

## محاضرة رقم 03: تحليل المخاطر التشغيلية باستخدام الرافعة المالية

## تمهيد

تسعى المؤسسات للرفع من مردودية أداؤها باستعمال مختلف الطرق والأساليب، ومن بينها الاهتمام بدراسة الرفع المالي والتشغيلي حيث يتم اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجية واستعمالها بكفاءة لزيادة مردودية الأموال المستثمرة ومردودية الاستخدامات الكلية للمؤسسة.

وتعتبر زيادة المردودية ودراسة المخاطر المالية المختلفة من أهم المواضيع الأساسية التي تهتم بها الإدارة المالية، حيث تستعمل المردودية للحكم على مدى نجاعة وفعالية التسيير داخل المؤسسة فكلما كانت جيدة كلما زاد من توسعها واستمراريتها.

وتحليل الرفع (Leverage Analysis) يغطي مفهوم الرفع ثلاث مجالات أساسية: الرفع التشغيلي، والرفع المالي، والرفع المشترك؛ يرتبط أولهما أي الرفع التشغيلي بهيكل تكاليف المؤسسة، ويرتبط الثاني أي الرفع التمويلي بهيكل تمويلها بينما الرفع المشترك هو محصلة مشتركة بينهما، هذا ويؤدي ارتفاع أي من الرفع التشغيلي أو الرفع المالي إلى زيادة حجم المخاطرة.

لذا سنحاول في هذا الفصل الهام التطرق إلى الرفع المالي والتشغيلي ودراستهما من زوايا مختلفة، وذلك من خلال التطرق إلى أهم العناصر المؤثرة فيهما.

## الرفع المالي

تظهر الرافعة من جراء استخدام الأصول أو الأموال ذات التكلفة الثابتة، من أجل المساهمة في تعظيم العوائد لمالكي المؤسسة أو حملة الأسهم العادية.

أي أن ارتفاع الرافعة المالية يؤدي إلى ارتفاع مقابل في كل من العائد والمخاطرة، والعكس من ذلك فإن الانخفاض في الرافعة المالية يؤدي إلى تراجع في كل من العائد والمخاطرة.

ويعتبر مقدار أو درجة الرافعة في هيكل رأس مال للمؤسسة، الذي هو مزيج بين المديونية طويلة الأجل وحقوق الملكية التي لها تأثير ذو دلالة مهمة في قيمة المؤسسة، عن طريق تأثير كل من العائد والمخاطرة.

أي استخدام أو توظيف أصول أو أموال تتحملها المؤسسة، بناء على تكاليف ثابتة أو عائد ثابت ويمكن اعتبار العائد على أنه نقطة ارتكاز الرافعة.

## 1- تعريف الرفع المالي والعوامل المؤثرة فيه

## 1-1 تعريف الرفع المالي

ماذا تعني الرافعة؟

في الفيزياء: تعظيم القوة المستخدمة في ازاحة أو تحريك كتلة معينة وذلك عن طريق زيادة ذراع القوة.

وفي الإدارة المالية هي امكانية إدارة المؤسسة للتكلفة الثابتة سواء التشغيلية منها كالاهلاك وتكاليف الاجار الثابتة والرواتب والأجور وغيرها من التكاليف الثابتة والتشغيلية التي تتحملها المؤسسة، حيث تحاول الاستفادة من امكانياتها بشكل أفضل لتحقيق أعلى عائد ممكن.

ووردت عدت مفاهيم للرفع المالي يعبر كل منها على وجهة نظر مستخدم الرفع المالي منها:

هو مدى قدرة المؤسسة على تعظيم أثر التغيير في الربح التشغيلي على التغيير في ربح السهم عند استخدام أموال خارجية (قروض وأسهم ممتازة) ذات تكلفة ثابتة.

ويعرف على أنه اختلاف العائد المحقق فعلا عن المتوقع.

والرافعة المالية هي عبارة عن الفرق بين المردوديتين، فكلما زادت المديونية زادت المردودية ايجابا أو سلبا.

