

**" قياس وتقييم القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية في مجال التنبؤ بالقيمة المتوقعة  
النهائية للشركات: دليل تجريبي من الحالة المصرية "**

**أ.د. محمد زيدان ابراهيم\***  
**أ.م.د. طارق ابراهيم سعادة\*\***  
**أماني عبد الحكيم فتحى عطا الله\*\*\***

---

(\*) أ.د. محمد زيدان ابراهيم : استاذ المحاسبة المالية المتفرغ بكلية التجارة جامعة المنوفية وله اهتمامات بحثية في المحاسبة المالية .

Email : mohamedzedane\_4@yahoo.com

(\*\*) د/ طارق ابراهيم صالح سعادة : استاذ مساعد بقسم المحاسبة كلية التجارة جامعة المنوفية وتتمثل الاهتمامات البحثية في نماذج تحليل القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية والافصاح المحاسبى والنماذج التحليلية لجودة الارباح والتوجهات المستقبلية لنظرية المحاسبة متضمنة المعايير القطاعية

Email : tarek\_saadah@yahoo.com

(\*\*\*) أماني عبد الحكيم فتحى عطا الله : معيدة بقسم المحاسبة كلية التجارة جامعة المنوفية

Email: amany-atala@yahoo.com

## مستخلص البحث

يسعى هذا البحث إلى قياس وتقييم القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية في مجال التنبؤ بالقيمة المتوقعة النهائية للشركات ، وذلك من خلال الاستناد على منهجية تجريبية متكاملة تشتمل على الأسلوب الاستقرائي والأسلوب الاستنباطي متعدد النمذجة ، وذلك بالتطبيق على اثنتين وأربعين شركة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ، والتي تنتمي إلى ست قطاعات من القطاعات غير المالية ، وذلك خلال الفترة ٢٠١٤-٢٠١٩م.

اشتمل هذا البحث على أربع أقسام رئيسية. إذ تناول القسم الأول الإطار المفاهيمي للقيمة المتوقعة النهائية ، وتناول القسم الثاني منهجيات القياس الكمي لتلك القيمة ، واشتمل القسم الثالث على التناول التحليلي للجهود البحثية ذات الصلة. بينما تضمن القسم الرابع الدليل التجريبي من واقع الحالة المصرية. وقد انتهى الإطار التنظيري للبحث إلى ندرة الجهود البحثية في مجال التنبؤ بالقيمة المتوقعة النهائية ، وأن تلك الندرة لا تقف عند حدود علم المحاسبة ولكنها تمتد للعلم الأصيل في هذا الشأن وهو علم التمويل.

تحدد المتغير المستقل لهذا البحث في مجموعة من المؤشرات المالية المتكاملة المُعبّرة عن المعلومات المحاسبية ، والتي تغطي كافة الأبعاد المالية للشركة ، بينما تحدد المتغير التابع في القيمة المتوقعة النهائية والتي استند قياسها على أربع صور ، وتحددت تلك الصور في: رافعة التدفقات النقدية الحرة ، والتدفقات النقدية الحرة ، ومعدل النمو المستمر ، ومضاعفات القيمة.

تحددت النتيجة الرئيسية لهذا البحث في توافر القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية في مجال التنبؤ بالقيمة المتوقعة النهائية ، وبغض النظر عن آلية التعبير عن تلك القيمة ، ومع تواجد أفضلية لطريقة رافعة التدفقات النقدية الحرة ، وقد ظهرت مؤشرات السيولة والربحية بوصفها أكثر المؤشرات تأثيراً في القيمة المتوقعة النهائية.

أوصى الباحثون بالمزيد من البحوث الأكاديمية في مجال آليات قياس القيمة المتوقعة النهائية ، وذلك وفق آليات تتسق مع متطلبات تكوين مصفوفات التحليل الإحصائي ذات الصلة ، وكذلك توجيه المزيد من البحوث التطبيقية والتجريبية بشأن دراسة وتحليل الأبعاد المتنوعة للقيمة المتوقعة النهائية ، وتوظيف تلك القيمة سواء على سبيل الاستقلال أو التبعية أو الوساطة أو التعديل أو الترجيح أو الضبط.

الكلمات الدالة:

القيمة المتوقعة النهائية ، نموذج خصم التوزيعات ، نموذج خصم التدفقات النقدية الحرة ، نموذج خصم الدخل المتبقي.

## **Abstract**

This research investigates the explanatory power of accounting information to predict the terminal value "Continuing value", by adopting an empirical methodology that includes both of inductive and deductive approaches, by applying on 42 companies listed on the Egyptian exchange throughout the period from 2014 to 2019.

The research included four sections. First section included presenting a integrated conceptual framework for the terminal value, while the second section addressed the methodologies which are concerning with terminal value, third section included review of the literature that related to the different perspectives of terminal value. At the end, forth section included providing an empirical evidence from Egyptian case.

The independent variable of this research is accounting information, which is included group of financial indicators which are proxies for various financial perspectives. While the dependent variable is determined in terminal value, which included four types of indicators: free cash flows leverage, free cash flows, continuous growth rate and exit multiples value.

The main finding of this research is a providing empirical evidence for the availability of explanatory power of accounting information for the prediction of terminal value, regardless the technique that depend on measuring of terminal value. The free cash flow leverage is the best fit for the impact of accounting information on the terminal value.

The researchers recommended that, academicals must pay more attention to the how to measure of terminal value in a manner consistent with requirement of statistical matrix. Moreover, give more attention to the applying and empirical research, that is related to the terminal value, to depend on this value as independent, dependent, mediator, moderator, weighted, and control variable.

### **Keywords:**

Terminal Value, Dividend Discount Model, Discounted Free Cash Flow Model, discounted Residual Income Model.

## ١/١ : مقدمة البحث:

كانت وما زالت القدرة التفسيرية Explanatory Power للمعلومات المحاسبية محلاً للدراسة والبحث والتحليل ، وبخاصة تلك القدرة في مجال التنبؤ بقيمة الشركات ، والتي بدأت منذ مطلع الستينيات ووصلت إلى مرحلة النضج البحثي خلال فترتي الثمانينيات والتسعينيات من القرن الماضي ، والتي تم توصيفها لاحقاً بدراسات السوق المؤسسية محاسبياً Capital Markets " CMRBA " Research Based Accounting وهي تلك الدراسات المعنية في الأساس بدراسة وتحليل دور المعلومات المحاسبية في تقدير القيمة ( Kothari, 2001 ) .

وقد تباينت الرؤى حول المؤشر الكمي المُعبر عن تلك القيمة. فمن تلك الدراسات من استندت على القيمة السوقية ذاتها وأسعار الأسهم ، ومنها من استندت على مؤشر Tobin's q ، ومنها من استندت على مضاعفات القيمة وأكثرها انتشاراً معدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ، ومنها من استندت على عوائد الأسهم ( For more details: e.g., Lev and Ohlson, 1982; Kothari, 2001; Barth and Clinch, 2009 ) ، ومع تلك الكثافة البحثية الملحوظة في هذا المجال. لم يتم الاستناد في التعبير عن تلك القيمة بمؤشر القيمة المتوقعة النهائية Terminal Value وذلك وفق مفهومها المحدود الضيق ، أو القيمة المستمرة Continuing Value وفق مفهومها الموسع<sup>١</sup>. إذ أنه ومن المعتاد تناول هذا المصطلح في الأدب التمويلي ومع ذلك فقد تم إهماله تماماً في الأدب المحاسبي ، سواء بصورة تنظيرية توصل لمفهومه وماهيته أو بصورة تطبيقية تتناول آلية توظيفه في الشأن المحاسبي.

تم تناول القيمة المتوقعة النهائية / القيمة المستمرة بكثافة في أدبيات علم التمويل وذلك من حيث مفهومها وماهيته ومنهجيات التعبير عنها بصورة كمية ، وكذلك النمذجة ذات الصلة بها (e.g., Ross et al., 2003;2010; Dahlquist and Knight; 2022) ، ومع تلك الكثافة النظرية والإهتمام التنظيري الملحوظ لم يتم توظيف تلك القيمة على النحو التطبيقي أو التجريبي المناسب. إذ اكتفت أدبيات التمويل بالتنظير دون التطرق للتوظيف التطبيقي ، واكتفت أدبيات المحاسبة بإشتقاق المتغيرات ذات الصلة غير المباشرة ثم توظيف تلك المؤشرات.

<sup>١</sup> لم يتم الاستقرار وحتى تاريخه على ترجمة متفق عليها للمصطلح Terminal Value ، فالترجمة الحرفية للمصطلح تعني: القيمة الطرفية ، وقد استند الباحث في ترجمته وتعريبه على مضمونه وجوهره المقصود والمحدد في: قيمة الشركة في أية نقطة زمنية. وقد اعتمد الأدب التمويلي كذلك على استبدال هذا المصطلح بمرادفه وهو: القيمة المستمرة Continuing Value ، وهو المعنى الأكثر اتساعاً للمفهوم.

تستند القيمة المتوقعة النهائية وفق مفهومها الموسع " القيمة المستمرة " على منهجيات تقدير القيمة ، والتي يتم التعبير عنها كمياً من خلال ثلاثة نماذج رئيسية والمحددة في : نموذج خصم التوزيعات Discounted Dividends Model ، ونموذج خصم التدفقات النقدية الحرة Discounted Free Cash Flows Model ، ونموذج خصم تدفقات الدخل المتبقي Discounted Residual Income Flows Model ، وعليه ؛ فتلك القيمة ليست بالأمر المستحدث في علم التمويل ، كما أنها لم تكن بالأمر المهجور بالكلية في علم المحاسبة. إذ استندت النظرة التطبيقية المحاسبية على إشتقاق ثلاث متغيرات رئيسية تُعبر عن: التوزيعات وتدفقات النقدية الحرة وتدفقات الدخل المتبقي (e.g.,Profita 2016; Kereh, 2017; Mehanna, 2018; Bukit et al., 2019; Abughni et al., 2020). ثم توظيف تلك المتغيرات في مجال تقدير قيمة الشركات ، وعليه فقد تم توظيف تلك المتغيرات على أنها متغيرات مستقلة تفسيرية وليست كمتغيرات تابعة تعبر عن القيمة هذا من ناحية ، ومن ناحية أخرى التخلي عن المتغيرات الأصلية ذات الصلة بالتعبير عن القيمة المتوقعة النهائية والتي أوردتها الكتابات التمويلية ذات التأصيل النماذجي والذي يمكن الاستناد عليها في الدراسات بشقيها التطبيقي والتجريبي.

وقد أوردت الكتابات التمويلية العديد من المنهجيات لقياس وتقييم القيمة المتوقعة النهائية وذلك وفق مفهومها المحدد ، وقد أفرزت تلك المنهجيات نماذج ومؤشرات مالية يمكن الاستناد عليها في تقدير تلك القيمة وتوظيفها تطبيقياً. ومنها على سبيل المثال لا الحصر: رافعة التدفقات النقدية الحرة ، والتدفقات النقدية الحرة ، ومعدل النمو المستقر ، ومضاعفات القيمة (e.g., Reis and Augusto, 2014; Buttignon, 2015; Beitel, 2016; Behr et al., 2018; Rasmussen and Thormann, 2019; Dorfleitner, 2022) ، ولم تظهر تلك المؤشرات في الجهود البحثية المحاسبية ذات الصلة. باستثناء مؤشر التدفقات النقدية الحرة والذي يتم توظيفه على سبيل الاستقلال وليس على سبيل التبعية.

واستناداً على العرض السابق يمكن تحديد المشكلة البحثية في توفير الإجابة عن التساؤل التالي: إلى أي مدى يمكن قياس وتقييم قدرة المعلومات المحاسبية في مجال التنبؤ بالقيمة المتوقعة النهائية ، أو بمعنى آخر بيان أثر المعلومات المحاسبية على تقدير القيمة المتوقعة النهائية ، وفي إطار المنظور التمويلي لتلك القيمة ، وذلك بالتطبيق على بيئة الأعمال المصرية .

ويحدد الهدف الرئيسي لهذا البحث في صياغة نموذج كمي يُعبر عن تلك العلاقة التأثيرية ، ويتم الاستناد في تحقيق هذا الهدف على آليتين. إذ تتمثل الآلية الأولى منهما في صياغة الإطار النظري ذات الصلة ، والذي يسعى إلى توفير إطار مفاهيمي ونماذجي متكامل للقيمة المتوقعة النهائية ومع توفير رؤية تحليلية للجهود البحثية ذات الصلة ، بينما تتمثل الآلية الثانية في صياغة إطار تجريبي متكامل يشتمل على مجموعة من النماذج التي تعكس تلك العلاقة.

وتحدد أهمية هذا البحث في ناحيتين أحدهما تنظرية والأخرى تطبيقية. إذ تتحدد الأهمية النظرية في تناول إحدى المجالات البحثية التي تنسم بندرة التناول التحليلي لها وذلك من وجهة النظر المحاسبية ، وبالشكل الذي قد يضيف قدراً من المساهمة النظرية اليسيرة في هذا مجال الربط بين أدبيات علم التمويل وأدبيات علم المحاسبة. بينما تتحدد الأهمية التطبيقية في صياغة الدور الذي يمكن أن تقوم به المعلومات المحاسبية في تقدير القيمة المتوقعة النهائية وذلك في إطار نموذج كمي ( إحصائي ). وبالشكل الذي يمكن من التركيز على بعضاً من تلك المعلومات وبما يدعم القيمة المتوقعة النهائية من ناحية ، والقيمة السوقية للشركات من ناحية أخرى.

يتبنى هذا البحث منهجية تحليلية تستند على مزيج من الأسلوب الاستقرائي والاستنباطي. إذ تم توظيف الأسلوب الأول في عرض وتحليل الأدبيات ذات الصلة بالمشكلة البحثية وصولاً إلى صياغة فروض البحث ، بينما تم توظيف الأسلوب الثاني في تخطيط وإجراء الدراسة التجريبية ذات الصلة وكذلك اختبار الفروض. وقد استند البحث في شقه التجريبي على قياس القيمة المتوقعة النهائية وفق أربع مؤشرات مالية ، والتي تعد الأكثر تواجداً في أدبيات التمويل ، وتتحدد تلك المؤشرات الأربعة في: رافعة التدفقات النقدية الحرة ، والتدفقات النقدية الحرة ، ومعدل النمو المستمر ، ومضاعفات القيمة. إذ قصد الباحث من وراء ذلك أن الحادثة التطبيقية لموضوع البحث تفرض ضرورة التعبير عن القيمة المتوقعة النهائية من خلال مؤشرات متعددة ، وذلك لأن الاستناد على مؤشر واحد فقط في تلك الحالة قد يؤدي إلى نتائج مضللة وبالشكل الذي لا يمكن من تعميم تلك النتائج لاحقاً. وتوصل البحث في نتيجته التطبيقية العامة إلى توافر القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية في مجال التنبؤ بالقيمة المتوقعة النهائية ، وبغض النظر عن آلية قياس تلك القيمة ، ومع أفضلية ملحوظة للمؤشر الأول ، والمحدد في رافعة التدفقات النقدية الحرة.

تم إعداد هذا البحث في إطار ثلاثة حدود ، يتحدد الأول منها في الحدود الزمنية. إذ تتحدد فترة التحليل بالفترة ٢٠١٤-٢٠١٩م ولا يمتد البحث لغير ذلك من فترات ، ويتحدد الثاني في الحدود

التطبيقية. إذ تتناول الدراسة التجريبية الشركات المقيدة بالبورصة المصرية وفي إطار العينة التحليلية المحددة ، ولا تمتد لغير ذلك من الشركات ، بينما يتحدد الثالث في الحدود المنهجية للبحث. إذ يتم قياس القيمة المتوقعة النهائية في إطار التعبير عنها بمؤشرات مالية مشتقة من الأدب التمويلي ، وذلك دون التطرق لنماذج تقديرها التي لا تفي بمتطلبات واشتراطات مصفوفة التحليل الإحصائي.

ويتحدد القيد الرئيسي لهذا البحث فيما يتصل بالعينات الحُكمية على نحو العموم. وتأثير تفاوت السمات المالية بين الشركات التابعة لقطاعات متعددة وذلك في حالة التحليلات التشابكية المُجمعة Cross-Section Analysis ، وقد تم مراعاة ذلك القيد من خلال الاستناد على نمذجة إحصائية تحد من مشكلات ذلك القيد ذات الصلة.

وتتحدد المساهمة الرئيسية لهذا البحث في تناول التجريبي-التطبيقي لإحدى صور القيمة غير المُعتاد تناولها تطبيقياً. سواء في الأدب التمويلي أو الأدب المحاسبي. وللمزيد من التوثيق التطويري والتجريبي للمشكلة البحثية سيشتمل المتبقي من هذا البحث على الأقسام التالية:

٢/١: القسم الأول: ماهية ومفهوم القيمة المتوقعة النهائية

٣/١: القسم الثاني: منهجيات تقدير القيمة كأساس علمي للقيمة المتوقعة النهائية.

٤/١: القسم الثالث: الجهود البحثية ذات الصلة وتطوير فروض البحث

٥/١: القسم الرابع: الدليل التجريبي للبحث من واقع الحالة المصرية.

٦/١: القسم الخامس: التكامل المنهجي بين عناصر البحث الرئيسية.

ويُختتم البحث بـ:

٧/١: الدلالات والنتائج والتوصيات والآفاق المستقبلية.

٨/١: توثيق البحث.

وتفصيلات تلك الأقسام على النحو التالي.

## ٢/١: القسم الأول: ماهية ومفهوم القيمة المتوقعة النهائية:

لم يستقر الفكر التمويلي والمحاسبي على ترجمة متفق عليها للمصطلح Terminal Value " TV " فمعناه الحرفي " القيمة الطرفية " أي قيمة الوحدة عند أية نقطة زمنية ، ولكن الترجمة للعربية محل اختلاف حتى في الكتابات ذات الصلة بعلم التمويل وعلم رياضيات التمويل والاستثمار ، فالبعض ترجم المصطلح بـ " القيمة النهائية " والبعض ترجم المصطلح بـ " القيمة المستمرة Continuing Value " والبعض ترجم المصطلح بـ " القيمة المتبقية Residual Value " والبعض ترجم المصطلح بـ " القيمة طويلة الأجل Long Term Value " (Reis and Augusto, 2014) ، ومع هذا الجدل حول ترجمة هذا المصطلح استقر الباحث على ترجمته بـ " القيمة المتوقعة النهائية " ، وقد تناول العديد من الكُتاب مفهوم هذا المصطلح وذلك على النحو التالي تفصيله:

قام Penman (1998) بتحديد مفهوم القيمة المتوقعة النهائية من منظور محاسبي بكونها صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية للوحدة ، وذلك على افتراض استمرارها ، ونموها بمعدل يمكن توصيفه بالمعدل المستقر ، وأن تلك القيمة من شأنها الحد من الفجوة الكبيرة بين المنظور المحاسبي للقيمة والمنظور الاقتصادي لها ، وتعد من الآليات الفاعلة لتصويب القيمة من المنظور المحاسبي.

قام Buus (2007) بتعريف القيمة المتوقعة النهائية بكونها: قيمة أسهم الشركة في وقت ما في المستقبل ( عند نقطة مستقبلية بمرور الوقت ) وذلك على افتراض أن المشروع يتميز بنمو مستقر من الأرباح والاستثمارات أو إذا كانت مقارنة من معدل النمو تجاه الحالة المستقرة . ويقوم هذا المفهوم على مجموعة من الفرضيات والتي يأتي في مقدمتها : تماثل الفترة المتوقعة بين الأجل الزمني للحصول على عائد مناسب على الاستثمار والأجل الزمني ذات الصلة بالوفاء بالالتزامات المترتبة على التمويل سواء من مصادر ذاتية أو من مصادر غير ذاتية ، وكذلك أن الوحدة الاقتصادية تملك من المقومات ما يوفر لها القدرة على الاستمرار والنمو وبمعدلات يمكن توصيفها بالمستقرة.

وقام Jennergren (2008) بتقديم المفهوم التالي للقيمة المتوقعة النهائية: القيمة المتوقعة النهائية هي حصيلة مجموعة من التفاعلات المركبة شديدة التعقيد ، وذلك بين متغيرات البيئة



الداخلية ومتغيرات البيئة الخارجية. إذ تتشكل متغيرات البيئة الداخلية من السمات المالية والتشغيلية والبيئية للوحدة ، وهي متغيرات وفي الغالب قابلة للتطوير وتصميم الأساليب الكفيلة للحد من مخاطرها ، بينما متغيرات البيئة الخارجية أكثر تعقيداً. إذ تشمل على متغيرات الاقتصاد الكلي والمنظومة المعلوماتية والمجتمعية للدولة ككل. والتفاعل بين متغيرات البيئة الداخلية للوحدة وبيئتها الخارجية يؤدي في نهاية الأمر إلى " القيمة المتوقعة النهائية ". وتلك التفاعلات تتميز بكونها عملية مستمرة ، ويختلف مستوى تعقدها بحسب دورة حياة الوحدة الاقتصادية.

بينما قام (Pascual and Jimnez (2009 بتحديد مفهوم القيمة المتوقعة النهائية بكونها القيمة الناتجة عن توظيف مجموعة من مضاعفات القيمة المقبولة للتنبؤ بالقيمة المستقبلية للشركة ، وتختلف تلك المضاعفات من حيث أكثرها قبولاً بحسب القطاع الصناعي ، فمن تلك المضاعفات: إيراد المبيعات ، والأرباح قبل الفوائد والضرائب ، والأرباح بعد الفوائد والضرائب ، والتدفقات النقدية من عمليات التشغيل ، والتوزيعات المدفوعة.

وقد قام (Reis and Ajusto (2014 بتحديد مفهوم القيمة المتوقعة النهائية من منظور رياضي وذلك بكونها نتاج توظيف مجموعة من النماذج الرياضية المتقدمة والتي يؤدي تشغيلها إلى الحصول على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية والمتوقع الحصول عليها وذلك على افتراض استمرارية الوحدة ، وعليه ؛ من الجائز أن نطلق على تلك القيمة " القيمة المستمرة " أو " القيمة المتبقية " أو " القيمة في الأجل الطويل " .

بينما قام (Ramirez et al. (2017 بتحديد مفهوم القيمة المتوقعة النهائية بكونها نتاج رسملة التدفقات النقدية المستقبلية للوحدة الاقتصادية ، وذلك في ظل معدل نمو مستقر ، وأن هذا التوصيف بالمستقر يعني الاستقرار على مستوى الوحدة والاستقرار على مستوى متغيرات الاقتصاد الكلي وبخاصة الناتج المحلي الإجمالي . إذ تستند عملية التنبؤ بتلك القيمة على توافر عنصر الاستقرار في معدلات النمو سواء على المستوى الجزئي أو المستوى القطاعي أو المستوى القومي.

وفي إطار تلك التعريفات يمكن للباحث اشتقاق التعريف التالي للقيمة المتوقعة النهائية:

" مقدار صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية للوحدة ، وتقوم على مجموعة من الافتراضات الرئيسية والتي يأتي في مقدمتها: أن الوحدة تنمو بمعدل مستقر ويميل إلى الثبات منه إلى التغيير ، وأن الوحدة قادرة على جني المكاسب ذات الصلة بالتفاعلات بين متغيرات ومحددات

البيئة الداخلية ومتغيرات الاقتصاد الكلي ، وأن الوحدة تملك من القدرات ما يمكنها من تحقيق التراكم الرأسمالي المناسب من خلال الاستفادة الفعالة من كافة فرص الاستثمار المتاحة ."

ومن خلال استقراء تلك المفاهيم والرؤى النظرية لمفهوم القيمة المتوقعة النهائية يمكن تحديد خصائصها في إطار مجموعة من النقاط التحليلية وذلك على النحو التالي (Penman and Sougiannis, 1998; Arzac, 2005; Sabal, 2007; Miller, 2008; Pascual and Jimrnez, 2009; Reis and Augusto, 2014; Ramirez et al., 2017; Dorfleitner, 2022):

أ- تعد القيمة المتوقعة النهائية إحدى صور القيمة المتعارف عليها كالقيمة السوقية والقيمة الدفترية والقيمة البيعية والقيمة الأسمية والقيمة الحقيقية ، ولكنها تختلف بصورة جوهرية عن تلك الصور المتعددة للقيمة وذلك لتداخل خصائص الوحدة الاقتصادية ومتغيرات الاقتصاد الكلي في تقديرها.

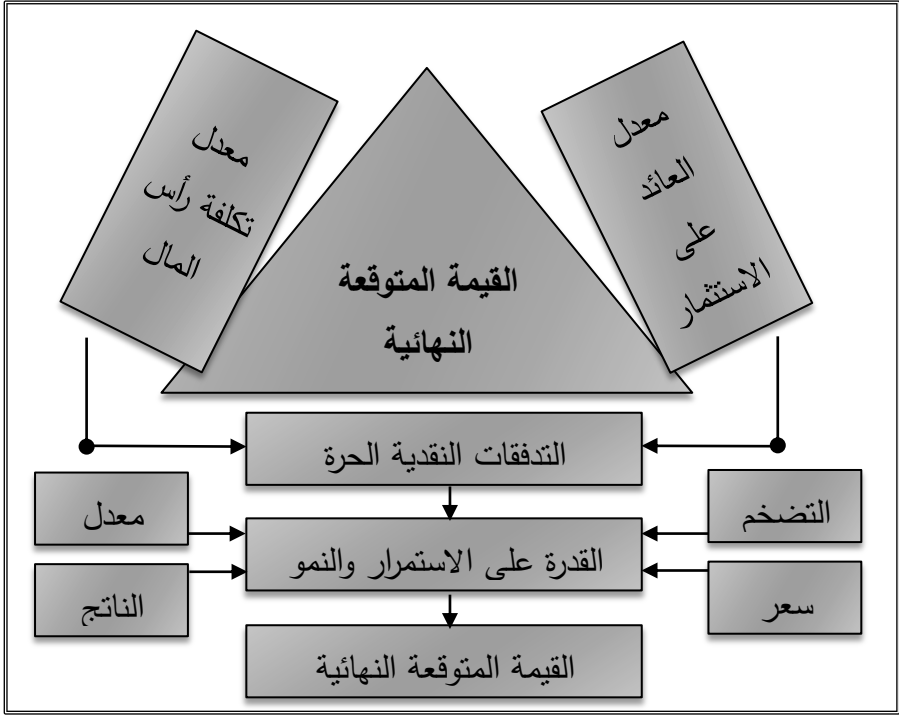
ب- تعد القيمة المتوقعة النهائية نتاج تنافسية بين طرفي المقص: الطرف الأول يتحدد في معدل العائد على الاستثمار ، والطرف الثاني يتحدد في تكلفة رأس المال. وعليه كلما زاد معدل العائد على الاستثمار مقارنة بتكلفة رأس المال كلما أدى ذلك إلى توليد قيمة متوقعة نهائية موجبة.

ج- يعد معدل العائد على الاستثمار من المحركات الرئيسية للقيمة المتوقعة النهائية ، والذي يرتبط وبصورة جوهرية بقدرة الوحدة على توظيف مواردها على نحو يتميز بالكفاءة وبالقدر الذي يساهم في دعم فعاليتها في تحقيق أهدافها المخططة ، ويرتبط هذا المعدل وبصورة وثيقة بالخصائص الرئيسية للوحدة ، والتي تمثل نتاجاً لسمات المالية والتشغيلية والبيئية لتلك الوحدة.

د- تعد تكلفة رأس المال من المحركات الرئيسية للقيمة المتوقعة النهائية. إذ أن نجاح الوحدة في الوصول إلى المزيح الأمتل " الفعال " لهيكل رأس المال من شأنه دعم القيمة المتوقعة النهائية.

هـ- تقوم متغيرات الاقتصاد الكلي بدور جوهري في مجال تقدير القيمة المتوقعة النهائية ، وبخاصة معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي. إذ تفترض القيمة المتوقعة النهائية أنه كما أن الوحدة الجزئية قادرة على النمو بمعدل مستقر تفترض كذلك أن الاقتصاد الكلي قادر هو الآخر على النمو بمعدلات مستقرة.

