسئلة الفصل السابع

- (1) ما هي مسببات القيمة الإستراتيجية، وما الفرق بينها وبين مسببات القيمة المالية؟
 - (2) عرف القوائم المالية التقديرية واذكر أساليب إعدادها.
 - (3) قم بتوصيف مسببات القيمة الثمانية التي اعتمدنا عليها في إعداد القوائم المالية التقديرية.
 - (4) ما هي المسائل الواجب أخذها بعين الاعتبار عند تصميم خريطة مسببات القيمة؟
 - (5) ما هي الركائز الرئيسية التي يقوم عليها التحليل الاستراتيجي المستخدم في تحديد مسببات القيمة الإستراتيجية؟
 - (6) كيف يمكننا الاستفادة من تحليل القوائم المالية عند تقدير مسببات القيمة المالية؟
 - (7) حل المسألة التالية:
- ليكن لديك المعلومات التالية العائدة للشركة X:

بيان الدخل للفترة المنتهية في 2014/12/31

المبلغ (مليون ليرة)	البنود
240	الإيراد
170	المصاريف التشغيلية (باستثناء الاستهلاك)
70	الأرباح قبل الفائدة، والضريبة، والاستهلاك والإطفاء (EBITDA)
30	الاستهلاك والإطفاء
40	الربح التشغيلي قبل الفائدة والضريبة (EBIT)
10	الضريبة على الربح قبل الفائدة والضريبة

30	صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT)
9	صافي المصاريف المالية قبل الضريبة
2	الوفر الضريبي (الناجم عن المصروفات المالية)
23	الربح الصافي

الميزانية العمومية كما تظهر في 2014/12/31

المبلغ (مليون ليرة)	البند
146	الأصول غير الملموسة والملموسة
98	صافي رأس المال العامل
244	رأس المال المستثمر (صافي الأصول التشغيلية)
116	حقوق الملكية في بداية الفترة
26	+ الربح الصافي
20	- التوزيعات
122	حقوق الملكية في نهاية الفترة
122	صافي الديون الخاضعة للفوائد (NIBD)
244	رأس المال المستثمر (الملكية + صافي الديون الخاضعة للفوائد)

المطلوب:

إعداد القوائم المالية التقديرية لعام 2015 (بيان الدخل - الميزانية - بيان التدفق النقدي)، وذلك في ظل المعطيات التالية:

- معدل نمو الإيرادات: 5%.

- هامش الربح قبل الفائدة، والضريبة، والاستهلاك والإطفاء (EBITDA): 30%.
- نسبة الأصول غير الملموسة والملموسة من الإيراد: 60%.
- نسبة الاستهلاك من الأصول غير الملموسة والملموسة: 20%.
- معدل الضريبة: 25%.
- معدل الفائدة: 8%.
- نسبة صافي رأس المال العامل من الإيراد: 40%.
- نسبة صافي الديون الخاضعة للفوائد من رأس المال المستثمر: 50%.