حيث يكون التأثير سالبا إذا ما حققت المؤسسة عائد على الأموال أقل من تكلفة الاقتراض، أي عائد الأصول أقل من تكلفة القرض، والعكس صحيح

كما أشار (Horn E Wachwicz) إلى الرفع المالي بأنه "استخدام التمويل ذات التكلفة الثابتة".

كما يرى البعض الرفع المالي أنه توليفة من أموال المقرضين والدائنين ويعبر عن نسبة الدين إلى مجموع الموجودات.

كما تجدر الإشارة إلى أن درجة اعتماد المؤسسة في تمويل موجوداتها على أموال الغير (سندات أو قروض أو أسهم ممتازة) تؤثر على العائد الذي يحصل عليه الملاك كما يؤثر على درجة المخاطرة التي يتعرض لها هذا العائد.

ويمكن أن يعرف بأنه نسبة المديونية إلى حقوق الملكية أو أنه نسبة الديون إلى إجمالي الأصول أو القيمة الكلية للمؤسسة، ويمكن

الإشارة إلى أن الرفع المالي زيادة في نسبة الأرباح نتيجة استخدام أموال الغير في عمليات المؤسسة من أجل تمويل احتياجاتها.

ويعرف الرفع المالي بأنه نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، بمعنى آخر أن الرفع المالي يعبر عن قدرة المقترض على تحقيق زيادة في

العائد على الملكية وإلى مدى ارتباطه بهيكل التمويل، وكلما زاد الاعتماد على المصادر الخارجية لتمويل استثمارات المؤسسة فإن الرفع

المالي يزداد ويكون تأثيره على العائد على الاستثمار.

الرافعة المالية هي مدى اعتماد المؤسسة في تمويل استثماراتها على الديون، من خلال الاقتراض أو استخدام أي أداة مالية (كالخيارات

المالية أو العقود المستقبلية) ينتج عنها تضخيم أثر الأرباح أو الخسائر على المستثمر، وبالتالي فهذه المجموعة تهتم بالملائمة على الأجل

الطويل من خلال هيكل رأس المال ومعدلات التغطية.

يشير مفهوم الرافعة المالية إلى استخدام أموال الغير في التمويل بهدف زيادة أرباح التشغيل قبل الفوائد والضرائب.

والرفع المالي هو درجة اعتماد المشروع في تمويل أصوله على أموال الغير، سواء كانت سندات أو قروض أو أسهم ممتازة يؤثر على العائد

الذي يحصل عليه الملاك ويؤثر على درجة المخاطرة التي يتعرض لها المشروع يكون التأثير ايجابي اذا ما حقق المشروع عائدا على أموال

الغير المستغلة أعلى من تكلفته (أي عائد الأصول أعلى من تكلفة القرض).

لذلك فالرفع المالي هو عملية تلقائية ينتج عنها زيادة في الربح نتيجة تمويل جانب من عمليات المؤسسة بديون طويلة الأجل، بشرط أن

يكون عائد الاستثمار في عمليات المؤسسة أكبر من الأعباء التمويلية (الفوائد).

## 2-1 العوامل المؤثرة في الرفع المالي

☞ المخاطر التشغيلية المختلفة.

☞ استعمال الديون.

☞ زيادة تكاليف الديون خاصة في أوقات تذبذب معدلات الفائدة.

☞ نسبة الضرائب.

☞ تحقيق خسائر (نتيجة سالبة).

## 2- مزاي الرفع المالي

من أهم مزايا الرفع المالي ما يلي:

✓ الاستفادة من ميزة كون الفوائد قابلة للخصم من الضريبة.

✓ الاقتراض وفق دراسة معمقة يمكن المؤسسة من بناء سمعة في الأسواق المالية، وهذا أمر بحاجة إليه دائما خاصة عندما تحتاج إلى مزيد من الاقتراض.

✓ قبل فترات التضخم يتم اقتراض الأموال ذات قوة شرائية عالية وإعادتها بأموال ذات قوة شرائية أقل.