- و- تستند القيمة المتوقعة النهائية في تقديرها على العديد من المنهجيات والطرائق والأساليب - سيأتي تفصيلها تالياً - إلا أن جميعها يتفق في الإتصال الوثيق بين القيمة المتوقعة النهائية والتدفقات النقدية المستقبلية وبخاصة التدفقات النقدية الحرة.
- ز- القيمة المتوقعة النهائية هي حصيلة دورة حياة الوحدة ، بدءاً من النشأة مروراً بالنمو وانتهاءً بتغيير شكلها القانوني ( دمجاً أو إندماجاً ) أو تصفيته ، وفي كل مرحلة من تلك المراحل تتنوع قدرة الوحدة على توليد تدفقات نقدية مستقبلية ، وعليه فإن اختيار النقطة الزمنية لاحتساب تلك القيمة يعد من الأمور الجوهرية.
- ح- تعد التدفقات النقدية الحرة - التدفقات التي تمتلك الوحدة الحرية في توظيفها بعد الوفاء بمتطلبات التمويل سواء للملاك أو المقرضين - من المحركات الرئيسية للقيمة المتوقعة النهائية ، وتتأثر تلك التدفقات بالعديد من المتغيرات ومنها فرص النمو والشريحة السوقية الحالية والمتوقعة والميزة التنافسية للوحدة.
- ط- لم تكن القيمة المتوقعة النهائية جديدة بالكلية. إذ كانت شريكاً دائماً لكافة منهجيات تقدير القيمة ، وسواء المنهجيات القائمة على التوزيعات أو المنهجيات القائمة على الدخل المتبقي أو المنهجيات القائمة على التدفقات النقدية المخصومة ، وعليه ؛ لا يمكن تناول تلك القيمة بمعزل عن تلك المنهجيات.
- ي- تعد متغيرات الاقتصاد الكلي على وجه العموم من المحركات الرئيسية للقيمة المتوقعة ومن تلك المتغيرات: معدل التضخم وسعر الصرف وسعر الفائدة والنتاج المحلي. إذ يقوم معدل نمو الناتج المحلي بدور جوهري في هذا الشأن ، وإن كانت بعض الآراء المحاسبية تتادي بإمكانية احتساب القيمة المتوقعة النهائية مع تحييد دور معدل النمو في الناتج المحلي ، وذلك على اعتبار أن الأهم للمستثمر هو معدل النمو على مستوى الوحدة (Edwards and Bell, 1961; Ohlson. 1995) . فالمستثمر قد لا يعنيه سمات الاقتصاد الكلي بقدر ما يعنيه سمات الوحدة التي يستثمر بها أمواله.
- وبوضح الشكل رقم (١) موجزاً لجوهر ومضمون القيمة المتوقعة النهائية. كما يوضح الجدول رقم (١) التمييز بين مفهوم القيمة المتوقعة النهائية وغيرها من المفاهيم ذات الصلة.



شكل رقم (١): جوهر ومضمون القيمة المتوقعة النهائية.

المصدر: من إعداد الباحث ، بتصرف فيما سبق من إستقراء

جدول رقم (١) التمييز بين مفهوم القيمة المتوقعة النهائية ومفاهيم القيمة الأخرى ذات الصلة وذلك من منظور الوحدة ككيان وليس أصولها.

التوثيق	المفهوم	القيمة	مسلسل
منظور الباحث والمشتق من استقراء المفاهيم الواردة في الجهود البحثية.	مقدار صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية للوحدة ، وتقوم على مجموعة من الافتراضات الرئيسية والتي يأتي في مقدمتها: أن الوحدة تنمو بمعدل مستقر ويميل إلى الثبات منه إلى التغير ، وأن الوحدة قادرة على جني المكاسب ذات الصلة بالتفاعلات بين متغيرات ومحددات البيئة الداخلية ومتغيرات الاقتصاد الكلي ، وأن الوحدة تملك من القدرات ما يمكنها من تحقيق التراكم الرأسمالي المناسب من خلال الاستفادة الفعالة من كافة فرص الاستثمار المتاحة.	القيمة المتوقعة النهائية. Terminal Value	(١)

التوثيق	المفهوم	القيمة	مسلسل
Hendriksen (1991)	قيمة الوحدة في تاريخ تداول محدد ويتدخل في تحديدها العديد من العوامل التشابكية متقدمة التعقيد ومنها عوامل اقتصادية وعوامل بيئية وعوامل اجتماعية ويتصل بعضاً من تلك العوامل بالأبعاد والسمات التشغيلية والمالية والبيئية للوحدة.	القيمة السوقية Market Value	(٢)
Hendriksen (1991)	مقدار التدفقات النقدية المتحصل عليها نتاجاً لانتقال حياة الوحدة بصورة تامة إلى مستثمر حالي أو جديد.	القيمة البيعية Selling Value	
مصطلح شائع محاسبياً.	صافي القيمة الدفترية لأصول الشركة وتمثل قيمة حقوق الملكية للشركة وذلك من المنظور المحاسبي.	القيمة الدفترية Book Value	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- IAS 39.</li> <li>- SFAS 157.</li> </ul>	<p>من منظور المعايير:</p> <p>- القيمة التي يمكن بموجبها تبادل أصل أو تسوية التزام بين أطراف كل منهم لديه الرغبة في التبادل وعلى بيئة من الحقائق ويتعاملان بإرادة حرة.</p> <p>- السعر الذي يمكن الحصول عليه من بيع أصل أو لتسوية التزام (سعر الخروج) في معاملة منتظمة بين المشاركين في السوق في تاريخ القياس.</p> <p>من منظور الباحث وعلى مستوى الوحدة ككل:</p> <p>- هي القيمة المقدرة من قبل المستثمرين ، والتي قد يرضيها المستثمر الحالي كقيمة بيعية عادلة ، ويرتضيها المشتري كقيمة مقبولة نظير الاستحواذ على الشركة.</p>	القيمة العادلة Fair Value	
Beitel (2016)	صافي التدفقات النقدية المتولدة نتيجة لتصفية الشركة أو إعادة تقييمها وفق أسس موضوعية لهذا التقييم.	القيمة الحقيقية Intrinsic Value	(٤)

المصدر: من إعداد الباحثين ، والتوثيق قرين كل مفهوم.

### ٣/١: القسم الثاني: منهجيات تقدير القيمة كأساس علمي للقيمة المتوقعة النهائية:

يتواجد مترادفان دوماً لمصطلح القيمة المتوقعة النهائية ، المصطلح الأول هو القيمة المستمرة Continuing Value ، والمصطلح الثاني هو مصطلح القيمة الطرفية " النهائية " Terminal Value. إذ استقرت أدبيات التمويل على أن تلك القيمة هي في الأساس مخرجات لأي من منهجيات تقدير القيمة (e.g., Ross et al ., 2003; Ross et al., 2010; Dahlquist and Knight; 2022) ، وبخاصة منهجيات تقدير القيمة التقليدية منها والمحددة في ثلاث منهجيات: منهجية خصم التوزيعات ، ومنهجية خصم التدفقات النقدية ، ومنهجية الدخل المتبقي ، وتفصيلات تلك المنهجيات الثلاثة على النحو التالي<sup>٢</sup>:

#### أولاً: نموذج خصم التوزيعات

#### " The Dividends Discount Model " DDM "

تعد التوزيعات هي الصورة الرئيسية للعوائد التي يحصل عليها المستثمرون ، إلى جانب ما يجنيه المستثمرون من تحرك سعر السهم نحو الارتفاع ، ويأخذ النموذج الصورة القياسية العامة التالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=\infty} \text{Div} [1+E(R)]^{-t}$$

حيث:

P0 : سعر السهم المتوقع.

Div : التوزيعات المتوقع الحصول عليها خلال فترة حياة السهم.

E(R) : العائد المتوقع الحصول عليه خلال الفترة.

T : الفترة الزمنية المتوقعة لحياة السهم.

يعتمد النموذج في قياس القيمة السوقية على احتساب القيمة الحالية للتدفقات المتوقع الحصول عليها في المستقبل ، ومقارنة تلك التدفقات بتكلفة حياة السهم ، فإذا كانت القيمة الحالية للتوزيعات

<sup>٢</sup> تم عرض تلك المنهجيات الثلاثة بالاعتماد وبصورة رئيسية على العرض التحليلي الوارد بدراسة سعادة (٢٠١٥): رسالة دكتوراة غير منشورة ، والتي استندت في عرضها على المرجع الأصيل التالي: (Park and Demarz, 2007) ، وقد تم مطابقة محتوياتها مع الكتابات الرائدة في

مجال التمويل والتي في مقدمتها (Ross et al. (2010).

مضافاً إليها القيمة الحالية لسعر البيع المتوقع للسهم أكبر من تكلفة حيازة السهم ، يفضل في تلك الحالة حيازة السهم ، والعكس صحيح ، أما إذا كانت القيمة الحالية للتدفقات من التوزيعات والقيمة البيعية أقل من تكلفة حيازة السهم يفضل في تلك الحالة عدم حيازة السهم ، ويتم ذلك بطبيعة الحال في إطار تنافسي بين الاستثمار محل التقييم والبدائل الإستثمارية الأخرى ، ويتم صياغة تلك العلاقة من خلال المعادلة التالية:

$$NPV = [[P_1 + Div]/[1 + E(R)]^t] - P_0$$

وتمثل NPV صافي القيمة الحالية للتدفقات المتوقع الحصول عليها كنتيجة لحيازة السهم ، ويمثل P1 سعر البيع المتوقع للسهم ، و P0 تكلفة حيازة السهم ، فإذا كان صافي القيمة الحالية موجباً يقبل الاستثمار كبديل تنافسي للمصادر الأخرى ، وإذا كان سالباً يتم رفضه كبديل استثماري ، ويفترض ذلك ثبات قيمة التوزيعات خلال مدة الحيازة ، وثبات معدل العائد المتوقع من المستثمر .

معنى ذلك أن العائد المتوقع الحصول عليه يتضمن نوعين من العوائد ، يمكن صياغتهما كمعدلات ، الأول هو عائد التوزيع Dividends Yields ، ويتم الحصول عليه من خلال قسمة التوزيع على سعر حيازة السهم ، والثاني عائد السهم Stock Return ، ويتم الحصول عليه بقسمة الفرق بين سعر السهم في تاريخ البيع وسعر السهم في تاريخ الحيازة على سعر السهم في تاريخ الحيازة ، ويشترك المعدلان في صياغة العوائد المرتبطة بالسهم.

يتأثر النموذج بدرجة استقرار معدل النمو في التوزيعات ، فإذا كان معدل النمو في التوزيعات يزيد بمعدل ثابت قدره G - وتلك فرضية من المستحيل حدوثها في الواقع العملي - يأخذ النموذج الصورة العامة التالية:

$$NPV = Div_1/(1 + E(R))^1 + Div_2(1 + G)^2/(1 + E(R))^2 + \dots + Div_N(1 + G)^N/(1 + E(R))^N - P_0$$

أما إذا كانت معدل النمو في التوزيعات يختلف من فترة إلى أخرى يتم في تلك الحالة الاعتماد على المعادلة التالية ، والتي تطبق من فترة إلى أخرى بحسب معدل النمو المتوقع

$$P_0 = Div / [E(R) - G]$$

ومن خلال العرض السابق يمكن استخلاص أوجه القصور التالية والتي يتفق فيها الباحث مع العديد من الدراسات ومنها (Ivanovski et al., 2015; Belomyttseva and

(Grinkevich, 2016): والتي قد تقف قيداً أمام توظيف نموذج التوزيعات في مجال تقدير القيمة المتوقعة النهائية "TV – CV"

أ- يصعب في الواقع العملي توقع التوزيعات بدرجة تتصف بالموضوعية والدقة ، وذلك لتشابك المتغيرات المؤثرة في التوزيعات ، ومنها معدلات الربحية ، ومعدل النمو ، وخطط الشركة المستقبلية ، وعدد الأسهم المتداولة ببورصة الأوراق المالية ، وسياسات الإدارة ، وجميعها متغيرات تتفاعل مع متغيرات السوق ومتغيرات الاقتصاد الكلي ، وبالشكل الذي يصعب معه تقدير التوزيعات .

ب- يعتمد النموذج بصورة أساسية على معدل العائد المتوقع الحصول عليه ، حيث أن ناتج تطبيق النموذج يعتمد بصورة أساسية على هذا المعدل ، وهو معدل يصعب تقديره في الواقع العملي ، وبخاصة في الأوقات التي تتسم بعدم الاستقرار في أسواق المال ، كما أن المعدل يتأثر بصورة كبيرة بطريقة تفكير المستثمر ، لذا قد يغلب على هذا التوقع عنصر التحيز .

ج- قد تقرر الشركة عدم إجراء توزيعات أو تخفيضها تدعيماً لخطط النمو المستقبلي وإجراء التوسعات ، فيفقد النموذج في تلك الحالة موضوعيته. إذ أن ربط التوزيعات بالقيمة السوقية في تلك الحالة يؤدي إلى تدفقات مخصومة بعيدة تماماً عن أرض الواقع.

### ثانياً: نموذج خصم التدفقات النقدية الحرة:

#### **The Discounted Free Cash Flow Model " DFCF Model-FCF Model "**

يعتمد نموذج خصم التدفقات النقدية الحرة في تقدير القيمة السوقية للشركة على ما يعرف بالنقدية مرنة التصرف والمتاحة لتمويل التراكم الرأسمالي بلا قيود سواء من مصادر التمويل الذاتية أو مصادر التمويل غير الذاتية ، وقد تشمل على النقدية المتاحة للتوزيع على المستثمرين دون التأثير على احتياجات العمليات التشغيلية من النقدية ، أي السيولة المتاحة للتوزيع على المستثمرين دون وجود تأثير سلبي على احتياجات العمليات التشغيلية من السيولة ، أو احتياجات التوسعات المستقبلية ، ولذلك فإن النموذج يوظف ليستخدم في بُعدين رئيسيين ؛ يتحدد البُعد الأول كمؤشر لآداء الشركة وقدرتها على توفير التوزيعات المتوقعة لحملة الأسهم العادية بالاعتماد على قائمة



التدفقات النقدية ، والثاني كنموذج لتقدير قيمة الشركة ، وبالشكل الذي يدعم قراراتهم الاستثمارية ، وتحسب النقدية الحرة اعتماداً على البيانات التاريخية وفق الصورة القياسية التالية :

$$FCF = EBIT(1 - TR) + Dpr - CE - IINWC$$

حيث:

FCF : النقدية الحرة (الحرّة)

EBIT : الأرباح قبل الفوائد والضرائب.

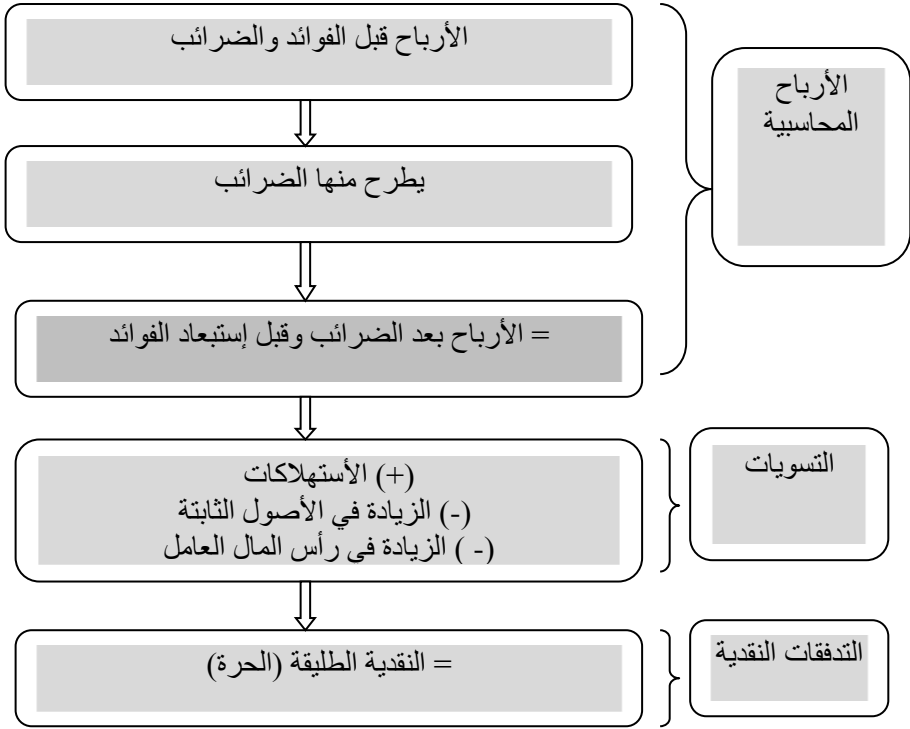
TR : معدل الضريبة على الدخل.

Dpr : الأستهلاك سواء للأصول الثابتة الملموسة أو الأصول الثابتة المعنوية.

CE : مدفوعات رأس المال .

IINWC : قيمة الزيادة في صافي رأس المال العامل.

ويوضح الشكل رقم (٢) ، عملية الربط بين الأرباح المحاسبية ومفهوم النقدية الحرة. إذ تبدأ عملية الحساب بالأرباح المحاسبية قبل الفوائد والضرائب ، وي طرح منها الضرائب على الدخل ، وقبل حساب مدفوعات الفوائد ، ثم تجرى على هذا الرقم ثلاث تسويات أساسية ، التسوية الأولى منها تتضمن إضافة الإهلاك والأستهلاك بشقيه سواء الأصول المادية الملموسة أو الأصول المعنوية ، بوصف التناقص التدريجي في القدرة التشغيلية للأصل تعد تدفق محاسبي غير نقدي ، والتسوية الثانية طرح مدفوعات رأس المال والمتمثلة في التدفقات الاستثمارية الخارجة المتمثلة في مشتريات الأصول الثابتة ، والتسوية الثالثة استبعاد الزيادة في صافي رأس المال العامل وهو مقدار الزيادة في الأصول المتداولة عن الزيادة في الالتزامات المتداولة ، وتهدف تلك التسويات بصورة أساسية إلى استبعاد التسويات الراجعة إلى تطبيق أساس الاستحقاق ، وبالتالي تحويل رقم الربح من ربح محاسبي إلى ربح نقدي ، وبالتالي تنقية رقم الربح من بعضاً من الممارسات المحاسبية غير الموضوعية ذات الصلة بممارسات إدارة الربح.



شكل رقم (٢) : العلاقة بين الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية الحرة:

Source: Takacs, 2007.P.4.

وتحسب التدفقات النقدية الحرة عن كل فترة يُراد تقييم الشركة خلالها بالاعتماد على البيانات التاريخية لحظة التقييم ، ويُعتمد على تلك القيمة في تقدير قيمة الشركة في تلك النقطة الزمنية ، وذلك من خلال المعادلة التالية التي تأخذ الصورة القياسية :

$$P_0 = FCF_t + Cash_t - Debts_t$$

حيث:

- . Pt : القيمة المقدرة للشركة في النقطة الزمنية t .
- . FCFt : تدفقات النقدية الحرة عن فترة التقييم في النقطة الزمنية t .
- . Casht : قيمة النقدية الفعلية في النقطة الزمنية t .
- . Debtst : قيمة الألتزامات الفعلية في النقطة الزمنية t .

ولاستخدام التدفقات النقدية الحرة لأغراض تقدير قيمة الشركة كإعكاس لتدفقاتها المستقبلية ، يتم تتبع النقدية الحرة الفعلية من خلال سلوكها التاريخي ، أو بحسب النموذج التنبؤي المُعتمد عليه ، ثم يبني على هذا الأساس سلسلة زمنية مقدرة لقيمتها المستقبلية ، لتتحول إلى شكل دفعات مستقبلية ، ثم يتم خصم تلك التدفقات ، وفق معدل خصم موضوعي .

ويعتمد على معدل التكلفة المرجحة لرأس المال " Weighted Average Cost of Capital " WACC كمعدل لخصم التدفقات النقدية الحرة المستقبلية ، ويختلف هذا المعدل عن المعدل المستخدم في خصم التوزيعات ، حيث تعكس التكلفة المرجحة لرأس المال نوعين من المخاطر ، النوع الأول المخاطر المتعلقة بحيازة السهم ، ويمثلها الحد الأدنى من العائد المتوقع الحصول عليه من قبل المستثمر ، والثاني مخاطر عدم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها ، وعلى النقيض من ذلك فإن المعدل المستخدم في خصم التوزيعات يمثل مخاطر حيازة السهم فقط ، مع إهمال مخاطر عدم القدرة على السداد ؛ ولذا فإن المعدل المستخدم في حالة نموذج التدفقات النقدية الحرة يعد أكثر موضوعية من المعدل المستخدم في حالة نموذج التوزيعات المخصومة ، وعلى ذلك تحسب القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة من خلال المعادلة التالية ، والتي تأخذ الصورة القياسية :

$$PVFCF = \sum_{t=1}^{t=\infty} FCF (1 + R)^{-t}$$

حيث:

PVFCF : القيمة الحالية للنقدية الحرة .

FCF : تدفقات النقدية الحرة .

R : معدل التكلفة المرجحة لرأس المال .

وعلى الرغم من أن نموذج التدفقات النقدية الحرة قلص من مساحة الحرية الممنوحة للمديرين في تحسين الأرقام المحاسبية وإتباع أساليب المحاسبة الإبداعية ، إلا أن الباحث يتفق مع (Takacs, 2007) في رؤيته حول العديد من القيود التي تقف عائقاً أمام توظيف التدفقات النقدية الحرة في تقدير القيمة المتوقعة النهائية ، والتي يأتي في مقدمتها:

أ- ما زال معدل الخصم يعاني من التحيز ، بسبب اعتماده ولو بصورة جزئية على معدل العائد المتوقع من خلال المستثمر ، ويضاف لذلك أيضاً أن توظيف النموذج في مجال تقدير قيمة

- الشركة يعتمد بصورة أساسية على السلوك التاريخي للتدفقات النقدية الحرة في الماضي ، والتي تعتمد بصورة أساسية على الأرباح قبل الفوائد والضرائب ، والتي قد تكون عُرضه للعديد من الممارسات ، ولذا يلزم إبتداءً التأكد من سلامة تلك المعلومات من خلال جهات مهنية متخصصة ، وبالشكل الذي قد يضاعف من تكاليف تطبيق النموذج.
- ب- يخلط النموذج بين القيم الفعلية (النقدية والالتزامات الفعلية) ، والقيم المقدرة (التدفقات النقدية الحرة ) في نموذج تسعير واحد ، وبالشكل الذي يؤدي إلى عدم إتساق مكونات النموذج ، وقد ينتهي ذلك إلى تقديرات غير موضوعية لقيمة الشركة.
- ج- في بعض الحالات قد ينتج النموذج تدفقات نقدية حرة سالبة مع كون الشركة ناجحة وقادرة على الاستمرار ، ولكنها تعاني من نقص سيولة في إحدى الفترات ، نتيجة عمليات التوسع ، أو زيادة الوزن النسبي للقروض بالهيكل التمويلي ، وبالتالي حتى يمكن الاعتماد على النموذج كمؤشر للأداء اعتماداً على بيانات تاريخية ، يلزم تتبع تلك البيانات خلال فترات طويلة نسبية .حتى يتسنى التقييم على نحو موضوعي ، وقد لا تتوافر تلك الفترات الزمنية في غالبية الأسواق المالية الناشئة ، ومنها بطبيعة الحال بيئة الأعمال المصرية.
- د- يعتمد النموذج على تقدير التكلفة المستقبلية المرجحة لرأس المال ، وهي عرضة لأخطاء التقدير ، كما أنها عرضة لمثالب التحيز ، بالشكل الذي يضعف من مصداقية النموذج في التعبير عن القيمة السوقية للشركة .

### ثالثاً: نموذج الدخل المتبقي: " Residual Income Model " RI Model "

يعتمد نموذج الدخل المتبقي في تقدير قيمة الشركة على حساب الدخل المتبقي ، وهو مقدار الدخل المتبقي بعد استبعاد تكلفة رأس المال من الأرباح المحاسبية ، ويحسب وفق المعادلة التالية التي تأخذ الصورة القياسية التالية:

$$RI = NI - COE$$

$$COE = C \times CCR$$

حيث:

- RI : الدخل المتبقي .  
 NI : صافي الدخل .  
 COE : تكلفة رأس المال .  
 C : رأس المال .  
 CCR : معدل تكلفة رأس المال .

وتحسب تكلفة رأس المال وفق ثلاثة طرق أساسية بحسب المعدل المستخدم في حسابها ، حيث تعتمد الطريقة الأولى على معدل العائد الخالي من المخاطر Risk Free Rate ، وهو معدل العائد المتوقع الحصول عليه عند وصول المخاطرة إلى المستوى صفر ، ومثالاً لذلك معدل الفائدة على أسهم الخزنة التي تصدر مضمونة حكومياً .

وتعتمد الطريقة الثانية على معدل العائد المتوقع الحصول عليه من قبل المستثمرين ، في إطار البدائل التنافسية المتاحة للاستثمار أو ما يعرف بتكلفة الفرصة البديلة ، وتعكس العائد المتوقع مقابل المخاطر التي يتحملها المستثمرون نظير تفضيلهم البديل الاستثماري محل التقييم ، واحتمال تعرض استثماراتهم لخسارة أو عدم تحقيق العائد المتوقع ، ويختلف المعدل من مستثمر إلى آخر وبحسب النموذج القراري المعتمد عليه .

وتعتمد الطريقة الثالثة على معدل التكلفة المرجحة لرأس المال وهو المعدل الذي يغطي نوعين من المخاطر ، النوع الأول ويعكس تكلفة الفرصة البديلة نتيجة تفضيل البديل الاستثماري محل التقييم ، ويمثل في ذلك العائد المتوقع ، والنوع الثاني مخاطر عدم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها وتحمل المستثمرين لتلك الأعباء ، ويرى الباحث أن الاعتماد على التكلفة المرجحة لرأس المال أكثر موضوعية من الاعتماد على معدل العائد الخالي من المخاطر ، ومعدل العائد المتوقع ، ويضاف لذلك أن معدل التكلفة المرجحة لرأس المال هناك استقرار على كيفية احتسابها في الأدب التمويلي مقارنة بمعدلات الخصم التي قد يغلب عليها التحيز .

ويتم تقدير قيمة الشركة وفق نموذج الدخل المتبقي وفق الصورة القياسية التالية:

$$V_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} RI(1 + R)^{-t}$$

حيث :

$V_0$  : القيمة المقدرة للشركة في النقطة الزمنية محل التقييم .

$BV_0$  : القيمة الدفترية للشركة في النقطة الزمنية محل التقييم .

$RI$  : تدفقات الدخل المتبقي .

$R$  : المعدل المستخدم في خصم تدفقات الدخل المتبقي .

$T$  : الفترة الزمنية المستقبلية التي يغطيها التقييم .

ونفترض الصورة القياسية السابقة ثبات تدفقات الدخل المتبقي من فترة إلى أخرى ، ومع ثبات المعدل المستخدم في خصم تلك التدفقات ، ولما كان من الصعب تواجد تلك الصورة في الواقع التطبيقي. يتم الانتقال إلى الصورة الثانية والتي تفترض زيادة تدفقات الدخل المتبقي بمعدل ثابت ، ومع ثبات المعدل المستخدم في خصم تلك التدفقات ، ويأخذ ذلك الصورة القياسية التالية :

$$V_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{m-1} RI_t(1+R)^{-t} + T_m(1+R)^{-m+1}$$

إذ تمثل القيمة  $T_m$  القيمة الطرفية Terminal Value والتي يتم حسابها وفق المعادلة التالية والتي تأخذ الصورة القياسية:

$$T_m = RI_m / (R - G)$$

ويمثل  $G$  معدل النمو الثابت في تدفقات الدخل المتبقي ، ويمثل  $R$  معدل العائد المستخدم في خصم تدفقات الدخل المتبقي ، وتمثل  $M$  الفترة الكلية لعملية التقييم ، ولما كانت تلك الفرضية ليست قابلة للتواجد في الواقع التطبيقي. إذ أنه من المنطقي أن تختلف تدفقات الدخل المتبقي من فترة لأخرى ، بالشكل الذي يتطلب تطوير الصورة القياسية لتصبح على الصورة التالية :

$$V_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{m-1} RI_{t1}(1+R_{t1})^{-t1} + RI_{t2}(1+R_{t2})^{-t2} + \dots + RI_N(1+R_N)^{-N}$$

وهي الصورة الأكثر تواجداً في الواقع التطبيقي ، حيث تختلف تدفقات الدخل المتبقي من فترة لأخرى ، ويضاف لذلك أيضاً أنه قد يختلف المعدل المستخدم في خصم تلك التدفقات من سنة لأخرى أيضاً ، ويقابل تطبيق ذلك النموذج في الواقع التطبيقي الكثير من العقبات ، ومنها كيفية

تقدير تدفقات الدخل المتبقي من فترة إلى أخرى ، بالإضافة إلى كيفية تقدير المعدل المستخدم في الخصم من فترة لأخرى.

وعلى الرغم من إمكانية تطبيق النموذج في جميع الأحوال ، وبالصورة التي تضيف عليه قدر كبير من المرونة في مختلف البيئات ، وسواء في وجود توزيعات أو غيابها ، أو إذا ما كانت التدفقات النقدية الحرة سالبة ، إلا أن النموذج وفق رؤية الباحث يعاني من أوجه القصور التالية ، وتتفق تلك الرؤية مع العديد من الدراسات ومنها (Plemborg, 2002; Magni, 2008; Tareq, 2012):

- أ- يعاني النموذج من الخلط بين القيم الفعلية المتمثلة في القيمة الدفترية ، والقيم المقدرة المستخدمة في التعبير عن تدفقات الدخل المتبقي ، وبالشكل الذي يفقد النموذج الإتساق المطلوب في مثل تلك الحالات .
- ب- يعتمد النموذج على صورتين من المعدلات ، وتحدد الصورة الأولى منها في معدل احتساب تكلفة رأس المال ، وتحدد الصورة الثانية منها في المعدل المستخدم في خصم تدفقات الدخل المتبقي ، وهي معدلات تقديرية ، قد يغلب عليها عنصر التحيز مما يفقدها الموضوعية المطلوبة ، كما أن التغيير فيها يؤدي إلى اختلاف النواتج بصورة جوهرية ، وإن كان مقدار التحيز بها أقل مقارنة بنموذج خصم التوزيعات ونموذج خصم التدفقات النقدية الحرة ، وربما يكون ذلك راجعاً إلى تواجد استقرار في الأدب التمويلي على كيفية تقدير معدل التكلفة المرجحة لرأس المال.
- ج- يرتبط حساب التكلفة المرجحة لرأس المال برأس المال السوقي للشركة ككل ، والذي يصعب تقديره خلال الفترات الطويلة نسبياً ، لتعدد وتنوع العوامل المؤثرة في القيمة السوقية ، وبخاصة مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية.
- د- يتطلب النموذج وبصورة أساسية استقرار أسعار الأسهم المتداولة ببورصة الأوراق المالية ، وقد لا يتوافر ذلك في الواقع العملي ، وبالصورة التي تمنع تطبيق النموذج ، حتى ولو كان ذلك على سبيل الاسترشاد.

**ومع تلك الرؤية العامة للأسس العلمية** ذات الصلة بتقدير القيمة المتوقعة النهائية ، يبدو في الأفق بعض الرؤى التي كانت أكثر تحديداً. إذ انتقلت تلك الرؤى من الإطار العام لقياس وتقييم القيمة المتوقعة النهائية إلى منهجيات قياس متفردة ، وهي منهجيات ليست جديدة بالكلية. إذ تعتمد في قياس القيمة المتوقعة النهائية على ذات الأسس العلمية الواردة في المنهجيات الثلاثة السابق عرضها ، ولكنها أخذت صور قياسية مشتقة منها ومستقلة عنها ، ويتناول هذا الجزء عرض تلك

الصور القياسية ، والتي استقرت عليها العديد الجهود البحثية (Reis and Augusto, 2014; Buttignon, 2015; Beitel, 2016; Behr et al., 2018; Rasmussen and Thormann, 2019; Dorfleitner, 2022) يأخذ احتساب القيمة المتوقعة النهائية مجموعة الخطوات المنهجية التالية:

▪ الخطوة الإجرائية الأولى: تقدير قيمة الشركة بالاستناد على الأرباح:

$$TV = \frac{NOPAT_{t+1}}{WACC}$$

حيث:

$NOPAT_{t+1}$ : صافي الدخل التشغيلي بعد الفوائد والضرائب.

$WACC$ : معدل التكلفة المرجحة لرأس المال.

ويتم احتساب القيمة المتوقعة النهائية وفق تلك الخطوة على أساس صافي القيمة الحالية لتدفقات النقدية المستقبلية والتي يتم التعبير عنها بصافي الدخل بعد الفوائد والضرائب ، ومن الملاحظ أنها لا تشمل على معدل النمو في تدفقات الأرباح. إذ تفترض أن تلك التدفقات ثابتة ولن تتغير وعليه فمعدل نموها دوماً يساوي الصفر ، ولما كانت تلك الفرضية لا يمكن أن تتحقق في الواقع التطبيقي لذا يتم الانتقال إلى الخطوة الإجرائية التالية.

▪ الخطوة الإجرائية الثانية: تقدير قيمة الشركة وفق التدفقات النقدية الحرة:

يتم التعبير عن تلك الخطوة من خلال الصورة القياسية التالية:

$$TV = \frac{FCFF_{t+1}}{WACC - g}$$

$FCFF_{t+1}$ : التدفقات النقدية المستقبلية الحرة.

$WACC$ : معدل التكلفة المرجحة لرأس المال.

$g$ : معدل النمو في التدفقات النقدية الحرة.

تنسب تلك الصورة القياسية في الأساس إلى الاقتصادي الشهير (1959) Gordon والتي تم الاستناد عليها ولحقة زمنية ليست بالقصيرة في مجال تقدير قيمة الشركات ، وتتخذ تلك الخطوة من التدفقات النقدية الحرة بديلاً لتدفقات الأرباح ، وذلك على اعتبار كونها مضاعف أكثر موضوعية



للقيمة ، ويتم خصم تلك التدفقات من خلال الفرق بين التكلفة المرجحة لرأس المال ومعدل النمو في التدفقات النقدية الحرة ، ومع ملاحظة أن ذلك النموذج يفترض ثبات معدل النمو في التدفقات النقدية الحرة ، أي أنه التدفقات قد تتغير من فترة لأخرى ، ولكن معدل تغيرها يمكن توصيفه بالمستقر ، وتلك الفرضية هي الأخرى من المستحيل توажدها في الواقع التطبيقي ، وذلك لأن التراكم الرأسمالي والنمو قد يختلف من فترة لأخرى. إذ أنه في الفترات الأولى التالية للتوسعات الاستثمارية قد يكون معدل النمو محدود للغاية ، ثم يأخذ في الزيادة شيئاً فشيئاً وصولاً إلى مرحلة الاستقرار. ويقوم النموذج بهذا الشكل بتحديد دورة حياة رأس المال ، والآثار المترتبة على التوسعات الاستثمارية ، ونظراً لتلك الفرضية غير الواقعية يتم الانتقال إلى الخطوة الإجرائية الثالثة.

▪ الخطوة الإجرائية الثالثة: تقدير قيمة الشركة في إطار التوسعات الاستثمارية:

تنسب تلك الخطوة الإجرائية إلى الدراسة الرائدة لـ Koller et al. (2010) ، وتأخذ تلك الخطوة الصورة القياسية التالية:

$$TV = \frac{NOPLAT_{t+1} \left(1 - \frac{g}{RONIC}\right)}{WACC - g}$$

حيث:

$NOPLAT_{t+1}$ : صافي الدخل التشغيلي بعد الضرائب وفي إطار التخفيض بمقدار التسويات الضريبية المستقبلية.

$g$ : معدل النمو في صافي الدخل التشغيلي بعد الضرائب وفي إطار التخفيض بمقدار التسويات الضريبية المستقبلية.

$RONIC$ : معدل العائد المتوقع على الإضافات الرأسمالية الجديدة " الاستثمارات الجديدة " وحتى تصل إلى معدل نمو يساوي الاستثمارات القديمة.

$WACC$ : معدل التكلفة المرجحة لرأس المال.

تخلت تلك الخطوة الإجرائية عن التدفقات النقدية الحرة ، وعادت من جديد إلى الأرباح ، ويرجع سبب ذلك إلى الحاجة إلى مراعاة تفاوت السلوك بين الاستثمارات الجديدة والاستثمارات القائمة بالفعل ، فالاستثمارات الجديدة في مرحلة مبكرة لدورة رأس المال أما القديمة ففي مرحلة متقدمة ، وقد تكون وصلت بالفعل إلى مرحلة الاستقرار ، وعليه يتم ترجيح تدفقات الأرباح بمقدار

مكمل نسبة معدل النمو في تلك الأرباح إلى معدل العائد المتوقع على الاستثمارات الجديدة ، ومع ثبات مقام الصورة القياسية بلا تعديل ، وبذلك الصورة تم مراعاة التفاوت بين الاستثمارات الجديدة والاستثمارات القائمة بالفعل ، ولكن ومع ذلك ما زال النموذج يفترض ثبات معدل نمو تدفقات الأرباح ، كما يفترض أن الاستثمارات الجديدة ستتجح وستمر بالمرحل المعتادة لدورة رأس المال ، وتلك الفرضيات في مجملها قد لا تتسق مع الواقع التطبيقي ، وبضاض لذلك أن النموذج يستند على الأرباح التشغيلية بعد تسويتها بالالتزامات الضريبية المستقبلية ، وعليه ؛ فهي تقديرات قد يغلب عليها التحيز . وعليه يتم الانتقال للخطوة الإجرائية الرابعة.

#### ▪ الخطوة الإجرائية الرابعة: تقدير قيمة الشركة في إطار نموذج ثنائي الخطوة

↓ (2010) Koller et at :

تأخذ تلك الخطوة الصورة القياسية التالية:

$$TV = \left[ \left( \frac{NOPLAT_{t+1} \left( 1 - \frac{g_a}{RONIC_a} \right)}{WACC - g_a} \right) \right] \left[ 1 - \left( \frac{1 + g_a}{1 + WACC} \right) \right] + \left[ \frac{NOPLAT_{t+1} (1 + g_a)^N \left( 1 - \frac{g_b}{RONIC_b} \right)}{(WACC - g_b) (1 + WACC)^N} \right]$$

حيث:

$NOPLAT_{t+1}$ : صافي الدخل التشغيلي بعد الضرائب وفي إطار التخفيض بمقدار التسويات الضريبية المستقبلية.

$g_a$ : معدل النمو في صافي الدخل التشغيلي بعد الضرائب وفي إطار التخفيض بمقدار التسويات الضريبية المستقبلية. وذلك في المراحل المبكرة للاستثمارات الجديدة " معدل النمو في الشركة كوحدة متكاملة وفي ظل ضخ استثمارات جديدة إلى الاستثمارات القائمة "

$RONIC_a$ : معدل العائد المتوقع على الإضافات الرأسمالية الجديدة " الاستثمارات الجديدة " وذلك في المراحل المبكرة لتلك الاستثمارات. إذ تتزايد عناصر التشويش وعدم التأكد.

$g_b$ : معدل النمو في صافي الدخل التشغيلي بعد الضرائب وفي إطار التخفيض بمقدار التسويات الضريبية المستقبلية. وذلك في المراحل المتقدمة للاستثمارات الجديدة ، وتتسم تلك المراحل بتواجد استقرار في نمو تلك الاستثمارات وبما يتسق مع الاستثمارات القائمة.

$RONIC_b$ : معدل العائد المتوقع على الإضافات الرأسمالية الجديدة " الاستثمارات الجديدة " وذلك في المراحل المتقدمة لتلك الاستثمارات. إذ تنخفض حدة عناصر التشويش وعدم التأكد.

$WACC$ : معدل التكلفة المرجحة لرأس المال.

وتتميز تلك الخطوة الإجرائية بالاستناد على مقدارين لمعدل النمو في معدل العائد المتوقع على الاستثمارات الجديدة ، ومقدارين لمعدل النمو في تدفقات الأرباح التشغيلية بعد تنفيذ التسويات الضريبية المستقبلية ، وعليه فتعد تلك الخطوة من الخطوات المتقدمة في مجموعة الخطوات الإجرائية ذات الصلة بتقدير القيمة المتوقعة النهائية ، ومع ذلك تظل مثالب الخطوات السابقة قائمة كما هي ، والمحددة في ثبات معدلي العائد المتوقع والنمو في الأرباح ، وحتى في الحالة التي يتم فيها الاستناد على مقدارين لكل معدل منهما ، وعلى ذلك فتلك الخطوة كذلك تعاني من غياب المنطق التطبيقي ، وعليه يتم الانتقال إلى الخطوة الإجرائية الخامسة والخاتمية.

#### ■ الخطوة الإجرائية الخامسة: تقدير قيمة الشركة وفق معدلات متنوعة للنمو:

تنسب تلك الخطوة الإجرائية إلى الدراسة الرائدة لـ (Fuller and Hsia (1984) والمطورة من

خلال الدراسة الرائدة لـ (Damodaran (2012) وتأخذ تلك الخطوة الصورة القياسية التالية:

$$TV = \frac{FCFf_0}{(1+g)^t} + \sum_{t=1+n}^{\infty} \frac{FCFf_t}{(1+r)^t}$$

حيث:

$FCFf_0$ : التدفقات النقدية الحرة في المراحل المبكرة للاستثمارات " المراحل المبكرة من عُمر الشركة " وذلك في مرحلة عدم استقرار معدل النمو في التدفقات النقدية الحرة.

$g$ : معدل النمو في التدفقات النقدية الحرة وذلك في المراحل المبكرة من عُمر الشركة.

$FCFf_t$ : التدفقات النقدية الحرة في المراحل المتقدمة للاستثمارات " المراحل المتقدمة من عُمر الشركة " وذلك عند وصول الشركة إلى مرحلة الاستقرار في معدل نمو التدفقات النقدية الحرة.

$r$ : معدل خصم التدفقات النقدية الحرة ، وهو معدل مرن غير محكوم بمعدل التكلفة المرجحة لرأس المال ، فقد يكون معدل التكلفة المرجحة لرأس المال وقد يكون معدل آخر ترى الشركة أو الأطراف القائمة على التقييم الاستناد عليه أو الاستناد على سيناريوهات متعددة له ، والمفاضلة بينها.

$g_n$ : معدل النمو في التدفقات النقدية الحرة وذلك في المراحل المتقدمة من عُمر الشركة ، وذلك عند وصول الشركة إلى مرحلة الاستقرار في معدل نمو التدفقات النقدية الحرة.

وبتلك الصورة فقد تم مراعاة الكثير من نواحي الخلل في الخطوات الإجرائية السابقة ، إذ سيتم الاستناد على معدل نمو متنوعة ، ومعدلات خصم كذلك متنوعة ، وذلك لأن مخرجات النموذج في تلك الحالة ستستند على نمذجة إحصائية.

ومع تواجد تلك الخطوات الإجرائية الخمسة ، ومساحة الجدول الملحوظ في كيفية تقدير القيمة المتوقعة النهائية ، تناولت العديد من البحوث التطبيقية مؤشرات مالية أكثر يُسراً في التطبيق ، ومتوافقة مع الإطار العلمي العام للقيمة المتوقعة النهائية ، وفي ذات الوقت يمكن تقديرها لكل مشاهدة تحليلية على حدة ، وهو ما لا يتوافر لمنهجيات التقدير التحليلية سابقة العرض ، ويقدم الجدول رقم (٢) موجزاً لتلك المؤشرات.

جدول رقم (٢) المؤشرات المالية الأكثر قبولاً في مجال قياس وتقييم القيمة المتوقعة النهائية

المؤشر	القياس الكمي	مسلسل
رافعة التدفقات النقدية الحرة	رافعة التدفقات النقدية الحرة / التكلفة المرجحة لرأس المال.	(١)
التدفقات النقدية الحرة	التدفقات النقدية الحرة / (نصيب السهم من الأرباح / سعر السهم)	(٢)
معدل النمو المستمر	[(التدفقات النقدية الحرة (معدل النمو + 1)) / (معدل التكلفة المرجحة لرأس المال - معدل النمو)]	(٣)
مضاعفات القيمة	الربح قبل الفوائد والضرائب × مضاعف القيمة الأكثر الأقل تبايناً في القطاع الصناعي (	(٤)

المصدر: من إعداد الباحثين ، بتصريف في الجهود البحثية التالية:

**Source:** (Reis and Augusto, 2014; Buttignon, 2015; Beitel, 2016; Behr et al., 2018; Rasmussen and Thormann, 2019; Dorfleitner, 2022).

وسيتم تناول تلك المؤشرات وكيفية قياسها بمزيد من التفصيل عند تناول القسم الرابع من أقسام هذا البحث ، والمشتغل على الدليل التجريبي من واقع الحالة المصرية.

## ٤/١ : القسم الثالث: الجهود البحثية ذات الصلة وتطوير فروض البحث:

يعد قياس وتقييم القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية في مجال التنبؤ بالقيمة من المجالات التي يمكن توصيفها بالتقليدية ، وقد استبعد الباحث من تلك الجهود البحثية الدراسات التي تناولت تقدير القيمة دون تحديد مسبق للمنهجية المعتمد عليها في تقدير تلك القيمة ، وبخاصة الدراسات التي تناولت دور المعلومات المحاسبية في التنبؤ بأسعار الأسهم على نحو عام ومع غياب الاستناد على منهجية تقدير محددة تتضمن أي من المنهجيات التقليدية الثلاثة. إذ يتواجد تيار مكثف من الدراسات استند على نموذج (1995) Ohlson الخاص بدور المعلومات المحاسبية في تقدير القيمة السوقية للشركات ، وهذا النوع من الدراسات يخرج عن نطاق المنهجيات الثلاثة التقليدية في مجال تقدير القيمة. إذ تعد منهجية Ohlson في تقدير القيمة منهجية متفردة تستند على الدخول التابعي للمتغيرات التفسيرية: القيمة الدفترية ، الأرباح ، المعلومات الأخرى " تنبؤات المحللين الماليين " ، وهي تخرج عن نطاق هذا البحث. وتفصيلات بعضاً من تلك الدراسات وفق التحديد السابق على النحو التالي تفصيله ، وفي إطار تسلسلها تاريخياً من الأقدم إلى الأحدث ، وتنتهي بتناول الجهود البحثية ذات الصلة في الحالة المصرية.

تناولت دراسة (1959) Gordon واستناداً على منهجية تقدير القيمة وفق نموذج خصم التوزيعات العلاقة بين التوزيعات وأسعار الأسهم بالتطبيق على البيانات المالية لأربع قطاعات صناعية أمريكية ، على مدار سنتين ، وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين التوزيعات وسعر السهم ، كما أن سعر السهم الحالي لا يعد مقياساً لسعره المستقبلي ، كما أن معدل النمو في التوزيعات يتأثر بصورة أساسية بحجم الأرباح المحتجزة ، نظراً للعلاقة المنطقية التي تربط بينهما. وتعد نتائج الدراسة غير منطقية على وجه العموم.

بينما توصلت دراسة (1964) Friend and Puckett ، الى نتيجة مغايرة لما سبق ، وذلك عند تناول مقارنة تأثير التوزيعات ، وتأثير الأرباح المحتجزة على أسعار الأسهم ، وبالتطبيق على ثلاث قطاعات صناعية أمريكية ، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين التوزيعات وسعر

آ تناولت دراسة إبراهيم وسعادة (٢٠٢٠) والمعنونة بـ " المنهجية المتكاملة لتقدير القيمة لـ James A. Ohlson. رؤية تحليلية من واقع البحوث التجريبية: دراسة انتقادية " العرض التفصيلي لتلك المنهجية وكيفية تطبيقها على نحو صحيح ، ومع توفير رؤية تحليلية لها ، وعرض كافة الدراسات التجريبية الرائدة التي استندت على تلك المنهجية. وهي منهجية متفردة ومستقلة بالكلية عن القيمة المتوقعة النهائية بمعناها المحدد في ذلك البحث.

السهم ، وأن هذا التأثير يفوق تأثير الأرباح المحتجزة ، لذا يلزم قيام الشركات دائماً بالمحافظة على توازن معدلات التوزيع وخطط التوسع المستقبلية ، لأن تغليب أحدهما على الآخر قد يؤدي إلى نتائج سلبية ، كما يمكن تحقيق الاتساق بينهما من خلال المحافظة على استقرار النمو في التوزيعات ، بالشكل الذي يشجع المستثمرين الحاليين على الاحتفاظ بالأسهم ، وبصورة تجذب مستثمرين جدد.

وعلى نفس النهج السابق واستناداً على منهجية خصم التوزيعات. تناولت دراسة Brown and Hancock (1977) ، العلاقة بين عوائد التوزيع وأسعار الأسهم ، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين عائد التوزيع وسعر السهم ، حيث كلما كان عائد التوزيع مستقراً كلما أدى ذلك إلى استقرار العلاقة بين العائد وسعر السهم .

وفي إطار ذات المنهجية تناولت دراسة (Litzenberger and Ramaswamy, 1979) ، العلاقة بين الضرائب وعوائد التوزيع من ناحية ، وأسعار الأسهم من ناحية أخرى ، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية قوية بين عوائد التوزيع وأسعار الأسهم ، بينما كانت دراسة الباحثين مرة أخرى في عملهما المشترك عام ١٩٨٢ ، (Litzenberger and Ramaswamy, 1982) أكثر عمقاً. إذ توصلت تلك الدراسة إلى تواجد علاقة طردية معنوية بين عوائد التوزيع وأسعار الأسهم داخل القطاع الصناعي الواحد ، بينما تضعف العلاقة على مستوى القطاعات الصناعية مجتمعة ، حيث توجد علاقة طردية ولكنها غير معنوية ، بالشكل الذي يبرز أهمية التحليل على مستوى القطاع الصناعي الواحد.

وامتداداً لذات المنهجية أكدت دراسة (Naamon, 1989) نفس النتائج السابقة وذلك عند تناول العلاقة بين التوزيعات والأرباح المحتجزة من ناحية ، وأسعار الأسهم من ناحية أخرى ، بالتطبيق على عينة من الشركات الأردنية ، وتوصلت الدراسة إلى تواجد علاقة طردية معنوية بين كل من المتغيرين وأسعار الأسهم.

وفي ذات الإطار المستند على منهجية خصم التوزيعات توصلت دراسة Kothari and Shanken (1992) ، والتي تناولت العلاقة بين التغيرات في التوزيعات وأسعار الأسهم إلى أن الزيادة الكبيرة في التوزيعات تؤدي إلى توليد المزيد من الأرباح غير العادية ، بالشكل الذي يؤدي إلى تحرك سعر السهم نحو الارتفاع ، وبالشكل الذي يولد مصادر تمويل إضافية لتمويل التوسعات المستقبلية.، ويتفق مع تلك النتيجة دراسة (Dhillon and Johnson, 1994) ، والتي أقرت

بتواجد تأثير إيجابي للتوزيعات على سلوك أسعار الأسهم. وأن سلوك التوزيعات في الماضي يعد من المحركات الرئيسية لتنبؤات المحللين الماليين.

واستناداً على منهجية الدخل المتبقي. تناولت دراسة (Joos and Lang (1994) مقارنة القدرة التفسيرية لنموذج الدخل المتبقي بين ثلاث دول رئيسية من دول الاتحاد الأوروبي ، وهي فرنسا ، وألمانيا ، والمملكة المتحدة ، وذلك خلال الفترة ١٩٨٢-١٩٩٠م ، وتوصلت الدراسة إلى أن القدرة التفسيرية لتدفقات الدخل المتبقي في مجال التنبؤ بالقيمة السوقية للشركات تكاد تكون متقاربة ، وبغض النظر عن الفروق في مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية ، وكذلك بغض النظر عن كون السوق موجهاً بالأسهم أم موجهاً بالقروض. إذ يتزايد تواجد التمويل بالسندات في المملكة المتحدة مقارنة بألمانيا وفرنسا.

وفي ذات الإطار واستناداً على منهجية تدفقات الدخل المتبقي. تناولت دراسة Collins et al. (1997) مقارنة القدرة التفسيرية لكل من الأرباح والقيمة الدفترية ، خلال الفترات الزمنية الطويلة ، حيث اعتمدت الدراسة على عينة من الشركات الأمريكية خلال الفترة ١٩٥٣-١٩٩٣م ، وتوصلت الدراسة إلى تناقص القدرة التفسيرية للأرباح خلال الأجل الطويل ، وتزايد تلك القدرة للقيمة الدفترية ، ومع تزايد القدرة التفسيرية للنموذج المعتمد على المتغيرين معاً ، وبالشكل الذي يرجح تأثير القيمة الدفترية مقارنة بالأرباح ، ويرجع تناقص القدرة التفسيرية للأرباح خلال الأجل الطويل إلى العديد من العوامل ، ومنها زيادة الوزن النسبي للشركات الخاسرة بالعينة البحثية ، وزيادة الوزن النسبي للأصول المعنوية بهيكل الأصول بمرور الزمن ، والناجم من حركة التطوير المتسارعة ذات الصلة بالمعايير المحاسبية.

وفي إطار ذات المنهجية تناولت دراسة (King and Langli (1998) مقارنة القدرة التفسيرية لنموذج الدخل المتبقي بين ثلاث أنظمة محاسبية متباينة بدرجة كبيرة ، وبحسب مستوى التحفظ المحاسبي ، وهي الأنظمة المحاسبية المطبقة بألمانيا ، والمملكة المتحدة ، والنرويج ، وتعد ألمانيا هلى الأعلى تحفظاً لكونها نظاماً موجهاً بالبنوك ، وذلك بالاعتماد على نموذجين ، الأول يتناول تأثير كل من القيمة الدفترية للشركة والأرباح معاً على قيمة السهم ، والثاني تناول القدرة التفسيرية للقيمة الدفترية والأرباح كل بصورة منفردة ، وتوصلت الدراسة إلى زيادة القدرة التفسيرية للمتغيرين معاً وبصورة تتفق مع النظام المحاسبي المطبق ، حيث بلغت ٧٠% بالمملكة المتحدة ، و ٦٠% بالنرويج ، و ٤٠% بألمانيا ، وفيما يتعلق بدرجة استقرار تلك القدرة التفسيرية ، توصلت الدراسة إلى

استقرار تلك القدرة بالنرويج وتزايدها عبر الزمن سواء للقيمة الدفترية أو الأرباح ، أما في ألمانيا فإن القدرة التفسيرية تتناقص عبر الزمن لكل من المتغيرين ، أما بالمملكة المتحدة فإن القدرة التفسيرية للقيمة الدفترية تتزايد مع الزمن ، بينما يغلب عليها الاستقرار لمتغير الأرباح ، ولم يتوافر دليل قطعي يثبت تفاوت القدرة التفسيرية لنموذج الدخل المتبقي باختلاف الأنظمة المحاسبية.

وامتداداً لتوظيف منهجية الدخل المتبقي. تناولت دراسة (Stark and Thomas 1998) بُعداً جديداً ، وذلك من خلال تناول القدرة التفسيرية لكل من نموذج الدخل المتبقي وتكاليف البحث والتطوير ، ومع الاعتماد على متغير تابع عبارة عن ناتج طرح القيمة الدفترية للسهم من القيمة السوقية له ، أو ما يعرف بعلاوة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية Market-Book Value Premium ، ومع الاعتماد على عدد من المتغيرات الحاكمة ، كمدفوعات الأعلان ، وهيكل رأس المال ، والحصة السوقية ، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية قوية بين الدخل المتبقي وعلاوة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ، بينما لم يتوافر الدليل على وجود علاقة بين تكاليف البحث والتطوير والمتغير التابع ، كما لم يتوافر الدليل على تأثير المتغيرات الحاكمة.

وفي إطار ذات المنهجية المستندة على منهجية تدفقات الدخل المتبقي. تناولت دراسة Barth et al. (1998) مقارنة القدرة التفسيرية للقيمة الدفترية والأرباح ، بين مجموعتين من الشركات الأمريكية ، ضمت المجموعة الأولى الشركات المتعثرة ، وضمت المجموعة الثانية الشركات غير المتعثرة ، وتوصلت الدراسة إلى أن تدهور المراكز المالية للشركات يكون مصحوباً بزيادة القدرة التفسيرية للقيمة الدفترية وتتاقصها على مستوى الأرباح ، كما توصلت الدراسة إلى ارتباط القيمة الدفترية والأرباح داخل القطاع الصناعي الواحد ، وتتزايد تلك العلاقة وضوحاً كلما تزايد الوزن النسبي للأصول المعنوية ، مع تزايد القدرة التفسيرية للأرباح في القطاعات الصناعية التي يتزايد بها تأثير الأصول المعنوية.

واستناداً على منهجية خصم التوزيعات. تناولت دراسة (Marsh and Power 1999) العلاقة بين التوزيعات وأسعار الأسهم في المدى الطويل ، حيث تناولت الفترة ١٩٦٨-١٩٩٦م ، وذلك بالتطبيق على عينة من ٥٦ شركة كبيرة من الشركات المسجلة ببورصة لندن للأوراق المالية ، وتوصلت الدراسة إلى تواجد علاقة طردية قوية بين التوزيعات وسعر السهم ، وأن تلك العلاقة مستقرة طالما كان هناك استقرار بمعدلات التوزيع ، ولم تخرج نتائج الدراسة عن السياق العام لكافة الدراسات التي تناولت تأثير التوزيعات الطردي على القيمة السوقية للشركات.