✓ تحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين تكلفة الاقتراض والعائد على الاستثمار، وهذا في حالة نجاح الإدارة في

استثمار الأموال بمعدل عائد يزيد عن الفائدة المدفوعة عليها، وتحقيق العديد من الوفورات الضريبية نظرا إلى أن الفوائد

المدفوعة على الأموال المقترضة تخفض من قيمة الدخل الخاضع للضريبة.

✓ المحافظة على السيطرة في المؤسسة لأن الدائنين ليس لهم حق التصويت.

✓ القدرة على تقييم الهيكل التمويلي للشركة في تاريخ معين، من حيث درجة اعتماده على مصادر التمويل داخلية إن كانت أو خارجية.

## 3- سلبيات الرفع المالي

توجد العديد من سلبيات الرفع المالي ومن أبرزها ما يلي:

- ✓ أنه في حالات التأخر عن السداد يكون للرفع المالي تأثير على السمعة الائتمانية، وحدث انخفاض في العائد على حقوق المساهمين بسبب كون العائد على الاستثمار أقل من تكلفة الاقتراض، وكذلك وجود احتمالية لتدخل الدائنين وسيطرتهم على المؤسسة.
- ✓ زيادة قوة التعارض في المصالح بين أصحاب الديون والمساهمين مقاسا بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول،
- ✓ في ظل بقاء العوامل الأخرى على حالها فإن الرفع المالي ينطوي على مطالبة أكبر نسبيا لأصول المؤسسة من قبل أصحاب الديون، أما من منظور أصحاب الديون فإن زيادة الرفع المالي يقوى من تعارض المصالح مع المساهمين فيما يتعلق بسياسة التوزيعات النقدية.
- ✓ انخفاض العائد على حقوق المساهمين نتيجة لكون مردود الاستثمار أقل من تكلفة الاقتراض، مما يعني احتمال تدخل الدائنين وسيطرتهم على المؤسسة.
- ✓ في فترات انخفاض التضخم يتم الوفاء بأموال قوتها الشرائية أفضل من القوة الشرائية للأموال المقترضة، مما يؤدي التأخر في الوفاء إلى تشويه سمعة المؤسسة الائتمانية والحد من قدرتها على الاقتراض مستقبلا.
- ✓ زيادة المخاطر المالية التي يمكن للمؤسسة أن تواجهها نتيجة لقراراتها التمويلية ( قرارا الاعتماد على القروض في تمويل العمليات)، لذلك لما تضيفه هذه القرارات من احتمالات التغيير في الدخل المتاح لأصحاب المشروع، ولما تضيفه أيضا لحملة الأسهم العادية من مخاطر الإفلاس بسبب عدم القدرة على خدمة الدين نتيجة أعباء الاقتراض، حيث تعتبر المخاطر المالية هي مخاطر إضافية لمخاطر التشغيل التي يمكن أن تتحملها المؤسسة، نتيجة لقرارها بالاعتماد على الاقتراض الثابت للتكلفة في تمويل جزء من الأصول.
- ✓ التغيير المتوقع في دخل المؤسسة قبل الفوائد والضرائب نتيجة لطبيعة نشاطها وظروف السوق وحدة المنافسة والتكاليف، ويظهر هذا الخطر من التقلبات في الطلب على منتجات المؤسسة مما يؤدي إلى التقلب في كمية المبيعات وسعر البيع.
- ومما سبق يتضح أنه لا بد من العمل على الموازنة بين المديونية وحقوق الملكية وصولا للمزيج الأمثل للهيكل المالي الذي يؤدي إلى تقليل تكلفة أموال الاقتراض.