وفي إطار الاستناد على منهجية خصم التدفقات النقدية الحرة. توصلت دراسة (2001) Jones and Sharma إلى تأثير تدفقات النقدية الحرة بممارسات إدارة الربح ، والتي تختلف بإختلاف مستوى النمو بالشركة ، حيث تتزايد تلك الممارسات بالشركات ذات المستوى النمو المنخفض ، بغية تحسين مؤشرات الأداء ، وبالتالي تتسم تلك الشركات بارتفاع مستوى النقدية الحرة ، وعلى النقيض من ذلك. في الشركات ذات مستوى النمو المرتفع ، تقل ممارسات إدارة الربح ، بالشكل الذي قد يخفض من مستوى النقدية الحرة ، ويعطى صورة غير صادقة عن الشركة ، بالشكل الذي يبرز أهمية مستوى تواجد ممارسات إدارة الربح عند الاعتماد على نموذج النقدية الحرة ، وذلك لأن ارتفاع مستوى النقدية الحرة قد يكون راجعاً لتزايد ممارسات إدارة الربح ، وليس لكفاءة تشغيل موارد الشركة بخاصة عناصر السيولة

واستناداً على منهجية خصم التدفقات النقدية الحرة. توصلت دراسة (2006) Khoshdel، إلى غياب العلاقة المعنوية بين تدفقات النقدية الحرة وعائد السهم ، وذلك بالتطبيق على بورصة طهران للأوراق المالية ، ولا تتسق نتائج تلك الدراسة مع التوجه العام للدراسات ذات الصلة بتأثير تدفقات النقدية الحرة على القيمة السوقية للشركات.

واستناداً على منهجية تستند على مزيج من نموذج خصم التوزيعات ونموذج الدخل المتبقي. تناولت دراسة (2007) Pan العلاقة بين التوزيعات والأرباح من ناحية ، وسعر السهم من ناحية أخرى ، وتوصلت الدراسة إلى أن الأرباح الإجمالية والتوزيعات الإجمالية لم تتجح سوى في تفسير ٥% من التغيرات بسعر السهم ، بينما الاعتماد على الأرباح الدائمة (المنتظمة) والتوزيعات الدائمة (المنتظمة) يؤدي إلى رفع القدرة التفسيرية للنموذج لتصل إلى ٩٥% ، بالشكل الذي يعني أن التغيرات غير العادية بالأرباح والتوزيعات لا تتمتع بقدرة تفسيرية يمكن تتبعها عبر الزمن. ومع الإقرار بأهمية الاستناد على المؤشرات المالية ذات الصلة بالدخل التشغيلي مقارنة بمؤشرات الربحية الأخرى. إذ تتوافر بالدخل التشغيلي الكثير من الاستمرارية والاستقرار مقارنة بمؤشرات الربحية الأخرى.

واستناداً على منهجية خصم التدفقات النقدية الحرة. توصلت دراسة (Yang and Tianng, 2008) ، إلى أن ارتفاع مستوى تدفقات النقدية الحرة يرتبط بارتفاع مستوى جودة المعلومات المحاسبية ، ويدعم ذلك تأثير النقدية الحرة على عوائد الأسهم ، وذلك بالتطبيق على بورصة شنغهاي للأوراق المالية. وتفسير ذلك أن جودة المعلومات المحاسبية تكون مصحوبة دوماً بتوافر

عناصر جودة المحتوى المعلوماتي الثلاثة الموثوقة والاعتمادية والقابلية للتحقق ، وبالشكل الذي يدعم قدرة تلك التدفقات على التنبؤ بالقيمة السوقية للشركات.

واستناداً على منهجية تشتمل على مزيج من خصم التوزيعات وتدفقات الدخل المتبقي. تناولت دراسة (Khan 2009) العلاقة بين التوزيعات والأرباح المحتجزة من ناحية ، وأسعار الأسهم من ناحية أخرى ، وذلك بالتطبيق على ٩٦ شركة من الشركات المسجلة ببورصة دكا (بنجلاديش) للأوراق المالية ، خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠٠٦م ، وتوصلت الدراسة إلى التأثير الطردي لكل من المتغيرين على أسعار الأسهم ، ومع أفضلية القدرة التفسيرية للتوزيعات مقارنة بالقدرة التفسيرية للأرباح المحتجزة.

واستناداً على منهجية تدفقات النقدية الحرة. توصلت دراسة (Esmzadeh 2010) ، إلى تواجد علاقة معنوية طردية بين مستوى النقدية الحرة وعائد السهم ، وذلك بالتطبيق على بورصة طهران للأوراق المالية ، ويزداد هذا التأثير الطردي عبر الزمن في الفترات التي تشهد فيها تلك التدفقات استقراراً ، بينما ينخفض هذا التأثير خلال الفترات التي تمر فيها التدفقات النقدية الحرة بحالة من عدم الاستقرار .

وفي إطار ذات المنهجية المستندة على تدفقات النقدية الحرة. أضافت دراسة (Dastgir and Sharifi, 2011) ، أن المحتوى المعلوماتي للنقدية الحرة يفوق المحتوى المعلوماتي للنقدية المتولدة عن عمليات التشغيل ، ويرجع ذلك إلى قدرة النقدية الحرة على طمأنة حملة الأسهم حول قدرة الشركة على الوفاء بتطلعاتهم حول التوزيع المناسب التنافسي.

واستناداً على منهجية التدفقات النقدية الحرة. توصلت دراسة (Yang et al. 2012) إلى وجود علاقة عكسية معنوية بين مؤشر الأداء المالي الشامل ومستوى النقدية الحرة ، حيث كلما كان مؤشر الأداء الشامل جيداً ، كلما انخفض مستوى النقدية الحرة ، ويرجع ذلك في الأساس لأن تلك الشركات تتمتع بمعدلات نمو عالية ، بالشكل الذي يجعل المديرين لا يلجأون لممارسات ادارة الربح كأداة لتحسين صورة الشركة أمام حملة الأسهم ، وبالشكل الذي يثبت قصور النقدية الحرة في التنبؤ بعوائد الأسهم ، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المسجلة ببورصة شنغهاي للأوراق المالية. ولا تتسق نتائج تلك الدراسة مع غالبية الدراسات التي تناولت تأثير تدفقات النقدية الحرة الإيجابي على سلوك أسعار الأسهم.

واستناداً على منهجية خصم التوزيعات. ركزت دراسة ( Sunwanna (2012) على تأثير الإعلان عن توزيعات الأرباح ، وذلك بالتطبيق على ٦٠ شركة من الشركات المالية المدرجة في بورصة تايلاند خلال الفترة ٢٠٠٥-٢٠١٠م. وتوصلت الدراسة إلى تواجد تأثير إيجابي لإعلانات توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم وذلك خلال الأسبوع التالي لتلك الإعلانات ، وبالشكل الذي يكون مصحوباً بتحقيق المستثمرين لأرباح غير عادية في هذا الأسبوع ، ثم يأخذ التأثير في الانخفاض خلال الأسابيع التالية وصولاً إلى سعر السهم المعتاد بسوق الأوراق المالية.

واستناداً على منهجية التدفقات النقدية الحرة. توصلت دراسة ( Galogah et al. (2013) إلى وجود علاقة عكسية معنوية بين مستوى النقدية الحرة وعائد الأسهم ، حيث ترتبط زيادة مستوى النقدية الحرة بانخفاض عائد السهم ، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المسجلة ببورصة طهران للأوراق المالية ، ولم تحدد الدراسة العوامل المسؤولة عن تلك العلاقة ، ولكنها دلالة على فشل النقدية الحرة في التفسير المنطقي لعوائد الأسهم .

وفي إطار ذات المنهجية. حاولت دراسة ( AL zararee and AL azzawi (2014) استكشاف العلاقة بين التدفق النقدي الحر إلى حقوق الملكية ، والقيمة السوقية للشركة وذلك بالتطبيق على قطاع الصناعات الدوائية المقيدة ببورصة عمان للأوراق المالية ، وذلك خلال الفترة ٢٠٠٤-٢٠١٠م ، وتوصلت الدراسة إلى تواجد تأثير طردي لتدفقات النقدية الحرة على أسعار الأسهم ، وأن تلك التدفقات كلما كانت مستقرة كلما كانت أكثر تأثيراً.

وامتداداً للاعتماد على منهجية تدفقات النقدية الحرة. قامت دراسة ( Sindhu (2014) بتحليل العلاقة بين التدفق النقدي الحر وأرباح الأسهم في وجود حجم شركة كمتغير وسيط ، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المقيدة ببورصة سنغافورة للأوراق المالية ، وذلك خلال الفترة ٢٠٠٧-٢٠١٢م ، وتوصلت الدراسة إلى تواجد تأثير طردي للتدفقات من النقدية الحرة على القيمة السوقية للشركات ، وأن هذا التأثير يتردد في حالة الشركات كبيرة مقارنة بالشركات صغيرة الحجم.

وفي إطار ذات المنهجية. تناولت دراسة ( Profita (2016) تأثير التدفقات النقدية الحرة في القيمة السوقية للشركات ، وذلك بالتطبيق على ٣٠٣ شركة من الشركات المقيدة ببورصة انونيسيا للأوراق المالية خلال الفترة ٢٠١٢-٢٠١٤م ، وتوصلت الدراسة إلى تواجد علاقة تأثير طردي لتدفقات النقدية الحرة في قيمة الشركة ولكن هذا التأثير وفي جميع أحواله غير معنوي ، وبصورة لا تتسق مع التوجه العام للدراسات التي تناولت ذات العلاقة.

وفي إطار ذات السياق. تناولت دراسة (Kereh (2017) تأثير التدفقات النقدية الحرة في القيمة السوقية للشركات وذلك في إطار الدور الوسيط لسياسات توزيع الأرباح. وذلك بالتطبيق على ٢٠٩ شركة من الشركات المقيدة ببورصة جاكارتا للأوراق المالية وذلك خلال الفترة ٢٠٠٨-٢٠١٣م ، وقد توصلت الدراسة إلى تواجد تأثير طردي لتدفقات النقدية الحرة في قيمة الشركات محل التحليل ، وأن هذا الدور يزداد قوة في حالة وساطة سياسات توزيع الأرباح ، وتتسق الدراسة في نتائجها العامة مع الدراسات التي تناولت ذات المشكلة البحثية.

وامتداداً لذات المنهجية. تناولت دراسة (Bukit et al. (2019) تأثير التدفقات النقدية الحرة والاستثمارات على قيمة الشركات وذلك في إطار الدور الوسيط لهيكل رأس المال ، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المقيدة ببورصة أندونيسيا للأوراق المالية لم يحدد عددها داخل البحث ، وذلك خلال الفترة من ٢٠١٤-٢٠١٦م ، وتوصلت الدراسة إلى تواجد علاقة تأثير طردي لكل من التدفقات النقدية الحرة ومعدل نمو الاستثمارات على قيمة الشركات ، ومع تواجد علاقة تأثير عكسي بينهما وهيكل الملكية ، كما أن تأثيرهما يزداد قوة في إطار هياكل الملكية المركزة مقارنة بهياكل الملكية الأقل تمركزاً ، والدراسة على وجه العموم تشتمل على قدر كبير من الغموض وبخاصة على مستوى القياس الكمي لمتغيراتها.

وفي إطار ذات المنهجية. تناولت دراسة (Abughniem et al. (2020) أثر التدفقات النقدية الحرة على أداء الشركات ، وذلك بالتطبيق على ١٠٠ شركة من الشركات المقيدة ببورصة عمان للأوراق المالية ، وذلك خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٥م ، وقد تم التعبير عن الأداء بثلاثة مؤشرات تتحدد في: معدل العائد على الأصول ، والقيمة السوقية للسهم ، والقيمة السوقية وفق مؤشر Tobin's q ، وقد توصلت الدراسة إلى تواجد تأثير طردي ذو دلالة معنوية للتدفقات النقدية الحرة على كل من معدل العائد على الأصول والقيمة السوقية للسهم. بينما لم يستدل على تواجد هذا التأثير المعنوي وفق مؤشر Tobin's q. وفسرت الدراسة ذلك بأن هذا المؤشر يتضمن مزيجاً من البيانات السوقية والبيانات الدفترية وبالشكل الذي قد يسبب تشويشاً على النتائج المتوصل إليها. كما أن نموذج تأثير التدفقات النقدية الحرة على القيمة السوقية للسهم يعد الأعلى من حيث القدرة التفسيرية.

ولم تكن الجهود البحثية تطبيقاً على بيئة الأعمال المصرية ببعيدة عن المشهد البحثي العام للدراسات ذات الصلة بالقيمة. إذ بدأت تلك الجهود بصورة مبكرة للغاية مقارنة بتلك الجهود في

بيئات الأعمال العربية الأخرى ، وذلك للتحري عن القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية في مجال التنبؤ بقيمة الشركة ( على سبيل المثال : الصادق ، ١٩٩٠م ؛ شاكر ، ١٩٩٧م ؛ ندا ؛ ١٩٩٧م ) ثم في بدايات الألفية الجديدة ومن خلال العديد من الجهود البحثية والتي يمكن توصيفها بالجيدة (e.g., Anandarajan and Hasan, 2003; Ragab and Omran, 2007; Ragab, 2009 . )

قامت الجهود البحثية خلال فترة التسعينيات بتوظيف مجموعة من المؤشرات المالية للتنبؤ بقيمة الشركات ، ولم تحكم تلك الجهود منهجية تحليلية يمكن توصيفها بالمحددة ، بل كانت نقلاً لمنهجيات الفكر الأمريكي في تفسير تغيرات القيمة خلال فترة الثمانينيات تحديداً ( e.g., Brown and Hancock, 1977; Litzenberger and Ramaswamy, 1982; Lev and Ohlson, 1982 ) ، وتوصلت في توجهها العام إلى زيادة مؤشرات الربحية في تفسير التغيرات الحادثة في قيمة الشركة. ومع ظهور محدود لمؤشرات توزيعات الأرباح.

بينما كانت الجهود البحثية في مطلع الألفية الجديدة ملتزمة تماماً بمنهجية Ohlson (1995) في تقدير القيمة ، ومع ملاحظة أن تلك الجهود لم تلتزم بالتطبيق القياسي لتلك المنهجية لغياب متغير المعلومات الأخرى الذي يقصده Ohlson عن المشهد البحثي العربي عموماً والمصرية خاصةً ، والمحدد في تنبؤات المحللين الماليين ، ولكن تبنت تلك الجهود نمذجة Ohlson في ضوء الدخول المتتابع للمتغيرات المستقلة واعتبرت أية متغيرات بخلاف القيمة الدفترية والأرباح هي معلومات أخرى ، وهو ما لم يقصده النموذج الأصيل! (إبراهيم وسعادة ، ٢٠٢١) ، ولا يعد ذلك محلاً للتحليل. ولكن لمجرد الإشارة. وقد انتهت دراسات بداية الألفية إلى توافر القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية في مجال تقدير القيمة ، ومع تواجد ملحوظ لمؤشرات الربحية ومؤشرات توزيع الأرباح ، وغياب تام لمؤشرات الدخل المتبقي والتدفقات النقدية الحرة.

وخلال العقد الأول والثاني من الألفية الجديدة بدأ الإهتمام شيئاً فشيئاً بمؤشرات الدخل المتبقي والتدفقات النقدية الحرة وتوظيفهما في مجال تقدير القيمة حتى وإن كان ذلك على نحو محدود للغاية وغير مباشر ، ويتناول الجزء التالي بعضاً من تلك الدراسات وفق المادة العلمية التي توافرت للباحث. ، وقد روعي في اختيارها علاقتها بالمشكلة البحثية محل التناول<sup>٤</sup>.

<sup>٤</sup> تم عمل مسح بحثي كامل لكافة الجهود البحثية المتواجدة بقاعدة بيانات بنك المعرفة (دار المنظومة). وتم اختيار تلك الجهود البحثية منها فقط ، وذلك لاتصالها ولو على نحو غير مباشر بالمشكلة البحثية محل التناول والتحليل. وجذب نظر الباحث الغياب التام للجهود البحثية ذات الصلة بالنقدية الحرة والدخل المتبقي.

استناداً على منهجية توزيعات الأرباح. تناولت دراسة وهبه (٢٠٠٥) أثر توزيعات الأرباح على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ، وذلك بالتطبيق على عينة تشتمل على ثلاثة وتسعين شركة من تلك الشركات ، وذلك خلال الفترة ١٩٩٦-٢٠٠٠م ، وتوصلت الدراسة إلى تواجد تأثير طردي ذو دلالة معنوية لتوزيعات الأرباح على أسعار الأسهم ، وأن التغيرات غير المتوقعة في تلك التوزيعات تؤدي إلى آثار عكسية على أسعار الأسهم. وتتسق نتائج الدراسة مع الإطار العام للجهود البحثية في مجال التحري عن تأثير التوزيعات في قيمة الشركة.

استناداً على منهجية عامة تستند على مزيج من المحددات الداخلية (المحاسبية) والمحددات الخارجية التي تنتمي للاقتصاد الكلي. تناولت دراسة منسي (٢٠٠٨) محددات أسعار الأسهم وذلك بالتطبيق على ثمانية شركات من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية - لم تحدد الفترة ، وتوصلت الدراسة إلى تواجد علاقة تأثير طردية ذو دلالة معنوية لكافة المحددات الداخلية والمحددة في: القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ، والقيمة الدفترية ، وربحية السهم ، ومعدل العائد على حق الملكية ، والدراسة على نحو عام غامضة في الكثير من أقسامها. ولا يمكن تعميم نتائجها المتوصل إليها لصغر حجم العينة البحثية.

استناداً على منهجية عامة تستند على مزيج من المحددات الداخلية (المحاسبية) والمحددات الخارجية التي تنتمي للاقتصاد الكلي. تناولت دراسة فارس (٢٠١٦) مجموعة المحددات التي يمكن الاستناد عليها لتفسير التغيرات في أسعار الأسهم ، وذلك بالتطبيق على الشركات المائة الأكثر نشاطاً في البورصة المصرية " لم يحدد عددها في متن البحث " ، وذلك خلال الفترة ٢٠٠٦-٢٠١٥م ، وبغض النظر عن تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي. توصلت الدراسة إلى تواجد تأثير طردي ذو دلالة معنوية للمتغيرات المحاسبية التالية: ربحية السهم والعائد على حقوق الملكية ودرجة السيولة ومعدل النمو في المبيعات ، بينما تتواجد علاقة تأثير عكسي لكل من الرافعة المالية وربحية السهم ، بينما لم يستدل على تواجد تأثير معنوي لكل من التدفق النقدي للسهم وحجم المنشأة. ولا تتسق نتائج الدراسة مع أدبيات تأثير نصيب السهم من الأرباح على قيمة الشركة.

استناداً على منهجية توزيعات الأرباح. تناولت دراسة بهي وآخرون (٢٠١٧) أثر سياسات توزيع الأرباح على أسعار الأسهم ، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من أربعين شركة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٥م ، وتوصلت الدراسة إلى تواجد تأثير طردي لتوزيعات الأرباح النقدية على أسعار الأسهم ، بينما يتواجد تأثير عكسي لتغيرات تلك التوزيعات مع

أسعار الأسهم. إذ كلما تزايد معدل التغيير كلما أثر سلباً على أسعار الأسهم. وتتسق الدراسة في نتيجتها العامة مع أدبيات العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة.

استناداً على منهجية خصم التدفقات النقدية الحرة. تناولت دراسة (Mehanna 2018) تأثير التدفقات النقدية الحرة على حجم التوزيعات " التوزيعات النقدية/إجمالي الأصول " ، ومدفوعاتها " نصيب السهم من التوزيعات / ربحية السهم " - وذلك وفق توصيف الدراسة - والرافعة المالية وذلك في إطار الدور المعدل لفرص النمو ، وذلك بالتطبيق على ٥٠ شركة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ، وذلك خلال الفترة ٢٠١٣-٢٠١٦ م ، وقد توصلت الدراسة إلى غياب علاقة التأثير المعنوية الطردية للتدفقات النقدية الحرة على كل من حجم التوزيعات وقيمتها ، كما أن فرص النمو كمتغير معدل لا تؤدي إلى تغيير معنوي في تلك العلاقة ، فقد ظلت على حالها غير معنوية ، وعلى النقيض من ذلك تواجدت علاقة تأثير طردية معنوية للتدفقات النقدية الحرة في الرافعة المالية. إذ أن زيادة التدفقات النقدية الحرة يسمح بتوفير نقدية كافية للوفاء بمتطلبات المزيد من القروض. ونتائج الدراسة قد تتسق مع الحالة المصرية على نحو خاص. إذ من الأمور المعتادة في الحالة المصرية أن تكون الشركة ذو أرباح غير مستقرة أو حتى خاسرة ومع ذلك تقوم بإجراء توزيعات حفاظاً على أسعار الأسهم من ناحية ولأبعاد مجتمعية من ناحية أخرى ، وبخاصة التوزيعات الموجهة للعاملين ، ولا يمكن الاستناد على تلك النتيجة وتعميمها لغير ذلك من بيانات الأعمال الأخرى. إذ لا تتسق تلك النتيجة مع المنطق العلمي.

استناداً على منهجية عامة تستند على مزيج من المحددات الداخلية (المحاسبية) والمحددات الخارجية التي تنتمي للاقتصاد الكلي. تناولت دراسة شنودة (٢٠١٩) محددات أسعار الأسهم ، وذلك بالتطبيق على البنوك المقيدة بالبورصة المصرية والتي لم يحدد عددها داخل البحث ، وذلك خلال الفترة ٢٠٠٩-٢٠١٨ م ، ويغض النظر عن تأثير محددات الاقتصاد الكلي توصلت الدراسة إلى تواجدها تأثير طردية ذو دلالة معنوية للمتغيرات: الربحية والسيولة والقيمة الدفترية ، بينما لم يستدل على تواجدها علاقات تأثير معنوية لبقية المحددات المالية الأخرى. وتتسق الدراسة في نتائجها مع أدبيات تأثير الأرباح على القيمة.

**ومن خلال العرض السابق للدراسات ذات الصلة بتقدير القيمة وفق منهجيات التقدير التقليدية**

، يمكن اشتقاق مجموعة النقاط التحليلية التالية:

أ- أثبتت منهجيات التقدير التقليدية ذات الصلة بالقيمة المتوقعة النهائية دوماً قدرتها التفسيرية في مجال التنبؤ بالقيمة السوقية للشركات ، ومع تواجد ملحوظ لمنهجية خصم التوزيعات ، والتي أثبتت دوماً أنها الأكثر تواجداً مقارنة بمنهجيتي التدفقات النقدية الحرة والدخل المتبقي - ومع استثناء الدراسات التي استندت على منهجية (Ohlson, 1995) والتي تعد منهجية متقدمة بذاتها وتخرج عن نطاق هذا البحث - وربما يكون ذلك راجعاً إلى سببين. يتحدد السبب الأول منهما في الأقدمية العلمية التاريخية لنموذج خصم التوزيعات ، ويتحدد السبب الثاني في كون تلك التوزيعات هي الأكثر اتصالاً بعوائد الأسهم. إذ تتحدد تلك العوائد من خلال سلوك سعر السهم الإيجابي " التحرك بالزيادة " ، والتوزيعات المُفصح عنها. إذ قدمت دراسات الحدث دوماً الدليل على صعود سعر السهم خلال الأسابيع التالية للأعلان عن تلك التوزيعات (Kothari, 2001).

ب- يعد تأثير تدفقات النقدية الحرة مقترناً وفي الغالب بمستوى موثوقية المعلومات المحاسبية ، وخلو تلك المعلومات من ممارسات المحاسبة الإبداعية ذات الصلة ، وبخاصة ممارسات إدارة الربح وتمهيد الدخل إذا تم توصيفها بغير الرشيدة. إذ كلما خلت المعلومات المحاسبية من تلك الممارسات كلما أدى ذلك إلى دعم قدرة تلك المعلومات في التنبؤ بقيمة الشركة (e.g., Ohlson, 1995; Kothari, 2001, Barth and Clinch, 2009).

ج- استقرت نتائج الإتجاه الغالب في الجهود البحثية على تواجد تأثير طردي للمعلومات المحاسبية في تقدير قيمة الشركات. وذلك على اختلاف آلية توظيف تلك المعلومات والمنهجية الحاكمة لهذا التوظيف. فالتوزيعات والنقدية الحرة والدخل المتبقي كلما كانت مستقرة ، وفي اتجاه تصاعدي كلما أدى ذلك إلى دعم القيمة السوقية للشركات (Brown and Hancock, 1977; Collins et al., 1997; Kothari, 2001; Yang and Meng, 2012).

د- لا تتواجد دراسات تطبيقية تناولت تأثير المعلومات المحاسبية في تقدير القيمة المتوقعة النهائية وفق منظورها الوارد في أدبيات علم التمويل. بل كانت وفي مجملها تتناول الإطار المفاهيمي والقياسي للقيمة المتوقعة النهائية ، دون الحديث عن كيفية تطويع هذا المصطلح في الدراسات



( e.g., Levin and Olsson, 2000; Reis and Augusto, 2013, التجريبية والتطبيقية  
.Bancel and Mittoo, 2014)

هـ- لم يتم الاستناد على القيمة المتوقعة وفي كافة الجهود البحثية كمتغير تابع. بل ظهرت المؤشرات ذات الصلة بمنهجيات تقدير القيمة التقليدية بوصفها متغيرات مستقلة. ولعل تلك النقطة التحليلية تحديداً تعد كاشفة للفجوة البحثية محل التناول التحليلي.

ومن خلال ما انتهت إليه الجهود البحثية ذات الصلة ، وما تمت صياغته من رؤية تحليلية. يمكن اشتقاق التساؤل الرئيسي لهذا البحث والمحدد في:

" إلى أي مدى تؤثر المعلومات المحاسبية في تقدير القيمة المتوقعة النهائية ؟ "

وينبثق من هذا التساؤل الرئيسي الفرض العام لهذا البحث والذي يأخذ الصورة العلمية " الاستقرائية " التالية:

" تؤثر المعلومات المحاسبية المُفصح عنها بالفوائد المالية في تقدير القيمة المتوقعة النهائية "

ويمكن صياغة هذا الفرض العلمي إلى الفرض التالي وذلك في صياغته الاستنباطية ( الإحصائية ) التالية:

" يوجد تأثير إحصائي ذي دلالة معنوية للمعلومات المحاسبية في تقدير القيمة المتوقعة النهائية وذلك بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية ."

ويتفرع هذا الفرض العام إلى ثلاثة فروض رئيسية يعرضها الجدول رقم (٣). وربطاً بالأهداف المخطط تحقيقها لهذا البحث.

جدول رقم (٣) تساؤلات وفروض البحث ربطاً بأهدافه

أهداف البحث	تساؤلات البحث	فروض البحث
الهدف الرئيسي الأول: دراسة وتحليل السمات المالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.	التساؤل الرئيسي الأول: إلى أي مدى تتباين السمات المالية بين الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ؟.	الفرض الرئيسي الأول: توجد فروق إحصائية ذي دلالة معنوية بين السمات المالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية وذلك وفق توبييها صناعياً.
الهدف الرئيسي الثاني: دراسة وتحليل دور المعلومات المحاسبية في التنبؤ بالقيمة	التساؤل الرئيسي الثاني: إلى أي مدى تؤثر المعلومات المحاسبية في القيمة	الفرض الرئيسي الثاني: توجد علاقة تأثير إحصائي ذي دلالة معنوية للمعلومات

أهداف البحث	تساؤلات البحث	فروض البحث
المتوقعة النهائية بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية.	المتوقعة النهائية تطبيقاً على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ؟.	المحاسبية على القيمة المتوقعة النهائية بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية.
الهدف الرئيسي الثالث: دراسة وتحليل دور التنبؤ الصناعي في إحداث التباين بين الشركات المقيدة في البورصة المصرية وذلك وفق دور المعلومات المحاسبية في التنبؤ بالقيمة المتوقعة النهائية.	التساؤل الرئيسي الثالث: إلى أي مدى تتباين القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية في التنبؤ بالقيمة المتوقعة النهائية في إطار التنبؤ الصناعي للشركات المقيدة في البورصة المصرية.	الفرض الرئيسي الثالث: تتباين القدرة التفسيرية لتأثير المعلومات المحاسبية في التنبؤ بالقيمة المتوقعة النهائية وذلك بحسب التنبؤ الصناعي للشركات المقيدة في البورصة المصرية وذلك في إطار أفضل مدخل قياسي لتلك القيمة.

المصدر: من إعداد الباحثين.