## 4- الأثار المترتبة على استعمال الرفع المالي

ومن بين الأثار المترتبة ما يلي:

- ➔ يعظم الأرباح والخسائر الى المساهمين وذلك حسب الأوضاع الاقتصادية، فإذا كان الاقتصاد حالته رواج ومبيعات المؤسسة مرتفعة فإن التمويل بالدين يعظم الربح والعكس صحيح.
- ➔ الرفع التمويلي يزيد الخطر التمويلي الذي يواجه المؤسسة، وذلك لما يسببه الرفع التمويلي من أعباء خدمة الدين على شكل تسديد أقساط هذا الدين والفوائد المترتبة عليه، حيث تعتبر هيكل التمويل المختلفة بمثابة اقتراحات تبادل بين العائد والخطر، لأن نسبة المديونية الأعلى تعني عائد متوقع أكبر وخطر أكبر أيضا، واختيار نسب المديونية الأنسب يعتمد على علاقة التفضيل ما بين المخاطر والعائد.

## 5- مبدأ أثر الرافعة المالية

يقوم مبدأ أثر الرافعة المالية على مبدأ بسيط فهو نتيجة المرونة المكافئة المخصصة لرأس المال الخارجي (أي الديون)، فإذا كانت مردودية الأصول تتجاوز التكاليف المالية المدفوعة للمقرضين يكون هذا الفائض في صالح المساهمين، ونكون هنا أمام حالة أثر رافعة مالية إيجابية، أما في الحالة العكسية أي إذا كانت هذه المردودية غير كافية من أجل تغطية التكاليف تنخفض مردودية المساهمين ويصبح أثر الرافعة المالية سلبية،

إذن يمكننا تفسير أثر الرافعة المالية بمعدل مردودية الأموال الخاصة بدلالة معدل مردودية الأصول الاقتصادية وتكلفة الدين، حيث أن مجموع الأموال المقدمة من قبل المقرضين والمساهمين يمول مجموع الاستخدامات أي الأصول الاقتصادية، هذه الأصول الاقتصادية تولد نتائج توزع بدورها على التكاليف المالية (مكافئة المقرضين).

وفي نهاية الأمر عندما نقارن بين مردودية الأموال الخاصة والمردودية الاقتصادية، نجد أن الفرق يعود إلى أثر الهيكل المالي، ومنه يمكننا تعريف الفرق بين مردودية الأموال الخاصة والمردودية الاقتصادية بعد الضريبة بأنه أثر رافعة الاستدانة أو بعبارة أخرى أثر الرافعة المالية.

ومقياس الرفع المالي يقيس درجة التغير النسبي في العائد على السهم أو على رأس المال المرتبط بتغير معين في الدخل قبل الفائدة والضريبة.

وهو النسبة بين مجموع الديون إلى مجموع الأصول، وهو يشير إلى نسبة الديون طويلة الأجل في الهيكل المالي للشركة، أي شركة تقرر شراء أصول غير جارية بالدين تكون استعملت الرفع المالي، فكلما ارتفعت هذه النسبة ارتفع الرفع المالي للمؤسسة، أي تغير في الربح قبل الفائدة والضريبة يعطي أكبر في عوائد الأسهم.

### 6- كيفية حساب الرفع المالي

يظهر أثر الرفع المالي إذا أدى الاقتراض إلى الرفع في المردودية المالية، أي يحسب بين مردوديتين وهي مردودية مالية بدون مديونية ومردودية مالية بالمديونية، فالمؤسسة تلجأ للاقتراض للرفع من المردودية المالية.

ويتم حساب الرفع المالي CLF كما يلي:

$$R_f = (R_e + L(R_e - i)(1 - t))$$

حيث:

C: أموال خاصة

D: الديون

L: المديونية حيث  $L = D/C$

A: مجموع الخصوم حيث  $A = D + C$

i: سعر الفائدة قبل الضريبة

t: معدل الضريبة على الأرباح

$R_e$ : مردودية اقتصادية قبل الضريبة

$R_f$ : المردودية المالية

$R_n$ : النتيجة الصافية

ويمكن حسابه أيضا بالطريقة التالية:

$$\text{الرفع المالي} = \frac{\text{التغير النسبي في عائد الأسهم}}{\text{التغير النسبي في الربح التشغيلي}}$$

وكلما زادت المردودية الاقتصادية زاد أثر الرفع المالي

وكلما زادت الضريبة نقص أثر الرفع المالي

ويقصد بالربح التشغيلي الربح الاقتصادي (نفس المفهوم).