ويلخص الجدول رقم (٤) موجزاً بالمؤشرات المالية التي تم الاستناد عليها في التعبير عن التدفقات على اختلاف صورها. سواء توزيعات الأرباح أو تدفقات النقدية الحرة أو تدفقات الدخل المتبقي. وهي مؤشرات تم توظيفها كمتغيرات مستقلة تُفسر التغيرات في القيمة ، ولكنها لا تصلح بصورتها المعروضة للتعبير عن القيمة ذاتها. إذ أنها مؤشرات مشتقة من منهجيات تقدير القيمة ولكنها لا تصلح لتكون ممثلاً لتلك القيمة ، وعليه لا تصلح للتعبير عن القيمة المتوقعة النهائية كمتغير تابع.

جدول رقم (٤) المؤشرات المالية الأكثر قبولاً في مجال التعبير عن التدفقات بصورها الثلاثة

مصدر التدفقات	المؤشر المالي	كيفية القياس	التوثيق وفق المرجعيات الرائدة
توزيعات الأرباح	المؤشر الأول: حجم التوزيعات	التوزيعات النقدية / إجمالي الأصول	- Subramanyam, K. R. (2014). - Ross, S., R. Westfield. J. Jaffe. And B. D. Jordan. (2010).
	المؤشر الثاني: معدل الوفاء بالتوزيعات	نصيب السهم من التوزيعات / ربحية السهم	- Higgins, R. C., J. L. Koski. And T. Mitton. (2023).
النقدية الحرة	المؤشر الأول	التدفقات النقدية من عمليات التشغيل + مصروفات الإعلان - المدفوعات الضريبية - مدفوعات رأس المال " مدفوعات رأس المال: رصيد صافي التدفقات النقدية من عمليات الاستثمار "	- Jensen, M. C. (1986). - Wang, G. Y. (2010).
	المؤشر الثاني	التدفقات النقدية من عمليات التشغيل مطروحاً منها مدفوعات رأس المال. " مدفوعات رأس المال: رصيد صافي التدفقات النقدية من عمليات الاستثمار " ، وتعد	- Ross, S., R. Westfield. J. Jaffe. And B. D. Jordan. (2010).

مصدر التدفقات	المؤشر المالي	كيفية القياس	التوثيق وفق المرجعيات الرائدة
		تلك الطريقة هي الأكثر شيوعاً في البحوث التطبيقية. وقد تم الاعتماد عليها في حساب المتغير المعبر عن التدفقات النقدية الحرة.	
	المؤشر الثالث	إيرادات المبيعات - ( تكاليف التشغيل + الضرائب ) - مقدار التغير في رأس المال العامل. " مقدار التغير في صافي رأس المال العامل خلال فترتين متتاليتين " .	
	المؤشر الرابع	( صافي الدخل قبل الفوائد والضرائب ) - ١ - معدل الضريبة ) - مقدار التغير في رأس المال العامل .	
	المؤشر الخامس	صافي الدخل بعد الفوائد والضرائب + مصروفات الفوائد + كافة المصروفات المحاسبية غير النقدية كإهلاك والإستهلاك - المدفوعات الضريبية - مقدار التغير في رأس المال العامل - مدفوعات رأس المال. " ويقصد بمدفوعات رأس المال صافي التدفقات النقدية من العمليات الاستثمارية " .	
	المؤشر السادس	صافي التدفقات النقدية من عمليات التشغيل - مدفوعات رأس المال - المخزون - مدفوعات التوزيعات.	
الدخل المتبقي	المؤشر الأول	الدخل التشغيلي - ( الحد الأدنى المطلوب لمعدل العائد على الاستثمار × متوسط الأصول التشغيلية )	
	المؤشر الثاني	صافي الربح بعد الفوائد والضرائب - ( حقوق الملكية × الحد الأدنى من العائد المطلوب من الملاك )	
	المؤشر الثالث	صافي الربح بعد الفوائد والضرائب - ( حقوق الملكية × التكلفة المرجحة لحقوق الملاك " معدل تكلفة التمويل الذاتي " )	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Bernard, V. L. (1995).</li> <li>- Penman, S. and T. Sougiannis. (1998).</li> <li>- Francis, J., P. Olsson. and D. R. Oswald. (2000).</li> </ul>
	المؤشر الرابع	( معدل العائد على حق الملكية - معدل تكلفة التمويل بالملكية ) × القيمة الدفترية لحق الملكية في بداية الفترة المالية.	
	المؤشر الخامس	ربحية السهم الواحد - ( القيمة الدفترية للسهم في بداية الفترة × القيمة الدفترية للسهم في بداية الفترة المالية ) .	

المصدر: من إعداد الباحثين ، والتوثيق قرين كل مجموعة من المؤشرات.

## ٥/١: القسم الرابع: الدليل التجريبي من واقع الحالة المصرية:

يتناول هذا القسم من البحث صياغة النموذج الإحصائي المُعبر عن أثر المعلومات المحاسبية على القيمة المتوقعة النهائية ، ويشتمل هذا القسم على النقاط الرئيسية التالية:

١/٥/١: الصورة القياسية للنموذج المقترح.

٢/٥/١: الأساس العلمي للنموذج المقترح.

٣/٥/١: مجتمع وعينة الدراسة التجريبية.

٤/٥/١: الخصائص الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة التجريبية.

٥/٥/١: تبعية توزيع متغيرات الدراسة التجريبية للتوزيع الطبيعي.

٦/٥/١: تحليل مستوى الفروق المعنوية بين متغيرات الدراسة التجريبية وفق التوبوب الصناعي. " تفاوت السمات المالية للشركات بحسب التوبوب الصناعي "

٧/٥/١: أثر المعلومات المحاسبية على تقدير القيمة المتوقعة النهائية.

٨/٥/١: التناول التحليلي لفروض البحث.

وتفصيلاتها على النحو التالي.

## ١/٥/١: الصورة القياسية للنموذج المقترح:

يأخذ النموذج المقترح الصورة القياسية التالية:

$$Y_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 X_{1,i,t} + \beta_2 X_{2,i,t} + \dots + \beta_n X_{n,i,t} + \epsilon_{t,i}$$

حيث:

$Y_{i,t}$ : المتغير التابع ، ويمثل القيمة المتوقعة النهائية ، وذلك للشركة  $i$  ، وللفترة المالية  $t$  . سيتم التعبير عن المتغير التابع تالياً من خلال أربع مؤشرات مالية "

$\alpha_0$ : ثابت نموذج الإنحدار ، ويمثل الحد الأدنى للقيمة المتوقعة النهائية في غياب دور المعلومات المحاسبية.

$\beta_{1...n}$ : معاملات المتغيرات المستقلة ، وذلك بدءاً من المتغير المستقل الأول وحتى المتغير المستقل الأخير  $n$  . وتمثل مقدار التغير الحادث في المتغير التابع عند تغير المتغير المستقل بمقدار الوحدة.

$X_{n,i,t}$ : المتغيرات المستقلة المؤثرة ، بدءاً من المتغير الأول وحتى المتغير المستقل الأخير  $n$ . وتمثل في النموذج مجموعة المؤشرات المالية المُعبّرة عن المعلومات المحاسبية. " سيتم التعبير عن تلك المعلومات من خلال ستة وعشرين مؤشر مالي عاكسة لكافة الأبعاد المالية للشركات "  $\varepsilon_{t,i}$ : الخطأ المعياري لنموذج الانحدار ، ويمثل مقدار تأثير المتغيرات العشوائية غير الداخلة في النموذج. " بواقعي نموذج الانحدار " .

### ٢/٥/١: الأساس العلمي للنموذج المقترح:

يستند الأساس العلمي لصياغة دور المعلومات المحاسبية في التنبؤ بالقيمة المتوقعة النهائية على محورين رئيسيين. إذ يتحدد المحور الأول منهما في كيفية قياس القيمة المتوقعة النهائية ، ويتحدد المحور الثاني في كيفية التعبير عن المعلومات المحاسبية في صورة مجموعة من المؤشرات المالية العاكسة للأبعاد المالية الرئيسية ، وتفصيلات كلاً من المحورين على النحو التالي تفصيله.

#### المحور الأول: قياس وتقدير القيمة المتوقعة النهائية:

تم الاستناد في قياس القيمة المتوقعة النهائية على أربعة مداخل أساسية تعد الأكثر قبولاً في الكتابات التمويلية. إذ يخلو الأدب المحاسبي من حساب لتلك القيمة ، ومن خلال استكشاف الكتابات التمويلية الرائدة ذات الصلة (e.g., Ross, et al., 2010; Brealey et al., 2014; Drake and Fabozzi, 2021) وانتقاء ما يصلح منها لاشتقاق متغير القيمة المتوقعة النهائية ، وذلك ليتسق مع التركيب الهيكلي لمصفوفة تحليل البيانات ، وتفصيلات تلك الصور الأربعة من القياس على النحو التالي تفصيله:

#### ▪ الصورة القياسية الأولى: رافعة التدفقات النقدية الحرة:

تأخذ الصورة الأولى لحساب القيمة المتوقعة النهائية الشكل القياسي التالي:

$$TV_{it} = \text{Levered Free Cash Flow}_{it} / WACC_{it}$$

حيث:

$TV_{it}$ : القيمة المتوقعة النهائية للشركة  $i$  ، وللفترة الزمنية  $t$ .

$\text{Levered Free Cash Flow}_{it}$ : رافعة التدفقات النقدية الحرة.

$WACC_{it}$ : التكلفة المرجحة لرأس المال.

وقد تم الحساب التفصيلي لذلك على النحو التالي:

أولاً: رافعة التدفقات النقدية الحرة: تم الحصول عليها بصورة سابقة التجهيز وذلك من خلال المؤشرات المالية المتقدمة الواردة بـ

[www.investing.com/Egypt/Advanced\\_Indecators](http://www.investing.com/Egypt/Advanced_Indecators).

ثانياً: تم حساب تكلفة رأس المال وفق الصورة الأكثر اعتياداً في الكتابات التمويلية وذلك وفق الصورة القياسية التالية (Brealey et al., 2014) :

$$WACC_{it} = [[D_{it} / V_{it}] \times RD_{it} \times (1 - Tc_{it})] + [[E_{it} / V_{it}] \times RE_{it}]$$

حيث:

$WACC_{it}$ : المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للشركة،  $t$ ، وللفترة المالية  $t$ .

$D_{it}$ : إجمالي الالتزامات " مصادر التمويل غير الذاتية ".

$V_{it}$ : إجمالي مصادر التمويل الذاتية وغير الذاتية.

$RD_{it}$ : تكلفة المديونية.

$Tc_{it}$ : معدل الضريبة على الدخل.

$E_{it}$ : مصادر التمويل الذاتية " حقوق الملكية ".

$RE_{it}$  : تكلفة مصادر التمويل الذاتية.

وتم اتباع الخطوات التفصيلية التالية لحساب معدل التكلفة المرجحة لرأس المال:

- الخطوة الأولى: تم الحصول على معدل المديونية من خلال قسمة إجمالي الالتزامات على إجمالي مصادر التمويل سواء الذاتية أو غير الذاتية " إجمالي الالتزامات وحقوق الملكية "
- الخطوة الثانية: تم الحصول على معدل تكلفة المديونية من خلال قسمة إجمالي الفوائد المدبنة على إجمالي الالتزامات.
- الخطوة الثالثة: تم حساب معدل الضريبة من خلال قسمة ضريبة الدخل على الربح قبل الضريبة.

- الخطوة الرابعة: تم الحصول على مكمل سعر الضريبة من خلال طرح معدل الضريبة من الواحد الصحيح.
- الخطوة الخامسة: تم الحصول على معدل التمويل الذاتي من خلال قسمة إجمالي حقوق الملكية على إجمالي مصادر التمويل.
- الخطوة السادسة: تم الحصول على تكلفة التمويل الذاتي من خلال قسمة معدل التمويل الذاتي على معدل العائد على حق الملكية.

#### ▪ الصورة القياسية الثانية: التدفقات النقدية الحرة:

تأخذ الصورة الثانية لحساب القيمة المتوقعة النهائية الشكل القياسي التالي:

$$TV_{it} = \frac{Free\ Cash\ Flow_{it}}{[Earnings\ Per\ Share_{it} / Share\ Price_{it}]}$$

**حيث:**

$TV_{it}$ : القيمة المتوقعة النهائية للشركة  $i$  ، وذلك عن الفترة الزمنية  $t$ .

$Free\ Cash\ Flow_{it}$  : التدفقات النقدية الحرة.

$Earnings\ Per\ Share_{it}$ : نصيب السهم من الأرباح.

$Share\ Price_{it}$  : سعر السهم في اليوم الأخير من الفترة المالية.

وقد تم حساب التدفقات النقدية الحرة من خلال ناتج طرح إجمالي مدفوعات رأس المال من صافي التدفقات النقدية من عمليات التشغيل ، بينما تم الحصول على نصيب السهم من الأرباح من خلال ما ورد في متن القوائم المالية للشركات محل التحليل أو الإيضاحات التفسيرية الملحقة ، بينما تم الحصول على أسعار من المصدر التالي:

[www.investing.com/egypt](http://www.investing.com/egypt)

#### ▪ الصورة القياسية الثالثة: معدل النمو المستمر:

تعد الصورة القياسية الثالثة تطويراً للصورة القياسية الأولى والثانية ، وذلك من خلال إدخال معدل النمو الأكثر استمراراً Perpetual Growth Rate ، وقد أوصت بتلك الصورة بالإضافة إلى الكتابات التمويلية ، العديد من المواقع المتخصصة في الشأن التجاري بصفة عامة ومنها على سبيل

المثال موقع Investopedia الموقع الأمريكي الشهير وكذلك معهد التمويل الأمريكي وذلك من خلال الرابطين التاليين:

<https://www.investopedia.com/terms/t/terminalvalue.asp>

<https://www.corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/terminal-value/>

وبأخذ ذلك الصورة القياسية العامة التالية:

$$TV_{it} = [FCF_{it} (G_{it} + 1)] / [(WACC_{it} - G_{it})]$$

حيث:

$TV_{it}$ : القيمة المتوقعة النهائية للشركة  $i$  ، وللفترة المالية  $t$ .

$FCF_{it}$ : التدفقات النقدية الحرة.

$G_{it}$ : معدل النمو الأكثر استقراراً.

$WACC_{it}$ : معدل تكلفة رأس المال.

#### ▪ الصورة القياسية الرابعة: طريقة المضاعفات:

تعد طريقة مضاعفات القيمة Exit Multiple Method من أكثر الطرق شيوعاً لحساب القيمة المتوقعة النهائية ، وقد أوصت بها العديد من الكتابات التمويلية (e.g., Brealey et al., 2014) ، وكذلك الكثير من المواقع الألكترونية المتخصصة ، ومنها موقع Investopedia ، ومع ذلك الانتشار الملحوظ في الكتابات الأكاديمية ؛ إلا أنها كانت محدودة التواجد في البحوث ذات الصلة بالقيمة المتوقعة النهائية ، ويضاف لذلك تواجدها ملحوظ بشأن آلية تطبيقها في الكتابات التمويلية ذاتها ، وبالشكل الذي جعل من المفضل في تلك الحالة الاستناد على كتابات رياضيات التمويل والاستثمار المتخصصة ذات الريادة ، ومنها على سبيل المثال ( e.g., Elliott and Kopp, 2005; Garrett, 2013) ، ومن خلال تلك الكتابات تم صياغة خطوات تلك الطريقة على النحو التالي:

▪ الخطوة الأولى: المفاضلة بين مجموعة من المؤشرات المالية المعتمدة والأكثر قبولاً للتعبير عن معدل مضاعف القيمة ، وقام الباحث في تلك الخطوة بالاستناد على ثلاثة مؤشرات مالية وهي على الترتيب: معدل القيمة السوقية إلى الربح بعد الفوائد والضرائب ، ومعدل القيمة السوقية إلى إيرادات المبيعات ، ومعدل سعر السهم إلى ربحيته.



- الخطوة الثانية: المفاضلة بين معدلات مضاعف القيمة الثلاث والمعتمد عليها في الخطوة الأولى ، واختيار أقلها تبايناً على مستوى الحالات التحليلية ، وقد كان أقل المضاعفات تبايناً المعدل الثاني والمحدد في: معدل القيمة السوقية إلى إيرادات المبيعات.
- الخطوة الثالثة: ضرب قيمة الربح قبل الفوائد والضرائب في المعدل الذي وقع عليه الاختيار في الخطوة الثانية من التحليل ، وبذلك الصورة تم الحصول على القيمة المتوقعة النهائية وفق الصورة القياسية التالية:

$$TV_{it} = EBIT_{it} \times [MV_{it} / SR_{it}]$$

حيث:

$EBIT_{it}$ : الربح قبل الفوائد والضرائب للشركة  $i$  ، وذلك خلال الفترة المالية  $t$ .

$MV_{it}$ : القيمة السوقية للشركة.

$SR_{it}$ : إيرادات المبيعات للشركة.

**المحور الثاني: المتغيرات التفسيرية المُعبّرة عن المعلومات المحاسبية:**

يوضح الجدول رقم (٥) المتغيرات التفسيرية المُعبّرة عن المعلومات المحاسبية والتي تمثل مجموعة المتغيرات المستقلة ، وقد تم تقسيمها إلى سبع مجموعات ، وقد تحددت تلك المجموعات في: مؤشرات السيولة ، ومؤشرات الربحية ، ومؤشرات القيمة الدفترية ، ومؤشرات المديونية ، ومؤشرات التشغيل ، ومؤشرات التدفقات النقدية ، ومؤشرات المحاسبة الاستحقاقية ، حيث تعكس تلك المؤشرات السمات المالية المتنوعة للشركات محل التحليل.

كما اشتمل الجدول على الصور الأربعة التي سيتم الاستناد عليها في قياس القيمة المتوقعة النهائية والتي تمثل القياسات الأربعة للمتغير التابع ، وقُصد بهذا الجمع بين نوعي المتغيرات توفير جدول متكامل لكافة المتغيرات وكيفية قياسها.

جدول رقم (٥) متغيرات الدراسة التطبيقية والقياس الكمي لها

مستسل	أسم المتغير	رمز المتغير	القياس الكمي للمتغير
متغيرات القيمة المتوقعة النهائية وتمثل الصور الأربعة للمتغير التابع			
(١)	القيمة المتوقعة النهائية وفق الصورة القياسية الأولى	TV1	رافعة التدفقات النقدية الحرة
(٢)	القيمة المتوقعة النهائية وفق الصورة القياسية الثانية	TV2	التدفقات النقدية الحرة
(٣)	القيمة المتوقعة النهائية وفق الصورة القياسية الثالثة	TV3	معدل النمو المستمر
(٤)	القيمة المتوقعة النهائية وفق الصورة القياسية الرابعة.	TV4	طريقة مضاعفات القيمة
المتغيرات التفسيرية المُعبّرة عن المعلومات المحاسبية وتمثل المتغيرات المستقلة			
المجموعة الأولى: مؤشرات السيولة			
(١)	نسبة السيولة العادية	X1_1	الأصول المتداولة/الألتزامات المتداولة
(٢)	نسبة السيولة السريعة	X1_2	الأصول المتداولة مستبعداً منها المخزون السلعي/الألتزامات المتداولة
(٣)	نسبة السيولة المتحفظة	X1_3	النقدية وما في حكمها/الألتزامات المتداولة
المجموعة الثانية: مؤشرات الربحية			
(٤)	معدل مجمل الربح	X2_1	مجمل الربح/إيرادات المبيعات
(٥)	معدل الربح التشغيلي	X2_2	الربح التشغيلي/إيرادات المبيعات مجمل
(٦)	معدل الربح قبل الضريبة	X2_3	الربح قبل الضريبة/إيرادات المبيعات
(٧)	معدل صافي الربح	X2_4	الربح بعد الضريبة/إيرادات المبيعات
(٨)	معدل العائد على الأصول	X2_5	الربح بعد الضريبة/إجمالي الأصول
(٩)	معدل العائد على حق الملكية	X2_6	الربح بعد الضريبة/حق الملكية
(١٠)	معدل الفوائد الى الربح	X2_7	الفوائد المدينة/الربح قبل الضرائب
المجموعة الثالثة: مؤشرات القيمة الدفترية			

مسلسل	أسم المتغير	رمز المتغير	القياس الكمي للمتغير
(١١)	القيمة الدفترية للشركة	X3_1	القيمة الدفترية/إجمالي الأصول
المجموعة الرابعة: مؤشرات المديونية			
(١٢)	معدل المديونية	X4_1	إجمالي الألتزامات/إجمالي الأصول
(١٣)	المديونية الى حق الملكية	X4_2	إجمالي الألتزامات/حق الملكية
(١٤)	معدل الرسملة	X4_3	فروق نوعي الألتزامات/فروق نوعي الألتزامات مضافاً عليها حق المكيه
(١٥)	معدل التغطية	X4_4	الربح قبل الفوائد والضرائب/الفوائد المدينة
(١٦)	التدفقات النقدية الى الألتزامات	X4_5	صافي النقدية التشغيلية/إجمالي الألتزامات
المجموعة الخامسة: مؤشرات التشغيل			
(١٧)	معدل دوران الأصول الثابتة	X5_1	الإيرادات /إجمالي الأصول الثابتة
(١٨)	معدل دوران المخزون	X5_2	الإيرادات/المخزون
المجموعة السادسة: مؤشرات التدفقات النقدية			
(١٩)	التدفق التشغيلي الى الإيرادات	X6_1	صافي النقدية التشغيلية/الإيرادات
(٢٠)	التدفق الحر الى التدفق التشغيلي	X6_2	التدفق الحر/صافي النقدية التشغيلية
(٢١)	معدل تغطية الألتزامات	X6_3	صافي النقدية التشغيلية/الألتزامات المتداولة
(٢٢)	معدل تغطية مدفوعات رأس المال	X6_4	صافي النقدية التشغيلية/مدفوعات رأس المال
(٢٣)	معدل تغطية التوزيعات	X6_5	صافي النقدية التشغيلية/التوزيعات النقدية
(٢٤)	معدل الوفاء بالتوزيعات	X6_6	التوزيع للسهم/ريحية السهم
(٢٥)	التدفق التشغيلي الى إجمالي الأصول	X6_7	صافي التدفق التشغيلي/إجمالي الأصول
المجموعة السابعة: مؤشرات المحاسبة الاستحقاقية			
(٢٦)	المؤشر الإستحقاقى	X7_1	(أرباح التشغيل - صافي نقدية التشغيل) / إجمالي الأصول

المصدر: سعادة ، رسالة دكتوراة غير منشورة ، تجارة المنوفية ، ٢٠١٥ م ، ص ١٩٧ (الجزء الخاص

بالمتغيرات التفسيرية دون المتغير التابع ، والمأخوذة بتصرف في الأساس من [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com))

### ٣/٥/١: مجتمع وعينة الدراسة التجريبية:

يتمثل مجتمع الدراسة في كافة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ، بينما تحددت عينة الدراسة في إثني وأربعين شركة مقسمة على ست قطاعات وفق التصنيف القطاعي للبورصة المصرية ، وتم اختيار تلك العينة بناءً على بعض المعايير التي تم تطبيقها والاعتماد عليها في الاختيار ، وتتمثل تلك المعايير في :

أ- تم استبعاد شركات قطاعي البنوك ، والخدمات المالية غير المصرفية ، نظراً لإختلاف طبيعة أنشطتها والقواعد الرقابية والحوكومية فيها مقارنة بالشركات غير المالية.

ب- تم استبعاد بعض الشركات والتي لم يتوافر عنها بيانات كاملة سواء كانت تقارير مالية أو نماذج إفصاح عن هيكل المساهمين ومجلس الإدارة خلال فترة الدراسة.

ج- تم استبعاد الشركات التي تعد تقاريرها بالعملة الأجنبية.

د- بالإضافة إلى ذلك تم اختيار تلك العينة طبقاً للتقارير المالية التي توافرت للباحث ، وكانت مكتملة من حيث الإفصاحات المتممة.

ويوضح الجدول رقم (٦) ملخصاً لتلك العينة ، وذلك خلال الفترة ٢٠١٤-٢٠١٩م.

جدول رقم (٦) عينة الدراسة التطبيقية

مسلسل	أسم القطاع	إجمالي شركات القطاع	عدد شركات العينة	النسبة (%)
١	قطاع رعاية صحية وأدوية	١٧	١١	٦٤.٧٠
٢	قطاع الأغذية والمشروبات والتبغ	٢٤	١٠	٤١.٦٠
٣	قطاع العقارات	٣٥	٥	١٤.٢٠
٤	قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٧	٥	٧١.٤٠
٥	قطاع المقاولات والإنشاءات الهندسية	٩	٦	٦٦.٦٠
٦	قطاع المنسوجات والسلع المعمرة	٧	٥	٧١.٤٠
	إجمالي	٩٩	٤٢	٤٢.٤٠

المصدر : من إعداد الباحثين ، بتصريف في التصنيف القطاعي للبورصة المصرية.

## ٤/٥/١: الخصائص الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة التجريبية:

يشتمل الجدول رقم (٧) على المعلمات الإحصائية الرئيسة لمتغيرات الدراسة التجريبية ، وتتحدد تلك المعلمات في: المتوسط الحسابي ، والمتوسط المرجح " القطعي " والوسيط والتباين والانحراف المعياري وأدنى قيمة وأعلى قيمة. إذ توضح تلك المعلمات بعضاً من السمات الإحصائية الرئيسة لتوزيع المتغيرات ، ويمكن اشتقاق النقاط التالية ذات الصلة:

أ- يتواجد تباين كبير في المتغيرات المُعبّرة عن القيمة المتوقعة النهائية ، وذلك بحسب المداخل الثلاثة الأولى لقياس تلك القيمة ، ويستثنى من ذلك المدخل الرابع والمستند على معامل التقييم الأكثر اعتياداً ، ولا يعني ذلك أن هذا المدخل هو الأكثر توافقاً مع الحالة المصرية ، ولكنه قد يقدم بعضاً من الدلالات حول موضوعية هذا المدخل.

ب- يتوافر قدر جيد من معدل التداول بين الشركات محل التحليل ، وذلك لتجاوز متوسط معدل السيولة حاجز ٢٠٠% " المضاعف ٢ " وبالشكل الذي يوضح أن الشركات محل التحليل لا تعاني من إشكاليات ذات صلة بالسيولة. إن كان معدل التداول الأكثر تحفظاً عالي بصورة ملحوظة ، وبالشكل الذي يعكس التزام تلك الشركات بسياسات متحفظة في إدارة النقدية.

ج- تعد معدلات الربحية وعلى وجه العموم متوسطة ، فهي ليست بالقوية التي تجذب الانتباه ، وليست بالضعيفة التي يتوقف عندها الباحث للتفسير والتحليل ، ومع ملاحظة تواجد تباين ضعيف على مستوى غالبية مؤشرات الربحية وبخاصة معدل العائد على الأصول ، وبالشكل الذي يدل على تقارب معدلات الربحية بين الشركات محل التحليل.

د- تشكل القيمة الدفترية لحق الملكية وزن نسبي مقبول مقارنة بإجمالي الأصول. إذ تشكل في المتوسط الأكثر ترجيحاً ٥٨% من إجمالي الأصول ، وبالشكل الذي يعني أن ٤٢% من الأصول يتم تمويلها من مصادر غير ذاتية ، ومع تواجد تباين ضعيف في قيمة المتغير ، وبالقدر الذي يدل على استناد غالبية شركات العينة البحثية على خليط متوازن للتمويل بين الذاتي وغير الذاتي.

هـ- تواجد تباين ملحوظ بين الشركات محل التحليل في سمتين من سمات المديونية وهما: معدل الالتزامات إلى حق الملكية ومعدل الرسملة. إذ يقدم ذلك دلالات على تواجد تفاوت ملحوظ بين الشركات محل التحليل في سياسات التمويل. إذ قد يميل البعض منها إلى سياسات تمويل

متحفظة ، ويميل البعض الآخر إلى سياسات تمويلية أقل تحفظاً ، وذلك من خلال الاعتماد على المزيد من التمويل غير الذاتي.

و- تعد معدلات التشغيل وعلى وجه العموم جيدة ، وبخاصة معدلات الدوران ذات الصلة بالأصول والمخزون السلعي ، ومع ملاحظة تواجد تباين كبير في الحالتين ، ويوضح ذلك تباين سياسات التشغيل بين الشركات محل التحليل ، ويعد ذلك من الأمور المتوقعة وذلك لاشتمال العينة التجريبية على قطاعات صناعية متباينة ، ولكل منها متغيراته وسماته البيئية والتشغيلية والإنتاجية المتفردة والتي قد تختلف بصورة جوهرية من قطاع إلى آخر .

ز- تعد التدفقات من العمليات التشغيلية مقبولة على نحو العموم في الشركات محل التحليل إذ تبلغ وفي المتوسط ٥٩٠% من الإيرادات " المضاعف ٥.٩ مرة ". ولكن مع تفحص المعدل الأكثر ترجيحاً لتلك التدفقات نجدها ٧.٢% فقط ، ومع تواجد تباين ملحوظ كبير بين الشركات محل التحليل ، ويمكن تفسير ذلك بدور المحاسبة الاستحقاقية ، والتي قد تؤدي إلى زيادة الفجوة بين الربح الاستحقاقى والربح النقدي ذات الصلة بالعمليات التشغيلية ، ويحدث ذلك في الحالات التي تشكل فيها الأصول الثابتة وزن نسبي كبير مقارنة بإجمالي الأصول.

ح- لا تتواجد فروقات ملحوظة بين الربح التشغيلي وصافي التدفقات النقدية من عمليات التشغيل ، وذلك من خلال استكشاف المؤشر الاستحقاقى ، ومع ملاحظة أن هذا الفرق كبير في حالة الاستناد على صافي الدخل بعد الضرائب والفوائد ، وبالقدر الذي يثبت تواجد وزن نسبي ملحوظ لعناصر التكاليف بخلاف التشغيلية ، ويعد ذلك من الأمور المتوقعة في الحالة المصرية ، وذلك لأن شريحة عريضة من الشركات المقيدة في البورصة المصرية هي شركات يستحوذ فيها المال العام على القدر الأكبر من الملكية ، وعليه ؛ فهي شركات مقيدة بالبعد الاجتماعي في التوظيف ، وبالشكل الذي يؤدي إلى تحملها لمرتبات وأجور لا تتناسب مع حجم وكثافة عمليات التشغيل.

## جدول رقم (٧)

## المعطيات الإحصائية الرئيسة لمختبرات الدراسة التجريبية

متسلسل	أسم المختبر	نومبر المختبر	المؤسب الحسابي	المؤسب المرجح	الوسط	التباين	الإحراف المعياري	أدنى قيمة	أعلى قيمة
المختبر التابع									
١	الصورة القياسية الأولى	TV_1	٧٨١.٦٧	٣٨٤.٦٢	١٦.٢١	٩١٨٣٧١٧٩	٩٥٨٣	٧٦٤٤٦-	٦٧٥٨٤
٢	الصورة القياسية الثانية	TV_2	٥٨٠.٦٤	٢٣٣.٧٢	١١.٨٧٩	٣٧٤٦٣٨٨٧	٦١٢٠	٣٧٢٦٤-	٥٥٤٥٠
٣	الصورة القياسية الثالثة	TV_3	١٥٥-	١١-	٠.٠٠٥	٤١٢٥٣٣٢	٢.٣١	١٨٩٣٦-	١١٩٤٣
٤	الصورة القياسية الرابعة	TV_4	٤١٥٧٢١٨٦٢	١٨٨٥٣٠٠٢٦	١٨٧٧٤٦٦٠	٠.٠٠١	١٣٥٦٠٩٩٨٩٠	- ٣٩٤٠٠٥٦٤	١٣٦٨٤٧٠٤١٢١
المختبرات المستقلة									
١	نسبة السيولة العادية	X1_1	٤.٩١	٢.٤	١.٦	٢٢٧.٤٧	١٥.٠٨	٠.٤٥	١٨٤.٦٤
٢	نسبة السيولة السريعة	X1_2	٣.٨٢	١.٧٧	١.١٦	١٩٧.٨٧	١٤.٠٧	٠.٢٢	١٨٤.٦٤
٣	نسبة السيولة المتحفظة	X1_3	٠.٦١	٠.٣٣	٠.١٩	٣.٩٦	١.٩٩	٠.٠٠١	٢٣.٧٩
٤	محلل مجمل الريح	X2_1	١.٢٤	٠.٢٣	٠.٢١	٢٣١.٢٤	١٥.٢١	١.١٢-	٢٤٠.٩٣
٥	محلل الريح التشغيلي	X2_2	٠.١٤	٠.١٢	٠.١	٠.٨٦	٠.٩٣	٨.٤٥-	١١.٥٤
٦	محلل الريح قبل الضربية	X2_3	٠.٣٢	٠.١٣	٠.١٠٢	٤.٦٦	٢.١٦	٦.٥-	٢٩.٦٥
٧	محلل صدافي الريح	X2_4	٠.١٥	٠.٠٩٨	٠.٠٨	١.٠٧	١.٠٣	٦.٥٣-	١٤.٤٥
٨	محلل العائد على الأصول	X2_5	٠.٠٥٦	٠.٠٥٦	٠.٠٤٢	٠.٠٠٦	٠.٠٧٨	٠.٤٨-	١.٤٥
٩	محلل العائد إلى حق الملكية	X2_6	٠.٠٨٨	٠.١١٢	٠.٠٨٦	٠.٤٢	٠.٦٥	٩.٣٣-	٣.٣٢
١٠	محلل الفوائد إلى الريح	X2_7	١١٨٣-	٠.٠١٧	٠.٠١	٣٥٢٥.٣٣٢	١٨٧٧٥	٢٩٨٠٤٥-	٤٣
١١	القيمة الافتراضية لحق الملكية	X3_1	٠.٥٨	٠.٥٨	٠.٥٩	٠.٠٥٣	٠.٢٣١	٠.١٥-	١

تابع جدول رقم (٧)

المعلومات الإحصائية الرئيسة لمتغيرات الدراسة التجريبية

مسئله	أسم المتغير	ترميز المتغير	الموسيط الحسابي	الموسيط المرجح	الوسيط	التباين	الإحراف المعياري	أدنى قيمة	أعلى قيمة
١٢	محلل المديونية	X4_1	٠.٤٢	٠.٤٢	٠.٤١٣	٠.٠٥٣	٠.٢٣	٠.٠٠٢	١.٠٠٥
١٣	محلل المديونية إلى حق الملكية	X4_2	١.٩	٠.٩٥	٠.٧	١٣٨.٦٨	١١.٧٨	٢٢-	١٨٤
١٤	محلل الرسملة	X4_3	١.٠٨	٠.٠٤-	٠.٢٥-	١٠٢.٧٨	١٠.١٤	٢١.٠٤-	٩٦.٢٣
١٥	محلل التغطية	X4_4	١.٠٧-	١.٤٤	١.٧٦	٦٩٢٤٩	٢٦٣.١٥	٣٣٢٤.٧-	١٧٤٦.٦
١٦	التكفلات التقديرية إلى الإلتزامات	X4_5	٠.١٩٢	٠.١٥	٠.٠٩	٠.٤١٥	٠.٦٤	٢.٧٢-	٧.٥٥
١٧	محلل دوران الأصول الثابتة	X5_1	٤.٨١	٣.١٩	٢.١٤	٧٧.٤	٨.٨	٠.٠٠٣	٦٢.٩٤
١٨	محلل دوران المخزون	X5_2	١.٠٧٣	٧.٢	٤.٨٦	٤٦٢.٩٦	٢١.٥٢	٠.٠٠١	١٨٨.٣٧
١٩	التكفل التشغيلي إلى الإيرادات	X6_1	٥.٩١	٠.٠٧٢	٠.٠٧	٧٣٦١.٦	٨٥.٨	٥.٤٧-	١٣٥٧.٣٢
٢٠	التكفل الحر إلى التكفلات التشغيلية	X6_2	٠.٩٦	٠.٨٨	٠.٩٩	٨.٠٧	٢.٨٤	١٧-	٢٦.٩٣
٢١	محلل تغطية الإلتزامات	X6_3	٠.٢١٢	٠.١٨	٠.١٠٢	٠.٦٦	٠.٨١	٧.٢٢-	٧.٥٥
٢٢	محلل تغطية مدفوعات رأس المال	X6_4	٦١.٢٩-	١.٥٩	٠.٤٧	١١١٦٨٩٦	١٠٥٦.٨٣	١٦٥٥٣-	١٥٧٥.٩٨
٢٣	محلل تغطية التوزيعات	X6_5	١.٣٨	٢.٦٧	٢.٥٢	٥٨٠.٠٩	٢٤.٠٨	٢٢٤.٣٦-	١٨٨.٨٢
٢٤	محلل الوفاء بالتوزيعات	X6_6	٢.٩٧	٢.١٤	١.٠٠٧	٥٠.٠١٥	٧.٠٧	١.٠٠٢	١.٠٢
٢٥	التكفل التشغيلي إلى إجمالي الأصول	X6_7	٠.٠٤٧	٠.٠٤٤	٠.٠٣٣	٠.٠٠٨	٠.٠٨٩	٠.٠٢٢-	٠.٠٤
٢٦	المؤشر الإستحقاقى	X7_1	٠.٠٠٧	٠.٠٠٧	٠.٠٠٤٥	٠.٠٠٩	٠.٠٩٣	٠.٠٣١-	٠.٣٧
<p>يمثل الموسيط المرجح " المُعْطَمِي - المُقْلُوع " Trimmed Mean موسيط قيم المتغير بعد استبعاد القيم الأكثر تطرفاً. إذ يتم استبعاد أعلى خمس قيم وبذلك أدنى خمس قيم للمتغير ، وبعد الموسيط المرجح بذلك الصورة أكثر موضوعية من الموسيط الحسابي.</p>									التفسير

المصدر: من إعداد الباحث ، بصرف في نتائج التحليل الإحصائي.



## ١/٣/٥: تبعية توزيع متغيرات الدراسة التجريبية للتوزيع الطبيعي:

يشتمل الجدول رقم (٨) على نتائج اختبار تبعية " اقتراب " توزيع متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي ، وذلك بالاستناد على ثلاث آليات والتي تعد الأكثر اعتياداً في الكتابات الإحصائية ، وتحدد تلك الآليات في: المعلمات الإحصائية الوصفية المتمثلة في الالتواء والتفرطح ، واختبار العالمان الأمريكيان Shapiro and Wilk ، والشكل الناقوسي للمدرج التكراري المُعبر عن توزيع المتغير ، وتوفر تلك الآليات الثلاثة صورة عامة عن طبيعة التوزيع. وبالشكل الذي يمكن معه الاستدلال على الأساليب الإحصائية التي يمكن الاستناد عليها تالياً سواء في مرحلة اختبارات الفروق الإحصائية أو مرحلة تقدير العلاقات التأثيرية. والتي تنقسم إلى أساليب التحليل المعلمية وغير المعلمية.

من خلال محتويات الجدول وملحقه التفسيري ، يتضح أن كافة صور المتغير التابع تقترب من التبعية للتوزيع الطبيعي ، وبعد ذلك كاف تماماً وفق الرأي الإحصائي الغالب للاعتماد على التحليلات المعلمية في الخطوات التالية ، ومع ذلك عند استكشاف نسبة المتغيرات التفسيرية التي تقترب من التوزيع الطبيعي سيتضح وصولها لمعدل ٥٠% من عدد المتغيرات " ٢٦/١٣ متغير " وبالشكل الذي يقدم المزيد من الأدلة على إمكانية الاعتماد على التحليلات المعلمية سواء لتقدير الفروق المعنوية أو تقدير نماذج الانحدار .

وتجدر الإشارة إلى أن شريحة ليست بالعريضة من الإحصائيين ترى أنه ليس بالأهمية بمكان إجراء مثل تلك الاختبارات ، ولكن الأهم من ذلك التحري عن سمات بواقي دالة الانحدار في علاقات التأثير ، وذلك من حيث استقلالية تلك البواقي وتبعية توزيعها للتوزيع الطبيعي ، ومع ذلك فقد التزم الباحث وبكل حيادية بعرض النتائج المتحصل عليها من تنفيذ تلك الاختبارات ، ومع قناعاته بالرأي الغالب الإحصائي بشأن تواجد ضرورة لإجراء هذا الفحص المبدئي لتوزيع المتغيرات.

جدول رقم (٨)

اختبار تبعية متغيرات الدليل التجريبي للتوزيع الطبيعي

متسلسل	اسم المتغير	رميز المتغير	الإلتواء	التفرطح	تقدير التوزيع الطبيعي وفق معاملي الإلتواء والتفرطح (يتبع / لا يتبع)	Shapiro - Wilk Test	تقدير التوزيع الطبيعي وفق اختبار شابيرو ونك (يتبع / لا يتبع)	مستوى تمثيل التوزيع الطبيعي / لا يقترب من	التقدير العام
المتغير التابع									
١	الصورة القياسية الأولى	TV_1	٠.٥١٨-	٣٢.١٧١	لا يتبع	٠.٠٠١	لا يتبع	تمثل	يقترب
٢	الصورة القياسية الثانية	TV_2	٢.٠٨٩	٣٧.٩٣٧	لا يتبع	٠.٠٠١	لا يتبع	تمثل	يقترب
٣	الصورة القياسية الثالثة	TV_3	٤.٣٢٣-	٤٥.٩١٩	لا يتبع	٠.٠٠١	لا يتبع	تمثل	يقترب
٤	الصورة القياسية الرابعة	TV_4	٦.٣٩٨	٥٠.٦١٤	لا يتبع	٠.٠٠١	لا يتبع	غير ممثل	يقترب
المتغيرات المستقلة									
١	نسبة السيولة العادية	X1_1	٨.٣٦	٨٦.٥٦	لا يتبع	٠.٠٠٠١	لا يتبع	غير ممثل	لا يقترب
٢	نسبة السيولة السريعة	X1_2	٩.٩٣	١١٥.٩٦	لا يتبع	٠.٠٠٠١	لا يتبع	غير ممثل	لا يقترب
٣	نسبة السيولة المحفوظة	X1_3	٨.٨١	٨٩.٨٩	لا يتبع	٠.٠٠٠١	لا يتبع	غير ممثل	لا يقترب
٤	معدل مجمل الريح	X2_1	١٥.٧٣٢	٢٤٨.٨١	لا يتبع	٠.٠٠٠١	لا يتبع	غير ممثل	لا يقترب
٥	معدل الريح الشفلى	X2_2	٤.٣٣	١٢٠.٧	لا يتبع	٠.٠٠٠١	لا يتبع	غير ممثل	لا يقترب
٦	معدل الريح قبل الضربة	X2_3	١١.٢٦	١٤٥.٥	لا يتبع	٠.٠٠٠١	لا يتبع	تمثل	يقترب
٧	معدل صافي الريح	X2_4	٩.٥٩	١٥٣.٢٥	لا يتبع	٠.٠٠٠١	لا يتبع	تمثل	يقترب
٨	معدل العائد على الأصول	X2_5	٠.٦٩-	١٠٠.٧	لا يتبع	٠.٠٠٠١	لا يتبع	تمثل	يقترب
٩	معدل العائد إلى حق الملكية	X2_6	١١.٨٥-	١٨١.٩٩	لا يتبع	٠.٠٠٠١	لا يتبع	تمثل	يقترب

## تابع جدول رقم (٨)

## اختبار تبعية متغيرات الدليل التجريبي للتوزيع الطبيعي

مسلسل	أسم المتغير	ترميز المتغير	الإلتواء	التفرطح	تقدير التوزيع الطبيعي وفق معاملي الإلتواء والتفرطح (يبيع / لا يبيع)	Shapiro - Wilk Test	تقدير التوزيع الطبيعي وفق اختبار شابيرو ويلك (يبيع / لا يبيع)	مستوى ممانئ الشكل التافوسي (ممانئ / غيرممانئ)	التقدير العام (يقترب من التوزيع الطبيعي / لا يقترب)
١٠	معدل القوافد إلى الريح	X2_7	١٥.٨٨-	٢٥٢	لا يبيع	٠.٠٠٠١	لا يبيع	غير ممانئ	لا يقترب
١١	القيمة الدفترية لحق الملكية	X3_1	٠.٢٢-	٠.٤١٦-	لا يبيع	٠.٠٠٠٩	لا يبيع	ممانئ	يقترب
١٢	معدل المديونية	X4_1	٠.٢٣	٠.٤-	لا يبيع	٠.٠٠٠٩	لا يبيع	ممانئ	يقترب
١٣	معدل المديونية إلى حق الملكية	X4_2	١٤.٨٠٥	٢٢٩.٧٧	لا يبيع	٠.٠٠٠١	لا يبيع	غير ممانئ	لا يقترب
١٤	معدل الرسملة	X4_3	٦.٧٨	٥٣.٩٥	لا يبيع	٠.٠٠٠١	لا يبيع	ممانئ	يقترب
١٥	معدل التغطية	X4_4	٧.٧٤-	١١٤.٠١	لا يبيع	٠.٠٠٠١	لا يبيع	غير ممانئ	لا يقترب
١٦	التدفقات النقدية إلى الإلتزامات	X4_5	٦.٩٧	٧٥.١٦	لا يبيع	٠.٠٠٠١	لا يبيع	ممانئ	يقترب
١٧	معدل دوران الأصول الثابتة	X5_1	٣.٧٤	١٥.٢١	لا يبيع	٠.٠٠٠١	لا يبيع	غير ممانئ	لا يقترب
١٨	معدل دوران المخزون	X5_2	٥.٤٤	٣٥.١٧	لا يبيع	٠.٠٠٠١	لا يبيع	غير ممانئ	لا يقترب
١٩	التدفق التشغيلي إلى الإبرهات	X6_1	١٥.٧	٢٤٨.١١	لا يبيع	٠.٠٠٠١	لا يبيع	غير ممانئ	لا يقترب
٢٠	التدفق الحر إلى التدفق التشغيلي	X6_2	٣.٥٩	٤٦.٤٥	لا يبيع	٠.٠٠٠١	لا يبيع	ممانئ	يقترب
٢١	معدل تغطية الإلتزامات	X6_3	٠.٥١٤	٥٦.٢١	لا يبيع	٠.٠٠٠١	لا يبيع	ممانئ	يقترب
٢٢	معدل تغطية مدفوعات رأس المال	X6_4	١٥.٢٦-	٢٣٨.٩٦	لا يبيع	٠.٠٠٠١	لا يبيع	غير ممانئ	لا يقترب

جدول رقم (٨) اختبار تبعية متغيرات الدليل التجريبي للتوزيع الطبيعي

مستسل	اسم المتغير	ترميز المتغير	الإلتواء	التفرطح	تقدير التوزيع الطبيعي وفق معاملي الإلتواء والتفرطح (يبيع / لا يبيع)	Shapiro - Wilk Test	تقدير التوزيع الطبيعي وفق اختبار شابيرو ويلك (يبيع / لا يبيع)	مستوى تماثل الشغل التافؤسي (مماثل / غيرمماثل)	التقدير العام (يقرب من التوزيع الطبيعي / لا يقرب)
٢٣	معدل تخليط التوزيعات	X6_5	-٣.٦١٤	٥٨.٢٥	لا يبيع	٠.٠٠٠١	لا يبيع	مماثل	يقرب
٢٤	معدل الوفاء بالتوزيعات	X6_6	١١.٢٦	١٥٤.٣٥	لا يبيع	٠.٠٠٠١	لا يبيع	غير مماثل	لا يقرب
٢٥	الشغل الشغلى إلى إجمالي الأصول	X6_7	٠.٥٧	٢.٢١	لا يبيع	٠.٠٠٠١	لا يبيع	مماثل	يقرب
٢٦	المؤثر الإسمكائى	X7_1	٠.٠١	١.٧٤	لا يبيع	٠.٠٠٠١	لا يبيع	مماثل	يقرب
<p>يعد توزيع المتغير طبيعياً وفق المعلمات الإحصائية الرئيسية " الإلتواء - التفرطح " إذا ما كان الإلتواء يدور في تلك القيمة صفر ، ويدأ أقصى + (٢) ، وإذا ما كان الإلتواء يدور في تلك القيمة - ١.٢ ، ويدأ أقصى + (٣) ، ويعد توزيع المتغير طبيعياً في حالة اختبار Shapiro-Wilk إذا ما كانت المعنوية الحقيفة للاختبار تكون مستوى المعنوية الافتراضي والمتغير بـ ٥% ، ووفق الشغل التافؤسي يقرب توزيع المتغير من التوزيع الطبيعي عند تلامس طرفي منحنى التوزيع التكراري للمحور السيني.</p>									

المصدر: من إعداد الباحث بصرف في نتائج التحليل الإحصائي.

٦/٣/١: تحليل مستوى الفروق المعنوية بين متغيرات الدراسة التجريبية وفق التنبؤ الصناعي " تفاوت السمات المالية بين القطاعات التحليلية ":

يشتمل الجدول رقم (٩) على نتائج التحليل الإحصائي ذات الصلة بتقدير الفروق المعنوية بين السمات المالية للحالات التحليلية وذلك وفق تبويبها صناعياً ، ومعنى آخر أكثر دقة تأثير دور التنبؤ الصناعي في إحداث الفروق في السمات المالية. وذلك بالاعتماد على اختبار تحليل التباين المتعدد F-Test . وهو من الاختبارات العملية المناسبة لخصائص توزيع متغيرات الدراسة.

من خلال استكشاف محتويات الجدول وملحقه التفسيري أتضح عدم تواجد فروق معنوية في سبعة عشر متغيراً من إجمالي عدد المتغيرات البالغ ثلاثون متغيراً " أربعة متغيرات تعبر عن التابع ، وستة وعشرين متغيراً تعبر عن المتغيرات التفسيرية " وذلك بواقع ٥٦.٦٦% ، بينما تواجدت الفروق المعنوية في ٤٣.٣٤% ،

## جدول رقم (٩)

اختبار الفروق للسمات المالية لشركات العينة البحثية وفق أساس التثبيت الصناعي

تمثل السمات المالية بين القطاعات (يوجد تماثل / لا يوجد تماثل)	تقدير الفروق المعنوية (يوجد فروق / لا يوجد فروق)	مستوى المعنوية الحقيقية	قيمة ف المحسوبة	ترميز المتغير	أسم المتغير	مستل
الفروق ذات الصلة بالمتغير التابع						
متماثلة	لا يوجد	٠.٤٩٩	٠.٨٧٤	TV_1	الصورة القياسية الأولى	١
متماثلة	لا يوجد	٠.٣٧٤	١.٠٧٧	TV_2	الصورة القياسية الثانية	٢
متماثلة	لا يوجد	٠.١٣٧	١.٦٩٤	TV_3	الصورة القياسية الثالثة	٣
غير متماثلة	يوجد	٠.٠٠٧	٣.٢٤٨	TV_4	الصورة القياسية الرابعة	٤

الفروق ذات الصلة بالمتغيرات المستقلة						
غير متماثلة	يوجد	٠.٠٠١	٩.٢٩٩	X1_1	نسبة السيولة العادية	١
غير متماثلة	يوجد	٠.٠٠١	٦.٩٥٥	X1_2	نسبة السيولة السريعة	٢
متماثلة	لا يوجد	٠.٥٠١	٠.٨٧١	X1_3	نسبة السيولة المتحفظه	٣
متماثلة	لا يوجد	٠.١٨٤	١.٥٢١	X2_1	معدل مجمل الربح	٤
متماثلة	لا يوجد	٠.٠٨٨	١.٩٤٥	X2_2	معدل الربح التشغيلي	٥
غير متماثلة	يوجد	٠.٠١٤	٢.٩٠٢	X2_3	معدل الربح قبل الضريبة	٦
متماثلة	لا يوجد	٠.٠٧٥	٢.٠٣٢	X2_4	معدل صافي الربح	٧
غير متماثلة	يوجد	٠.٠٠٢	٣.٩٦٥	X2_5	معدل العائد على الأصول	٨
متماثلة	لا يوجد	٠.٣٢٨	١.١٦٢	X2_6	معدل العائد إلى حق الملكية	٩
متماثلة	لا يوجد	٠.١٩٢	١.٤٩٤	X2_7	معدل الفوائد إلى الربح	١٠

تمثل السمات المالية بين القطاعات (يوجد تماثل / لا يوجد تماثل)	تقدير الفرق المعنوية (يوجد فرق / لا يوجد فرق)	مستوى المعنوية الحقيقية	قيمة ف المحسوبة	رميز المتغير	أسم المتغير	مسلسل
غير متماثلة	يوجد	٠.٠٠١	٥.٣٢٧	X3_1	القيمة الدفترية لحق الملكية	١١
غير متماثلة	يوجد	٠.٠٠١	٤.٦٧٥	X4_1	معدل المديونية	١٢
متماثلة	لا يوجد	٠.٢٧٩	١.٢٦٦	X4_2	معدل المديونية إلى حق الملكية	١٣
متماثلة	لا يوجد	٠.٨٨٣	٠.٣٤٩	X4_3	معدل الرسملة	١٤
متماثلة	لا يوجد	٠.٨٧٢	٠.٣٦٥	X4_4	معدل التغطية	١٥
متماثلة	لا يوجد	٠.١٥٤	١.٦٢٣	X4_5	التدفقات النقدية إلى الإلتزامات	١٦
غير متماثلة	يوجد	٠.٠٠١	١٠.٤٨٧	X5_1	معدل دوران الأصول الثابتة	١٧
غير متماثلة	يوجد	٠.٠٠١	٩.٣٩٥	X5_2	معدل دوران المخزون	١٨
متماثلة	لا يوجد	٠.١٢١	١.٧٦٥	X6_1	التدفق التشغيلي إلى الإيرادات	١٩
غير متماثلة	يوجد	٠.٠١٧	٢.٨١٥	X6_2	التدفق الحر إلى التدفق التشغيلي	٢٠
متماثلة	لا يوجد	٠.١١٣	١.٨٠٣	X6_3	معدل تغطية الإلتزامات	٢١
متماثلة	لا يوجد	٠.٣٠٣	١.٢١٤	X6_4	معدل تغطية مدفوعات رأس المال	٢٢
متماثلة	لا يوجد	٠.٠٠٩	١.٩٣١	X6_5	معدل تغطية التوزيعات	٢٣
غير متماثلة	يوجد	٠.٠٠٣	٣.٧٦٨	X6_6	معدل الوفاء بالتوزيعات	٢٤

مستعمل	أسم المتغير	ترميز المتغير	قيمة ف المحسوبة	مستوى المعنوية الحقيقية	تقدير فروق المعنوية (يوجد فروق / لا يوجد فروق)	تماثل السمات المالية بين القطاعات (يوجد تماثل / لا يوجد تماثل)
٢٥	التدقق للتغلب على إجمالي الأصول	X6_7	١١.٨١١	٠.٠٠١	يوجد	غير متماثلة
٢٦	المؤشر الإستهلاكي	X7_1	٢.٥٩٨	٠.٠٢٦	يوجد	غير متماثلة
<b>ملخص نتائج تشغيل اختبار تحليل الفروق المعنوية F-Test</b>						
أولاً: لا يوجد فروق معنوية						
عدد المتغيرات ١٧						
الوزن النسبي % ٠.٣٠/١٧ = ٥٦.٦٦						
ثانياً: يوجد فروق معنوية						
عدد المتغيرات ١٣						
الوزن النسبي % ٠.٣٠/١٣ = ٤٣.٣٤						
<p>يتم الإقرار بوجود فروق معنوية بين السمات المالية للقطاعات وذلك وفق التوزيع التصاعدي إذا ما كانت المعنوية الحقيقية للاختبار تقل عن مستوى المعنوية الافتراضي والمقدر بـ ٥% ، وفي حالة تواجد الفرق معنوياً ، يتم الإقرار بعدم تماثل السمة المالية بين القطاعات محل التحليل ، وعددها ست قطاعات صناعية.</p>						

المصدر: من إعداد الباحث بتصرف في نتائج التحليل الإحصائي.

## ٧/٥/١: أثر المعلومات المحاسبية على تقدير القيمة المتوقعة النهائية:

يتناول هذا الجزء من التحليل الإحصائي تقدير أثر المعلومات المحاسبية على القيمة المتوقعة النهائية ، وذلك في إطار الصور الأربعة القياسية السابق عرضها للقيمة المتوقعة النهائية ، وتفصيلات ذلك الأثر بصوره الأربع على النحو التالي تفصيله.

## ١/٧/٥/١: أثر المعلومات المحاسبية على القيمة المتوقعة النهائية في إطار مدخل رافعة التدفقات النقدية الحرة (الصورة القياسية الأولى):

يوضح الجدول رقم (١٠) القدرة التنبؤية للمعلومات المحاسبية بالقيمة المتوقعة النهائية في ظل تقدير تلك القيمة وفق مدخل رافعة التدفقات النقدية الحرة ، وذلك على مستوى كافة شركات العينة البحثية. إذ تم صياغة دالة إنحدار ذات دلالة معنوية تتخفف بها المعنوية الحقيقية عن مستوى المعنوية الافتراضي والمقدر بـ ٥% ، ومع توافر قدرة تفسيرية جيدة فُدرت بـ ٦٧.٣% والتي يمكن توصيفها إحصائياً بالمتوسطة ، ومع غياب تام لمشكلة الازدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية.

توزعت المتغيرات الأكثر تأثيراً بين المجموعات السبعة المُعبّرة عن المعلومات المحاسبية ، وبدرجة متوازنة ، ومع تواجد تأثير فردي معنوي لكافة المتغيرات المؤثرة ، ومع ملاحظة تواجد أثر فردي عكسي للمؤشرات المعبرة عن الربحية والتدفقات النقدية ومعدل دوران الأصول ، وهي علاقات ذات تأثير لا يتسق مع الأدب المحاسبي ذات الصلة ، وقد استلزم ذلك ضرورة الاستناد على معامل الارتباط الثنائي بين كل متغير من المتغيرات الثلاثة على حدة والقيمة المتوقعة النهائية. إذ اتضح تواجد علاقة طردية بين كل متغير من تلك المتغيرات الثلاثة والقيمة المتوقعة النهائية ، وبالشكل الذي يمكن معه اشتقاق أن ظهور تلك المتغيرات بوصفها ذات تأثير عكسي في دالة الانحدار ما هو إلا نتاج عملية توفيق خطي وصولاً إلى أفضل تركيبة خطية لعلاقة تأثير المعلومات المحاسبية في القيمة المتوقعة النهائية.

### جدول رقم (١٠) القدرة التنبؤية للمعلومات المحاسبية بالقيمة المتوقعة النهائية لكافة الشركات وفق مدخل رافعة التدفقات النقدية الحرة.

معنوية التأثير الفردي داخل النموذج	مستوى المعنوية	قيمة ت المحسوبة	قيمة المعامل بيتا	الخطأ المعياري	معامل المتغير المستقل	ترميز المتغير	اسم المتغير
غير معنوي	٠.٢٩٢	١.٠٥٧-		١٣٣٠.٩١	١٤٠٦.٨٧-	ثابت الدالة	
معنوي	٠.٠٠١	٦.٢٦٢	٠.٣٥٧	١٩.٤٣١	١٢١.٦٧١	X5_2	معدل المخزون دوران



مغنوية التأثير الفردى داخل النموذج	مستوى المغنوية	قيمة ت المحسوبة	قيمة المعامل بيتا	الخطأ المعياري	معامل المتغير المستقل	ترميز المتغير	أسم المتغير
مغنوي	٠.٠٠١	٣.٤٢٣	٩.٨٣	٢٥٨٧.٢٦	٨٨٥٦.٣٩٥	X6_1	التدفق التشغيلي إلى الإيرادات
مغنوي	٠.٠٠٥	٢.٨٣٩-	٠.١٤٧-	٤٦.٢	١٣١.١٨-	X5_1	معدل دوران الأصول الثابتة
مغنوي	٠.٠٠١	٤.٠٤٤	٠.٤١٩	١٢٢٢.٨٦	٤٩٤٥.٧٣٧	X4_5	معدل التدفقات النقدية إلى الإلتزامات
مغنوي	٠.٠٠١	٣.٦٤٩-	٠.٢١٤-	٦٥٣٣.١٨	٢٣٨٤٢.٣-	X6_7	التدفق التشغيلي إلى إجمالي الأصول
مغنوي	٠.٠٠١	٣.٢٧٨	٨.٩٥٢	٠.٩٨٢	٣.٢١٩	X2_7	معدل الفوائد إلى الربح
مغنوي	٠.٠١٣	٢.٥٢٨-	٠.٦٦٤-	١٩٠٨.٤٤	٤٨٢٤.٢١-	X2_4	معدل صافي الربح
مغنوي	٠.٠٠٨	٢.٧٠٢	٠.١٦١	٢٥٣٠.٢٢	٦٨٣٦.١١	X4_1	معدل المديونية
مغنوي	٠.٠٣٦	٢.١١٩	٠.١٣٨	٣٢.٦٠٨	٦٩.٠٩٩	X1_2	نسبة السيولة السريعة
							السمات العامة للنموذج
							مغنوية النموذج
							٠.٠٠١
							القدرة التفسيرية للنموذج
							٠.٦٧٣
							قيمة ف المحسوبة
							٢٩.٧٠٩
							حرية الانحدار
							٩
							حرية البواقي
							١٣٠
Regression Technique-Step 11 Stepwise							الآلية المستخدمة
تعد دالة الانحدار مغنوية في حالة إنخفاض المغنوية الحقيقية عن مستوى المغنوية الافتراضي والمقدر ب ٥%							التفسير

المصدر: من إعداد الباحثين ، بتصريف في نتائج التحليل الإحصائي.

## ٢/٧/٥/١: أثر المعلومات المحاسبية على تقدير القيمة المتوقعة النهائية في ظل مدخل التدفقات النقدية الحرة (الصورة القياسية الثانية):

يوضح الجدول رقم (١١) القدرة التنبؤية للمعلومات المحاسبية بالقيمة المتوقعة النهائية في ظل تقدير تلك القيمة وفق مدخل التدفقات النقدية الحرة ، وذلك على مستوى كافة شركات العينة البحثية. إذ تم صياغة دالة إنحدار ذات دلالة معنوية تتخضع بها المعنوية الحقيقية عن مستوى المعنوية الافتراضي والمقدر بـ ٥% ، ومع توافر قدرة تفسيرية قُدرت بـ ٨.٢% والتي يمكن توصيفها إحصائياً بالضعيفة ، ومع غياب تام لمشكلة الازدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية

وتشير نتائج الجدول إلى تواجد متغير وحيد يعد الأكثر تأثيراً في القيمة المتوقعة النهائية ويتحدد في معدل السيولة السريعة. إذ أن زيادة هذا المعدل تؤدي إلى دعم القيمة المتوقعة النهائية ، ويمكن تفسير ذلك بكون الزيادة في هذا المعدل دلالة على انضباط سياسات الإئتمان والتحصيل النقدي وبالشكل الذي يزيد من احتمالية الاستغلال الفعال للفرص الاستثمارية المتاحة والتراكم الرأسمالي ، وكذلك سلامة التخطيط للأصول المتداولة بخلاف المخزون السلعي.

### جدول رقم (١١) دور المعلومات المحاسبية في تقدير القيمة المتوقعة النهائية لكافة الشركات وفق مدخل التدفقات النقدية الحرة

معنوية التأثير الفردى داخل النموذج	مستوى المعنوية	قيمة ت المحسوبة	قيمة المعامل بيتا	الخطأ المعياري	معامل المتغير المستقل	ترميز المتغير	اسم المتغير
معنوي	٠.٠٠٠١	٣.٤٣٦		٥٣٥.٩١	١٨٤١.٢	ثابت الدالة	
معنوي	٠.٠٠٠١	٣.٥٠٧	٠.٢٨٧	٢٨.٨٠٦	١٠١.٠٣٤	X1_2	نسبة السيولة السريعة
							السمات العامة للنموذج
							معنوية النموذج
							القدرة التفسيرية للنموذج
							قيمة ف المحسوبة
							١٢.٣٠٢

معنوية التأثير الفردى داخلى النموذج	مستوى المعنوية	قيمة ت المحسوبة	قيمة المعامل بيتا	الخطأ المعياري	معامل المتغير المستقل	ترميز المتغير	أسم المتغير
					١		حرية الانحدار
					١٣٧		حرية البواقي
<b>Regression Technique-Step one Stepwise</b>							الآلية المستخدمة
تعد دالة الانحدار معنوية في حالة انخفاض المعنوية الحقيقية عن مستوى المعنوية الافتراضي والمقدر بـ ٥%							التفسير

المصدر: من إعداد الباحثين ، بتصريف في نتائج التحليل الإحصائي.

### ٣/٧/٥/١: أثر المعلومات المحاسبية على التنبؤ بالقيمة المتوقعة النهائية في ظل مدخل معدل النمو المستمر (الصورة القياسية الثالثة):

يوضح الجدول رقم (١٢) القدرة التنبؤية للمعلومات المحاسبية بالقيمة المتوقعة النهائية في ظل تقدير تلك القيمة وفق مدخل معدل النمو المستمر ، وذلك على مستوى كافة شركات العينة البحثية. إذ تم صياغة دالة إنحدار ذات دلالة معنوية تتخفف بها المعنوية الحقيقية عن مستوى المعنوية الافتراضي والمقدر بـ ٥% ، ومع توافر قدرة تفسيرية ضعيفة فُدرت بـ ٣.٩% ، ومع غياب تام لمشكلة الازدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية.

وأشارت النتائج الواردة بالجدول إلى تواجد متغير وحيد يعد الأكثر تأثيراً ، ويتحدد في معدل تغطية مدفوعات رأس المال ، والذي تعد التدفقات النقدية من عمليات التشغيل المكون الرئيسي له - بسط المعدل - إذ أنه كلما تزايد الوزن النسبي لتدفقات التشغيل مقارنة بمدفوعات رأس المال كلما أدى ذلك إلى دعم القيمة المتوقعة النهائية ، ويقدم ذلك دليلاً إضافياً على الدور المحوري الذي تقوم به تدفقات النقدية من عمليات التشغيل ، حيث سبق بيان دورها الجوهرى عند تناول الصورة الثانية من صور قياس القيمة المتوقعة النهائية.

جدول رقم (١٢) القدرة التنبؤية للمعلومات المحاسبية بالقيمة المتوقعة النهائية لكافة الشركات  
وفق مدخل معدل النمو المستمر

معنوية التأثير الفردى داخل النموذج	مستوى المعنوية	قيمة ت المحسوبة	قيمة المعامل بيتا	الخطأ المعياري	معامل المتغير المستقل	ترميز المتغير	أسم المتغير
معنوي	٠.٠٠٠٥	٢.٨٣٤		١١٥.٢٦٧	٣٢٦.٦٣٢	ثابت الدالة	
معنوي	٠.٠٠٢٦	٢.٢٤٨	٠.١٩٧	٠.٥٢٨	١.١٨٧	X6-4	معدل تغطية مدفوعات رأس المال
							السمات العامة للنموذج
							معنوية النموذج
							القدرة التفسيرية للنموذج
							قيمة ف المحسوبة
							حرية الانحدار
							حرية البواقي
Stepwise Regression Method-Step one							الآلية المستخدمة
تعد دالة الانحدار معنوية في حالة إنخفاض المعنوية الحقيقية عن مستوى المعنوية الافتراضي والمقدر ب ٥%							التفسير

المصدر: من إعداد الباحثين ، بتصريف في نتائج التحليل الإحصائي.

٤/٧/٥/١: أثر المعلومات المحاسبية على التنبؤ بالقيمة المتوقعة النهائية في

ظل مدخل مضاعفات القيمة (الصورة القياسية الرابعة):

يوضح الجدول رقم (١٣) القدرة التنبؤية للمعلومات المحاسبية بالقيمة المتوقعة النهائية في ظل تقدير تلك القيمة وفق مدخل مضاعفات القيمة ، وذلك على مستوى كافة شركات العينة البحثية. إذ تم صياغة دالة إنحدار ذات دلالة معنوية تتخض بها المعنوية الحقيقية عن مستوى المعنوية

الافتراضي والمقدر ب ٥% ، ومع توافر قدرة تفسيرية ضعيفة فُدرت ب ٨.٩% ، ومع غياب تام لمشكلة الازدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية.

ظهر متغيران بوصفهما الأكثر تأثيراً في القيمة المتوقعة النهائية وهما معدل دوران المخزون ومعدل دوران الأصول الثابتة ، وبطريقة طردية للمتغير الأول وبطريقة عكسية للمتغير الثاني ، وتعد العلاقة الطردية منطقية في تلك الحالة نظراً لما يوفره معدل دوران المخزون المرتفع من تحسين في قدرات السيولة وتخفيض الدورة الزمنية لدورة حياة المنتج ، بينما استلزمت العلاقة العكسية ضرورة الرجوع لمعامل الارتباط الثنائي بين معدل دوران الأصول الثابتة والقيمة المتوقعة النهائية وقد ثبتت طردية العلاقة المباشرة الثنائية ، وعليه فالعلاقة الواردة بالنموذج ظهرت سالبة لمتطلبات التوليف الخطي الجيد.

جدول رقم (١٣) دور المعلومات المحاسبية في تقدير القيمة المتوقعة النهائية لكافة الشركات وفق مدخل مضاعفات القيمة

معنوية التأثير الفردي داخل النموذج	مستوى المعنوية	قيمة ت المحسوبة	قيمة المعامل بيتا	الخطأ المعياري	معامل المتغير المستقل	ترميز المتغير	اسم المتغير
معنوي	٠.٠١	٣.٥٠٢		١١٧٨٢٢٩٩٩.٦	٤١٢٦٢٢١.٥.٨	ثابت الدالة	
معنوي	٠.٠٠١	٤.١٣٤	٠.٢٧٤	٤١٦٣١٩٤.٠٠١	١٧٢١.٩٦٤.٥٢	X5-2	معدل دوران المخزون
معنوي	٠.٠٣٦	٢.١١-	٠.١٤-	١٠٨٤٨٢٣٦.٤٤	٢٢٨٨٤٩١٤.٠-	X5-1	معدل دوران الأصول الثابتة
						السمات العامة للنموذج	
						٠.٠٠١	معنوية النموذج

معنوية التأثير الفردى داخل النموذج	مستوى المعنوية	قيمة ت المحسوبة	قيمة المعامل بيتا	الخطأ المعياري	معامل المتغير المستقل	ترميز المتغير	اسم المتغير
					٠.٠٨٩		القدرة التفسيرية للنموذج
					١٠.١٩٧		قيمة ف المحسوبة
					٢		حرية الانحدار
					٢٠٩		حرية البواقي
Stepwise Regression Method-Step 2							الآلية المستخدمة
تعد دالة الانحدار معنوية في حالة إنخفاض المعنوية الحقيقية عن مستوى المعنوية الافتراضي والمقدر بـ ٥%							التفسير

المصدر: من إعداد الباحثين ، بتصرف في نتائج التحليل الإحصائي

### ٨/٥/١: تناول التحليلي لفروض البحث:

يتناول هذا الجزء من الدراسة التجريبية تناول التحليلي لفروض البحث الرئيسية ، والفروض الفرعية المشتقة منها. إذ ينص الفرض الأول من فروض البحث على:

" توجد فروق إحصائية ذي دلالة معنوية بين السمات المالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية وذلك وفق تبويبها صناعياً "

تم توفير الدليل الإحصائي المؤيد لقبول هذا الفرض ونسبة ٤٣.٣٤% ، وعليه فقد تم رفض الفرض بنسبة ٥٦.٦٦% ، وبالشكل الذي قد يؤيد توجه الغالب نحو كون التبويب الصناعي قد لا يؤثر في إحداث التباين في السمات المالية للشركات محل التحليل ، وإن كانت نسبة قبول الفرض ورفضه متقاربة ، ومع ذلك إذا تم التسليم بالاتجاه الغالب وهو غياب الفروق المعنوية للسمات المالية على أساس التبويب الصناعي ؛ فإنه يمكن إرجاع ذلك إلى:

أ. هياكل الملكية التي يشكل المال العام الوزن النسبي الأكبر فيها ، وذلك في غالبية الشركات محل التحليل ، وبخاصة الشركات التابعة لقطاع الصناعات الدوائية. وبالقدر

الذي يجعل غالبية السياسات المالية والمحاسبية في تلك الشركات متقاربة ، وبالقدر الذي قد يؤدي إلى عدم تفاوت السمات المالية بالقدر الملحوظ.

ب. انخفاض الوزن النسبي للأسهم المتاحة للتداول العام في شريحة عريضة من الشركات محل التحليل ، وذلك على اعتبار تبعيتها وفي الغالب للمال العام ، وبالقدر الذي يؤدي إلى غياب الضغوط التي قد يسببها توجه سعر السهم نحو الانخفاض ، وبالقدر الذي يؤدي إلى التخفيف وبصورة ملحوظة من الاعتماد على ممارسات المحاسبة الإبداعية بغرض إرسال رسائل ضمنية إلى حملة الأسهم.

وتجدر الإشارة إلى عدم اتساق تلك النتيجة مع التوجه الغالب في البحوث التطبيقية والذي يؤدي الدور الحيوي للتبويب الصناعي في إحداث التباين في السمات المالية للشركات محل التحليل (e.g., Martikainen et al., 1994; Kahle and Walking, 1996) ، وذلك لتفرد كل قطاع صناعي بمجموعة من السمات البيئية والمالية والتشغيلية والتي قد تختلف عن غيره بصورة جوهرية .  
وينص الفرض الثاني من فروض البحث على:

" توجد علاقة تأثير إحصائي ذي دلالة معنوية للمعلومات المحاسبية في القيمة المتوقعة النهائية بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية "

تم قبول هذا الفرض الرئيسي وذلك من خلال قبول فروضه الأربع الفرعية ، ويوضح الجدول رقم (١٤) موجزاً للدليل الإحصائي المستند عليه لقبول الفرض. ومع ظهور أفضلية ملحوظة للصورة القياسية الأولى والمحددة في التعبير عن القيمة المتوقعة النهائية من خلال رافعة التدفقات النقدية الحرة " قدرة تفسيرية ٦٧.٣% " ، ويليها الصورة القياسية الرابعة والمحددة في التعبير عن القيمة المتوقعة النهائية بمضاعفات القيمة " قدرة تفسيرية ٨.٩% " ، ثم الصورة القياسية الثانية والمحددة في التعبير عن القيمة المتوقعة النهائية بالتدفقات النقدية الحرة " قدرة تفسيرية ٨.٢% " ، وفي نهاية الترتيب الصورة القياسية الثالثة والمحددة في التعبير عن القيمة المتوقعة النهائية من خلال معدل النمو المستمر " قدرة تفسيرية ٣.٩% " .

جدول رقم (١٤) موجز الدليل الإحصائي ذات الصلة بالفرض الرئيسي الثاني من فروض البحث

الفروض الفرعية	القبول/الر فض	الدليل الإحصائي	المتغيرات التفسيرية الأكثر تأثيراً
توجد علاقة تأثير إحصائي ذي دلالة معنوية للمعلومات المحاسبية على القيمة المتوقعة النهائية بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية وفق مدخل رافعة التدفقات النقدية الحرة.	قبول الفرض	معنوية النموذج: ٠.٠٠١ القدرة التفسيرية للتنموذج: ٦٧.٣%	- معدل دوران المخزون - التدفق التشغيلي إلى الإيرادات - معدل دوران الأصول الثابتة - معدل التدفقات النقدية إلى الإلتزامات - التدفق التشغيلي إلى إجمالي الأصول - معدل الفوائد إلى الربح - معدل صافى الربح - معدل المديونية - معدل السيولة السريعة
توجد علاقة تأثير إحصائي ذي دلالة معنوية للمعلومات المحاسبية على القيمة المتوقعة النهائية بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية وفق مدخل التدفقات النقدية الحرة	قبول الفرض	معنوية النموذج: ٠.٠٠١ القدرة التفسيرية للتنموذج: ٨.٢%	- معدل السيولة السريعة.
توجد علاقة تأثير إحصائي ذي دلالة معنوية للمعلومات المحاسبية على القيمة المتوقعة النهائية بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية وفق مدخل معدل النمو المستمر.	قبول الفرض	معنوية النموذج: ٠.٠٢٦ القدرة التفسيرية للتنموذج: ٣.٩%	- معدل تغطية مدفوعات رأس المال.
توجد علاقة تأثير إحصائي ذي دلالة معنوية للمعلومات المحاسبية على القيمة المتوقعة النهائية بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية وفق مدخل مضاغفات القيمة	قبول الفرض	معنوية النموذج: ٠.٠٠١ القدرة التفسيرية للتنموذج: ٨.٩%	- معدل دوران المخزون. - معدل دوران الأصول الثابتة.

المصدر: من إعداد الباحثين.



وينص الفرض الثالث من فروض البحث على:

" تتباين القدرة التفسيرية لتأثير المعلومات المحاسبية في التنبؤ بالقيمة المتوقعة النهائية وذلك بحسب التبويب الصناعي للشركات المقيدة في البورصة المصرية وذلك في إطار أفضل مدخل قياسي لتلك القيمة "

ولتناول هذا الفرض بصورة تحليلية منضبطة ، تم تقدير دوال الانحدار المعبرة عن تأثير المعلومات المحاسبية في القيمة المتوقعة النهائية وذلك لكل قطاع صناعي على حدة ، وفي إطار مدخل قياس القيمة المتوقعة النهائية وفق مدخل رافعة التدفقات النقدية الحرة فقط ، والذي يمثل أفضل مدخل قياسي تم التوصل إليه عند تناول الفرض الرئيسي الثاني من فروض البحث ، ويشتمل الجدول رقم (١٥) على المعلمات الإحصائية الرئيسية لست دوال إنحدار كل منها يعبر عن قطاع صناعي.

وقد جاء قطاع المنسوجات والسلع المعمرة في بداية الترتيب ، وبقدرة تفسيرية بلغت ٩٩.٧% ، وتلى ذلك على الترتيب: قطاع العقارات " ٨٤.٩% " ، ثم قطاع المقاولات والإنشاءات الهندسية " ٥٩.٦% " ، ثم قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات " ٥٧.٢% " ، ثم قطاع الأغذية والمشروبات " ٤٤.٨% " ، ثم قطاع الرعاية الصحية والأدوية " ٢٢% " .

وقد جاءت القطاعات صاحبة الوزن النسبي الأقل في العينة البحثية بوصفها الأعلى قدرة تفسيرية ، ويمكن إرجاع ذلك بكون شركات تلك القطاعات تكاد تكون متماثلة في السمات المالية ، والبيئية ، والتشغيلية ، بينما القطاعين الأخيرين في الترتيب وهما قطاع الأغذية والمشروبات والتبغ ، وقطاع الرعاية الصحية والأدوية هم الأعلى تمثيلاً في العينة البحثية ، وهما كذلك الأكثر تبايناً في السمات المالية بين الشركات ، فكلهما يتكون من شركات متباينة الخصائص سواء المالية أو التشغيلية أو البيئية ، وللتأكيد على تلك الرؤية نجد على سبيل المثال البناء الهيكلي لقطاع الأدوية يشتمل على شركات بعضها صناعية ، وبعضها يقوم بتوزيع الأدوية دون تصنيعها ، وبعضها يقدم خدمات طبية دون تصنيع أو توزيع ، ونفس الحال بقطاع الأغذية والمشروبات والتبغ والذي يتضمن شركات متفاوتة النشاط على نحو كبير ، فهناك شركات تصنع الأغذية ، وهناك شركات توزعها ، وهي تختلف وبصورة جوهرية عن شركات إنتاج التبغ ، والتي لها اعتبارات شديدة الخصوصية ، ليس في الحالة المصرية فحسب بل على المستوى العالمي.

ظهر بعضاً من المؤشرات المالية بوصفها الأكثر تكراراً عند استكشاف أثر المعلومات المحاسبية على القيمة المتوقعة النهائية وذلك على المستوى القطاعي ، ومن تلك المؤشرات: معدل العائد على حق الملكية ، ومعدل الفوائد المدينة إلى الربح ، وبالشكل الذي يبين دورهما الجوهري في تقدير القيمة المتوقعة النهائية ، فالمؤشر الأول ينتمي لمجموعة الربحية ومن المنطقي أن يتواجد في قائمة أكثر المتغيرات تأثيراً في القيمة المتوقعة النهائية ، ونفس الحال في حالة المؤشر الثاني ، ولكن مع ملاحظة أن المؤشر الثاني يعكس دور الرافعة المالية ، وذلك لأن الفوائد المدينة المُشكلة لبسط النسبة ما هي إلا وليدة التمويل من خلال القروض ، والقروض بدورها تعد المكون الرئيسي للرفع المالي.

جدول رقم (١٥) موجز المعلمات الإحصائية الرئيسية لتأثير المعلومات المحاسبية في القيمة المتوقعة النهائية لكل قطاع على حدة ووفق مدخل رافعة التدفقات النقدية الحرة

المعلمات الإحصائية الرئيسية	القطاع الأول: الرعاية الصحية والأدوية	القطاع الثاني: الأغذية والمشروبات والتبغ	القطاع الثالث: المنسوجات والسلع المعمرة	القطاع الرابع: المقاولات والإنشاءات الهندسة	القطاع الخامس: العقارات	القطاع السادس: خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
القدرة التفسيرية %	٢٢	٤٤.٨	٩٩.٧	٥٩.٧	٨٤.٩	٥٧.٢
معنوية النموذج	٠.٠٠١	٠.٠٠١	٠.٠٠١	٠.٠٠١	٠.٠٠١	٠.٠٠٣
قيمة ف المحسوبة	١٢.٣٧٥	٩.٣٢٥	٥٢٦.٧٧	٢٦.٦٩٣	٢٢.٥٣٦	١٤.٧١٢
عدد الشركات	١١	١٠	٥	٦	٥	٥
ترتيب القطاع بحسب القدرة التفسيرية	السادس	الخامس	الأول	الثالث	الثاني	الرابع
المتغيرات الأكثر تأثيراً						
معدل التغطية	معدل التغطية الدفترية لحق الملكية	القيمة الدفترية لحق الملكية	معدل تغطية الالتزامات	معدل العائد إلى حق الملكية	معدل الفوائد إلى الربح	معدل تغطية مدفوعات رأس المال
		معدل الربح قبل الضريبة	معدل الربح التشغيلي		معدل السيولة السريعة	

المعلمات الإحصائية الرئيسية	القطاع الأول: الرعاية الصحية والأدوية	القطاع الثاني: الأغذية والمشروبات والتبغ	القطاع الثالث: المنسوجات والسلع المعمرة	القطاع الرابع: المقاولات والإنشاءات الهندسة	القطاع الخامس: العقارات	القطاع السادس: خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
			معدل دوران الأصول		المؤشر الاستحقاقى	
			معدل المديونية لحق الملكية			
			معدل الفوائد إلى الربح			
			معدل الرسملة			
			معدل العائد إلى حق الملكية			

المصدر: من إعداد الباحثين.

## ٦/١: التكامل المنهجي بين عناصر البحث الرئيسية:

يشتمل الجدول رقم (١٦) على التكامل المنهجي بين عناصر البحث الرئيسية. إذ تعكس محتويات الجدول التكامل والاتساق بين أهداف البحث وتساؤلاته ذات الصلة ، والفروض المنبثقة من تلك التساؤلات ، ومركزها التحليلي الإحصائي بحسب دليلها المؤيد للقبول أو الرفض ، وكذلك الدلالة العلمية المترتبة على المركز التحليلي للفرض.

جدول رقم (١٦) التكامل المنهجي بين عناصر البحث

أهداف البحث	تساؤلات البحث	فروض البحث	قبول/ رفض	الدلالة العمية
الهدف الرئيسي الأول: دراسة وتحليل السمات المالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.	التساؤل الرئيسي الأول: إلى أي مدى تتباين السمات المالية بين الشركات المقيدة بالبورصة المصرية؟.	الفرض الرئيسي الأول: توجد فروق إحصائية ذي دلالة معنوية بين السمات المالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية وذلك وفق توبييها صناعياً.	تم توفير الدليل الإحصائي المؤيد لرفض الفرض " رفض نسبي "	تم رفض هذا الفرض بصورة نسبية بلغت ٥٦.٦٦ % ، وبالشكل الذي يعكس أن الإتجاه الغالب يتحدد في كون السمات المالية غير متفاوتة بين الوحدات محل التحليل ، ولا تتسق تلك النتيجة إلى حد ما مع الأدب المحاسبي ذات الصلة. إذ أن العينة التحليلية الحكيمة من قطاعات متنوعة من المنطقي أن تتفاوت في السمات المالية ، ومع ذلك يمكن إرجاع تلك النتيجة إلى اشتمال أربع قطاعات من الستة محل التحليل على شركات متماثلة السمات المالية ، بينما يوجد قطاعان من القطاعات الستة التحليلية على شركات متباينة السمات المالية والتشغيلية والبيئية بصورة واضحة ، وهما قطاعي الرعاية الصحية والأدوية وقطاع الأغذية والمشروبات والتبغ. وعليه فالتمثيل الغالب في العينة التحليلية لصالح القطاعات التي تشتمل على شركات متماثلة في كافة السمات.
الهدف الرئيسي الثاني: دراسة وتحليل دور المعلومات المحاسبية في التنبؤ	التساؤل الرئيسي الثاني: إلى أي مدى تؤثر المعلومات	الفرض الرئيسي الثاني: توجد علاقة تأثير إحصائي ذي دلالة معنوية	تم توفير الدليل الإحصائي المؤيد لقبول الفرض الرئيسي ويستند	ظهرت المؤشرات المالية التالية بوصفها الأكثر تأثيراً: معدل دوران المخزون ، معدل التدفق التشغيلي إلى الإيرادات ، معدل

أهداف البحث	تساؤلات البحث	فروض البحث	قبول/ رفض	الدلالة العمية
القيمة المتوقعة النهائية بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية.	المحاسبية في القيمة المتوقعة النهائية تطبيقاً على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ؟.	للمعلومات المحاسبية على القيمة المتوقعة النهائية بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية.	ذلك على قبول فروضه الأربع الفرعية.	دوران الأصول الثابتة ، معدل التدفقات النقدية إلى الالتزامات ، معدل التدفق التشغيلي إلى إجمالي الأصول ، معدل الفوائد المدينة إلى الربح ، معدل صافي الربح إلى المبيعات ، معدل المديونية ، معدل السيولة السريعة. وذلك في إطار أفضل منهجية لقياس القيمة المتوقعة النهائية " رافعة التدفقات النقدية الحرة "
الهدف الرئيسي الثالث: دراسة وتحليل دور التتويب الصناعي في إحداه التباين بين الشركات المقيدة في البورصة المصرية وذلك وفق دور المعلومات المحاسبية في التنبؤ بالقيمة المتوقعة النهائية.	التساؤل الرئيسي الثالث: إلى أي مدى تتباين القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية في التنبؤ بالقيمة المتوقعة النهائية في إطار التتويب الصناعي للشركات المقيدة في البورصة المصرية.	الفرض الرئيسي الثالث: تتباين القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية في التنبؤ بالقيمة المتوقعة النهائية وذلك بحسب التتويب الصناعي للشركات المقيدة في البورصة المصرية وذلك في إطار أفضل مدخل قياسي لتلك القيمة.	تم توفير الدليل الإحصائي المؤيد لقبول الفرض.	يؤدي التتويب الصناعي إلى تواجد تباين ملحوظ في قدرة المعلومات المحاسبية على التنبؤ بالقيمة المتوقعة النهائية. إذ أن القطاعات المشتملة على وحدات تحليلية متماثلة تعد المعلومات المحاسبية بها أكثر قدرة على التنبؤ بالقيمة المتوقعة النهائية ، ويتسق ذلك مع الأدب المحاسبي ذات الصلة.

المصدر: من إعداد الباحثين.

## ٧/١: الدلالات والنتائج والتوصيات والدراسات المستقبلية:

تناول هذا البحث وفق منهجية تحليلية تستند على الأسلوب الاستقرائي والأسلوب الاستنباطي دور المعلومات المحاسبية في التنبؤ بالقيمة المتوقعة النهائية وذلك بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. إذ تم توظيف الأسلوب الأول في تناول وتحليل الأدبيات ذات الصلة ، وذلك لاشتقاق عموميات يمكن الاستناد عليها في صياغة فروض البحث ، بينما تم الاستناد على

الأسلوب الثاني في اختبار سلامة تلك الفروض ، واشتقاق مجموعة من النتائج ذات الصلة بالمشكلة البحثية ، وبما يكفل توفير مساهمة يسيرة في مجال الأدب المحاسبي ذات الصلة. وقد اعتمد الإطار التطبيقي التجريبي للبحث على اثنتين وأربعين شركة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية تنتمي لست قطاعات غير مالية ، وذلك خلال الفترة ٢٠١٤-٢٠١٩ م ، وبإجمالي ٢٥٢ مشاهدة تحليلية ، تفي باشتراطات البناء الهيكلي لمصفوفة التحليل الإحصائي.

اشتمل الهيكل التنظيري لهذا البحث على ثلاثة أقسام رئيسية. إذ تناول القسم الأول منها الإطار المفاهيمي للقيمة المتوقعة النهائية متضمناً المفهوم والماهية ، وتناول القسم الثاني النمذجة القياسية للقيمة المتوقعة النهائية وموقعها في نظرية القيمة على وجه العموم ، بينما تضمن القسم الثالث الجهود البحثية ذات الصلة وتطوير فروض البحث ، وقد انتهى الإطار التنظيري إلى مجموعة من الدلالات النظرية الرئيسية ، والتي يأتي في مقدمتها أنه على الرغم من التناول المكثف للقيمة المتوقعة النهائية في الأدب التمويلي إلا أنها لم تلقى الإهتمام الكافي في مجال توظيفها تطبيقياً سواء من خلال أدبيات علم التمويل أو أدبيات علم المحاسبة ، وقد يكون ذلك راجعاً إلى صعوبات منهجية تتعلق بكيفية قياسها على نحو موضوعي ، ويضاف لذلك ندرة الجهود البحثية ذات الصلة بالقيمة المتوقعة النهائية ليس فقط على المستوى المحاسبي بل على المستوى التمويلي ذاته والذي تنتمي إليه.

نظراً للجدل العلمي الملحوظ والمثار بشأن كيفية قياس القيمة المتوقعة النهائية ؛ فقد استند الباحث في حسابها على كافة منهجيات القياس ذات الصلة ، والصالحة للوفاء بمتطلبات بناء مصفوفة التحليل الإحصائي. هذا من جهة " قيمة واحدة للمشاهدة الواحدة " ، ومن جهة أخرى منهجية قياس يمكن الاستناد عليها بموضوعية وصالحة تالياً للاستدلال واشتقاق النتائج. وقد استند البحث على أربع منهجيات للقياس ، وتحددت تلك المنهجيات الأربعة في: رافعة التدفقات النقدية الحرة ، والتدفقات النقدية الحرة ، ومعدل النمو المستمر ، ومضاعفات القيمة.

تحددت النتيجة الرئيسية لهذا البحث في تواجد دور حيوي للمعلومات المحاسبية في مجال التنبؤ بالقيمة المتوقعة النهائية ، وذلك في إطار مداخل القياس الأربع ، ومع أفضلية ملحوظة لمنهجية رافعة التدفقات النقدية الحرة. إذ ظهرت تلك المنهجية بوصفها الأعلى من حيث القدرة التفسيرية للنموذج مقارنة بمنهجيات القياس الأخرى ، وتلاها على التوالي: منهجية مضاعفات القيمة ، ومنهجية التدفقات النقدية الحرة ، وفي الختام جاءت منهجية معدل النمو المستمر.

ظهرت المؤشرات المالية التالية بوصفها الأكثر تأثيراً في تقدير القيمة المتوقعة النهائية: معدل دوران المخزون ، ومعدل التدفق التشغيلي إلى الإيرادات ، ومعدل دوران الأصول الثابتة ، ومعدل التدفقات النقدية إلى الالتزامات ، ومعدل التدفق التشغيلي إلى إجمالي الأصول ، ومعدل الفوائد المدينة إلى الربح ، ومعدل صافي الربح إلى المبيعات ، ومعدل المديونية ، ومعدل السيولة السريعة. وذلك في إطار أفضل منهجية لقياس القيمة المتوقعة النهائية ، والمحددة في " رافعة التدفقات النقدية الحرة " .

كما توصل البحث إلى تواجد دور جوهري للتبويب الصناعي في مجال تأثير المعلومات المحاسبية في التنبؤ بالقيمة المتوقعة النهائية. إذ أن القطاعات الأكثر إتساقاً هي القطاعات الأعلى من حيث القدرة التفسيرية ، وقد تم ترتيب القطاعات من الأعلى تفسيراً إلى الأقل تفسيراً على النحو التالي: قطاع المنسوجات والسلع المعمرة ، ثم قطاع العقارات ، ثم قطاع المقاولات والإنشاءات الهندسية ، ثم قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات ، ثم قطاع الأغذية والمشروبات والتبغ ، وفي نهاية الترتيب جاء قطاع الرعاية الصحية والأدوية.

وتتحدد المساهمة البحثية لهذا البحث في التناول التجريبي - التطبيقي لإحدى صور القيمة التي تتسم بندرة البحوث التطبيقية التي تناولتها والمحددة في القيمة المتوقعة النهائية للشركات ، وذلك من خلال محاولة استكشاف دور المعلومات المحاسبية في تقدير تلك القيمة ، وصياغة هذا الدور بصورة كمية ، وبالشكل الذي يمكن من تحديد أهم المتغيرات المحاسبية تأثيراً عليها ، وبالقدر الذي يدعم تلك القيمة على نحو مباشر ، وما يتصل بها من قيم أخرى كالقيمة السوقية على نحو غير مباشر .

يتحدد القيد الرئيسي لهذا البحث في عناصر التشويش الإحصائي ذات الصلة بالعينات الحُكمية على وجه العموم وتحليل مجموعة من الشركات التي تنتمي لقطاعات صناعية متنوعة الخصائص ومتفاوتة السمات من ناحية أخرى. إذ يُلزم هذا النوع من التحليلات دوماً تفاوت التباين على مستوى المتغير الواحد بين القطاعات الصناعية محل التحليل. وقد تم التغلب على بعضاً من الآثار المترتبة على ذلك من خلال أسلوب اختيار الشركات الممثلة للعينة البحثية داخل القطاع الواحد ، وذلك من خلال انتقاء الشركات التي تتميز باستقرار ملحوظ في سماتها المالية عبر الزمن .

وبوصي الباحثون بالمزيد من الجهود البحثية ذات الصلة بالقيمة المتوقعة النهائية. إذ يعد هذا المجال من المجالات البحثية التي تتصف بالندرة الملحوظة ، ومع ضرورة توفير المزيد من الدعم

الأكاديمي لتطوير آليات قياس القيمة المتوقعة النهائية ، وبما يكفل الاستقرار على عدد محدود من الآليات الموضوعية والصالحة لأغراض التحليل بكافة أشكاله سواء التحليل الإحصائي أو تحليل الشبكات العصبية.

يفتح البحث الباب للعديد من الآفاق البحثية المستقبلية ذات الصلة ومن ذلك على سبيل المثال لا الحصر: دور المعلومات المحاسبية في تقدير القيمة المتوقعة النهائية في إطار الدور الوسيط لخصائص الشركات ، ودور المعلومات المحاسبية في تقدير القيمة المتوقعة النهائية في إطار الدور الوسيط لآليات الحوكمة ، ودور القيمة المتوقعة النهائية في تقدير القدرة على الاستمرار ، وتصنيف الشركات المقيدة في البورصة المصرية بحسب قيمتها المتوقعة النهائية.

## ٨/١: توثيق البحث:

١/٨/١: مراجع منشورة باللغة العربية:

إبراهيم ، محمد زيدان ؛ سعادة ، طارق إبراهيم صالح. (٢٠٢١). " المنهجية المتكاملة لتقدير القيمة لـ James A. Ohlson رؤية تحليلية من واقع البحوث التجريبية: دراسة انتقادية " ، الدورية: الفكر المحاسبي ، قسم المحاسبة ، كلية التجارة: جامعة عين شمس ، المجلد الرابع والعشرين ، العدد الثالث ، ص ص ٤١٢-٤٧٩.

الصادق ، زكريا محمد ، ١٩٩٠ ، "تحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية وأسعار أسهم الوحدات الاقتصادية المتداولة في البورصة: دراسة تطبيقية على بورصة الأوراق المالية بالأسكندرية" ، الدورية: مجلة التجارة والتمويل ، كلية التجارة: جامعة طنطا ، العدد الثاني ، ص ص ٧-٥٤.

بهي ، عاطف سعيد محمد ؛ منصور ، جيهان السيد ؛ العطار ، حسن عبد الحميد. (٢٠١٧). " أثر سياسات توزيع الأرباح على سعر السهم بالتطبيق على الشركات المساهمة المتداولة في البورصة المصرية: دراسة اختبارية " ، الدورية: مجلة الدراسات والبحوث التجارية ، كلية التجارة: جامعة بنها ، المجلد السابع والثلاثين ، العدد الثالث ، ص ص ٢٨٣-٣٠٦.

سعادة ، طارق إبراهيم صالح (٢٠١٥). " منهجية قياس الخصائص النوعية لجودة المعلومات المحاسبية كمدخل لتحسين جودة الإفصاح المحاسبي ، بقطاع الإتصالات "، رسالة دكتوراة غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة المنوفية.



- شاكور ، نبيل عبد السلام. (١٩٩٧). " دور الأداء الإقتصادي للشركات في تحديد الأسعار السوقية لأسهمها العادية المتداولة في سوق رأس المال المصري " ، الدورية: المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ، كلية التجارة: جامعة عين شمس ، العدد الأول ، ص ص ١٦١-٢١٨ .
- شودة ، أبانوب رفعت رزق. (٢٠١٩). " تأثير المحددات المالية والاقتصادية على القيمة السوقية للبنوك التجارية بالتطبيق على البنوك المدرجة بالبورصة المصرية " ، الدورية: المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ، كلية التجارة: جامعة عين شمس ، العدد الرابع ، ص ص ٣٥-٥٦ .
- فارس ، حسن إسماعيل. (٢٠١٦). " محددات أسعار الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية " ، الدورية: مجلة الدراسات والبحوث التجارية ، كلية التجارة: جامعة بنها ، المجلد السادس والثلاثين ، العدد الأول ، ص ص ١٠٧-١٥٦ .
- منسي ، شريف لاشين محمد. (٢٠٠٨). " محددات القيمة السوقية للأسهم في السوق المصري قبل وبعد الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ " ، الدورية: المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية ، كلية التجارة: جامعة قناة السويس ، المجلد السادس ، العدد الرابع ، ص ص ٢٨٠-٣٠١ .
- ندا ، محمد صبري. (١٩٩٧). " أثر القوائم المالية المنشورة على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية في جمهورية مصر العربية: دراسة تطبيقية " ، الدورية: مجلة الفكر المحاسبي ، قسم المحاسبة ، كلية التجارة: جامعة عين شمس ، العدد الأول ، ص ص ١-٥٤ .
- وهبه ، هيام السيد. (٢٠٠٥). " منهج لتفسير سياسات توزيع الأرباح " ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة القاهرة.

٢/٨/١ :مراجع منشورة باللغة الإنجليزية:

- Abughnien. M. S., M. A. H. Alshiat. And A. Hamdan. (2020). " Free cash flow and firm performance: Empirical evidence from the Amman stock exchange". International Innovation Creativity and Change, Vol.10, Issue.12, p.p. 668-681.
- Al-Zararee, A. N., and A.Al-Azzawi. (2014). " The impact of free cash flow on market value of firm", Global Review of Accounting and Finance, No.5, Vol.2, p.p 56-63.
- Anandarajan, A. and I. Hasan. (2003). " Transparency and Value Relevance: The Experience From MENA Countries", Working

- Paper, available at: [www.SSRN.com](http://www.SSRN.com), Access Date: June 15, 2011.,P.P.1-25.
- Arzac, H. R. (2005). " Valuation: Mergers, buyouts, and restructuring ", U.S.A: New York, NY: John Wiley & Sons Inc.
- Bancel, F., and ,U.R. Mittoo. (2014). " The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts ", Journal of Applied Corporate Finance, No.26, Vol.4, p.p 106-117.
- Barth, M. E. and G. Clinch. (2009). " Scale effects in capital markets-based accounting research ", Journal of Business Finance and accounting, Vol.36, No.3-4, p.p. 253-288.
- Barth, M., et al., (1998). " Relative Valuation Rules of Equity Book Value and Net Income as a Function of Financial Health", Journal of Accounting and Economics, Vol.25, p.p.1-34.
- Behr, A., P. Mielcarz and D. Osiichuk. (2018). " Terminal value calculation in DDV valuation models: An empirical verification ", e-Finance: Financial Internet Quarterly, Vol.14, No.1, p.p 27-38.
- Beitel, T. D. (2016). " Terminal value calculations with the discounted cash flow model: differences between literature and practice ", (Master's thesis, University of Twente).
- Belomyttseva, O. and L. Grinkevich. (2016). "A note on the Gordon growth model with earnings per share", Information Technologies in Science. Management Social Sphere and Medicine, p.p. 177-180.
- Bernard, V. L. (1995). " The Feltham-Ohlonson framework: implications for empiricists ", Contemporary Accounting Research, Vol.11, No.2, p.p. 733-747.
- Brealey, R. A., S. C. Mayers and A. J. Marcus. (2014). " Fundamentals of corporate finance ", U.S.A: McGraw-Hill Primis, Third Edition.
- Brown, P. and P. Hancock. (1977). " Dividends Change, Earnings Reports and Share Price: Some Australian Findings", Australian Journal of Management, Vol.2, p.p. 127-147.
- Bukit, R. B., S. F. Mulyani. N. Nasution. and R. Chinomona. (2019). " Free cash flow, capital structure, and firm value ", Economic and Business Industrial Revolution, Vol.4, p.p. 122-126.
- Buttignon, F. (2015). " Terminal Value ,Growth , and Inflation: Some Practical Solutions ", Business Valuation Review . Vol .34 ,No. 4, p.p. 158-172.
- Buus, T. (2007). " Terminal value parameters: A short note ", European Financial and Accounting Journal, Vol.2, No.2, p.p 44-54.

- Collins, D. W, E. L. Maydew. and I. S. Weiss. (1997). " Changes in the Value- Relevance in Earnings and Book Values over the past forty years ", Journal of Accounting and Economics, Vol.24, p.p. 39-67.
- Dahillon, U. S. and H. Johnson., (1994). " The Effect of Dividends Changes on Stock and Bond Prices", Journal of Finance, Vol.XLIX, No.1, p.p. 281-289.
- Dahlquist, J. and R. Knight. (2022). " Principles of finance ", U.S.A: Independently Pulished, First Edition.
- Damodaran, A. ( 2012). " Investment Valuation ", U.S.A: New York; John Wiley and Sons, Second Edition.
- Dastgir, M. and M. Sharifi., (2011). " Investigation the relationship between cash flows and stock return of companies", auditor journal, Vol.5, No.1, p.p. 1-5.
- Dorfleitner, G. (2022). " On the use of the terminal-value approach in risk-value models", Annals of operations research, Vol.13, No.2, p.p. 877-897.
- Drake, P. P. and F. J. Fabozzi. (2021). " An introduction to financial market, business finance, and portofolio management ", U.S.A: John Wiley&Sons, Inc.Second Edition.
- Edwards, E., and. P. Bell. (1961). The theory and measurement of business income. California: University of California Press.
- Elliott, R. J. and P. E. Kopp. (2005). " Mathematics of financial markets ", U.S.A: Springer, Second Edition.
- Esmzadah, A. (2010). "Investigation the relationship between cash operating profit, accrual operating profit and free cash flow with stock returns", MA thesis, Tehran campus university of kish international.
- Francis, J., P. Olsson. and D. R. Oswald. (2000). " Comparing the accuracy and explainability of dividend, free cash flow, and abnormal earnings equity value estimates ", journal of accounting research, Vol.38, No.1, p.p. 45-70.
- Friend, I. and M. Puckett. (1964). " Dividends and Stock Prices", American Economics Review, Vol.54, Issue.5, p.p.652-682.
- Fuller, R. J. and C.C. Hsia. (1984). " A simplified common stock valuation model ", Financial Analysts Journal, Vol.40, No.5, p.p 49-56.
- Galogah, A., H. Godarti. And A. Hashemi. (2013). "The Investigation of Relationship Between free Cash Flow and Stock Return: Evidence

- from Tehran Stock Exchange”, world of Science Journal, Vol.1, Issue.12, p.p.62-69.
- Garett, S. J. (2013). " Introduction to the mathematics of finance ", U.S.A: Elsevier Ltd, Second Edition.
- Gordon, M. 1959. " Dividends, Earnings and stock prices ", Review of Economics And Statistics, Vol.41, Issue.2, p.p. 99-105.
- Hague, I. P. (2004). " IAS 39: Underlying principles ", Accounting in Europe, Vol.1, No.1, p.p 21-26.
- Hendriksen, E. (1991). " Accounting Theory ",U.S..A.,:Richard D Irwin, Forth Edition.
- Higgins, R. C., J. L. Koski. and T. Mitton. (2023). " Analysis for Financial Management " U.S.A: McGraw Hill, Thirteenth Edition.
- Ivanovski, Z., N. Ivanovska. and Z. Narasanov. (2015). “ Application of dividend discount model valuation at Macedonian Stock Exchange”, Journal of Economics, Vol.6, No.1, p.p. 147-154.
- Jennergren, L. P. (2008). " Continuing value in firm valuation by the discounted cash flow model ", European Journal of Operational Research, Vol.185, No.3, p.p 1548-1563.
- Jensen, M. C. (1986). " Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers ", American Economic Review, Vol.76, No.2, p.p. 323-329.
- Jones, S., and R.Sharma.,(2001). “ The Impact of free Cash Flow, Financial Leverage and Accounting Regulation on Earnings Management in Australia old and New Economics”, Journal of managerial Finance, Vol.12, p.p.18-39.
- Joos, P and M. Lang.( 1994). " The Effects Of Accounting Diversity - Evidence From The European-Union ", Journal of Accounting Research, Wiley Blackwell, vol. 32, p.p. 141-168.
- Kereh, S. I. (2017). " The influence of free cash flow on the firm value using dividend policy as a mediation variable ". thesis, Master Degree, University of Atma Jaya Yogyakarta, Indonesia.
- Khale,K.,M. and R.A. Walking. (1996) . The Impact Of Industry Classifications On Financial Research .Journal Of Financial and Quantitative Analysis, Vol.31, No.3, p.p. 309-335.
- Khan, S. H. (2009). “ Determinants of Share Price Movements in Bangladesh: Dividends and Retained Earnings”, Thesis for MSc, blekinge Institute of Technology.

- Khoshdel, N. (2006). " The investigation the relationship between free Cash flow and operating profit with stock return and net market value growth of the operational assets of companies listed in Tehran stock exchange", MA thesis, Islamic azad university of mashhad.
- King, R. and J. C. Langli. (1998). " Accounting diversity and firm valuation", The International Journal of Accounting, Vol. 33, p.p.529-567.
- Koller,T., M. Goedhart. and D.Wessels.(2010) . " Valuation: Measuring and managing the value Of companies ", U.S.A: New York, NY: John Wiley and Sons. Fifth Edition.
- Kothari, B. (2001). " Capital markets research in accounting ", Journal of Accounting and Economics, Vol.31, p.p. 105-231.
- Kothari, S. P. and J. Shanken. (1992). " Stock return variation and expected dividends: A time-series and cross-sectional analysis", Journal of Financial Economics, Vol.31, p.p.177-210.
- Lev, B. and J. A. Ohlson. (1982). " Market-based empirical research in accounting: A review, interpretation, and extension ", Journal of Accounting Research, Vol.20, Supplement, p.p. 249-322.
- Levin, J. and P. Olsson. (2000). " Terminal value techniques in equity valuation: implications of the steady state assumption. SSE/EFI Working Paper Series in Business Administration, 7, p.p 1-26
- Litzenberger, R. and K. Ramaswamy. (1979). " The effect of personal taxes and dividends on capital assets theory and empirical evidence", Journal of Financial Economics, Vol.7, p.p.163-195.
- Litzenberger, R. and K. Ramaswamy., (1982). "The effect of dividends on common stock prices tax effects or information effect?", Journal of Finance, Vol.37, No.2, p.p.429-443.
- Magni, C. A. (2008). " Splitting up value: A critical review of residual income theories", Munich Personal, MPRA, p.p. 1-46.
- Marsh, I. and D. Power . (1999). " A Panel-Based Investigations into Relation between Stock Prices and Dividends", working paper, Financial Econometrics Research Center, university of Warwick, p.p.1-22.
- Martikainen,T., K. Puhalainen.and P. Olli. (1994) . " On The industry effects on the classification patterns of financial ratios ", Scandinavian Journal Of Management , Vol.10, No.1, p.p 59-68

- Mehanna, S. F. (2018). " Free cash flow, dividend policy, and leverage: Do growth opportunities matter?: Empirical evidence from Egypt ", ABJ, Vol.5, Issue.2, p.p. 1-28.
- Miller, T. W. (2008). " Terminal values for firms with no competitive advantage ", Financial Decisions, Vol.4, p.p. 1-18.
- Naamon, H. (1989). " Dividend policy and its impact on the stock price in the industrial public shareholding companies listed on the Amman financial market" , MA Thesis, University of Amman, Jordan.
- Omran, M. F. (2009). "Price earnings multiples as forecasters of short term stock returns in Egypt", Journal of Economics and Administrative Science, Vol.25, p.p. 46-66.
- Ohlson, J. (1995). " Earnings, book values, and dividends in equity valuation", Contemporary Accounting Research, Vol.11, No.2, p.p 661-687.
- Pan, M. (2007). " Permanent and transitory component of earnings, dividends, and stock price", quarterly Review of economic and finance, vol.47, p.p.535-549.
- Park, J. and P. Demarz. (2007) ." Corporate finance", U.S.A: Pearson International Edition, Third Edition.
- Pascual, L. B. and .L.G. Jiménez. (2009). " Discounted cash-flow model: Terminal value computation alternatives. Working Paper.
- Penman, S. and T. Sougiannis. (1998). " A comparison of dividend, cash flow, and earnings, approaches to equity valuation ", Contemporary Accounting Research, Vol.15, No.3, p.p. 343-383.
- Penman, S. H. (1998). " A synthesis of equity valuation techniques and the terminal value calculation for the dividend discount model ", Review of Accounting Studies, Vol.2, p.p 303-323.
- Plenborg, T. (2002). " Firm valuation: Comparing the residual income and discounted cash flow approaches", Scandinavian Journal of Management, Vol.18, No.3, p.p. 303-318.
- Profita. A. S. K. (2016). "The impact of free cash flow on the firm value " , oai:e-Journal.uajy.ac.id.10353. p.p. 1-12.
- Ragab, A. A., and M. F. Omran. (2007). "Accounting information, value relevance, and investors behavior in the Egyptian equity market, Working Paper, Available at: www.SSRN.com, Access Date: March 2020, p.p. 1-29.

- Rasmussen, H. and A. Thormann. (2019). " The discounted cash flow, terminal Value model As an Investment Strategy " Available at: SSRN , Abstract.3396505.
- Reis, P. M. N.and M. G. Augusto. (2014). " Determinants of firm terminal value: The perspective of North American and European financial analysts ", International Business and Economics Research Journal (IBER), Vol.13, No.4,p.p 793-808.
- Reis, P. and M . Augusto. (2013). " The terminal value (TV) performing in firm valuation: The gap of literature and research agenda ", Journal of Modern Accounting and Auditing, Vol.9, No.2, ,p.p 1622-1636
- Ramírez, A. A., M. J. Romero.and T.Garrido. (2017). " How the equity terminal value influences the value of the firm?", Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis, Vol.13, No.1, 20170010
- Ronen, J. (2012). " What Do FAS 157 “Fair Values” Really Measure: Value Or Risk?. ", Accounting Perspectives, Vol.11, No.3, p.p 149-164.
- Ross, S., R. Westfield. J. Jaffe. And B. D. Jordan. (2003). " Corporate Finance: Principles and applications ", U.S.A: McGraw Hill, Sixth Edition.
- Ross, S., R. Westfield. J. Jaffe. And B. D. Jordan. (2010). " Corporate Finance: Principles and applications ", U.S.A: McGraw Hill, Thirteenth Edition.
- Sabal, J. (2007). " WACC or APV? ", Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis, Vol.2, No.2, p.p 1-15.
- Sindhu, M. I. (2014). " Relationship between free cash flow and dividend: Moderating role of firm size ", Journal of Finance and accounting, Vol.5, No.5, p.p16-23.
- Stark, A. and H. Thomas., (1998). " On the Empirical Relationship between Market Value and Residual Income in the UK", Management accounting Research, Vol.9, p.p.445-460.
- Subramanyam, K. R. (2014). " Financial statement analysis ", U.S.A: McGraw Hill, Eleventh Edition.
- Suwanna, T. (2012). " Impacts of dividend announcement on stock return ", Procedia-Social and Behavioral Sciences, No.40, p.p 721-725.
- Takacs, A. (2007). " The Practical Application Of Discounted Cash- Flow-Based Valuation Methods ", Working Paper, Faculty Of Business and Economics, University Of Pecs, Hungry.

- Tareq, M. A., (2012). “ Is residual income Model (RIM) really superior to dividend discounted model (DDM)?:A misconception”, Journal of business and management, Vol.5, No.6, p.p. 36-44.
- Wang. G. Y. (2010). " The impact of free cash flows and agency costs on firm performance ", J. Service Science and Management, Vol.3, P.P. 408-418.
- Yang, j., and Y. Tianng., (2008). “Accounting information quality, free cash flow and over investment”, The Business Review, Vol.11, p.p.159-166.
- Yang, Z. H. and Z. Meng. (2012). “ The Relationship between free Cash Flow and Financial Performance from the listed Real Estate Companies in China ”, IPCSIT, Vol.36, p.p.1-6.