وينعدم أثر الرفع المالي مهما كانت النتائج موجبة، إذا كانت الضرائب = 100 %

وللرفع المالي ثلاثة حالات وهي:

الحالة الأولى:

ويلعب فيها أثر الرفع المالي دورا إيجابيا، وتتحقق عندما تكون المردودية الاقتصادية أعلى من معدل الديون، ففي هذه الحالة كلما

زادت النسبة ديون/أموال خاصة أي زيادة المديونية أدى ذلك إلى ارتفاع المردودية المالية.

الحالة الثانية:

ويلعب فيها أثر الرفع المالي دورا سلبيا، ففي هذه الحالة تكون المردودية الاقتصادية أقل من معدل الديون، فكلما زادت النسبة

ديون/أموال خاصة أدى ذلك إلى هبوط المردودية المالية.

الحالة الثالثة:

وهي حالة حياد أثر الرفع المالي، وتظهر عندما تتساوى المردودية الاقتصادية بمعدل الديون. فمهما تغيرت النسبة ديون/أموال خاصة فإن المردودية المالية تبقى على حالها.

## 7- نسب الرفع المالي

تستخدم المؤسسات القروض لتمويل استثماراتها، وتشير نسبة الرفع المالي إلى مستوى القروض في هيكل التمويل، ولا بد من وجود مستوى معين من القروض حيث يمكن أن يكون ذلك مفيدا للشركة. إلا أن وجود عنصر القروض في هيكل التمويل يعني مخاطر مالية إضافية، لذلك فمن المهم دراسة المخاطر المالية من خلال النسب المالية التالية التي تساعد في تحديد هذه المخاطروهي:

## 1-7- نسب المديونية

تعتبر الديون من المصادر الأساسية لتمويل عمليات المؤسسة وتمثل في رأس المال والديون طويلة الأجل، ويقصد بالديون طويلة الأجل الديون التي تحصل عليها المؤسسة لتمويل عملياتها وتستحق بعد أكثر من سنة مالية. وفي الغالب يترتب على الديون طويلة الأجل أعباء تمويلية ثابتة تتحملها المؤسسة لمصلحة أصحاب هذه الديون وتمثل هذه الأعباء بالفوائد البنكية. وإذا كان الرفع المالي هو الوجه الإيجابي للاقتراض فإن الخطر هو الوجه السلبي له، ويظهر عندما تحقق المؤسسة عائد على الاستثمار في عملياتها أقل من معدل الفائدة.

وتقيس نسب المديونية نسبة تمويل أصول المؤسسة عن طريق الديون، وبالتالي فإنها تعطي فكرة للمحلل المالي عن درجة الرفع المالي ودرجة الخطر المرتبط بالديون.

وتستخدم هذه النسب لتقييم الهيكل التمويل للشركة في تاريخ معين وذلك من حيث درجة اعتماده على مصادر التمويل سواء كانت داخلية أو خارجية، وبشكل عام فإنه كلما قل اعتماد المؤسسة على المصادر الخارجية لتمويل استثماراتها أشار ذلك إلى انخفاض معدل الخطر الذي تواجهه المؤسسة ومن هذه النسب:

## أ- نسبة المديونية

وتعتبر هذه النسبة من أكثر المؤشرات استخداما لقياس درجة استخدام مصادر التمويل الخارجية في الهيكل التمويلي للشركة. وكلما زادت هذه النسبة كلما كانت المخاطرة المالية أكبر. وتحسب نسبة المديونية وفق العلاقة التالية:

$$\text{نسبة المديونية} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الخصوم}}$$

وتعتبر هذه النسبة عن درجة اعتماد المؤسسة على المصادر الخارجية في تمويل الأصول.

## ب- نسبة المديونية إلى حقوق الملكية

يقصد بمجموع الديون كافة الأموال التي حصلت عليها المؤسسة من الغير، وتمثل في القروض قصيرة الأجل والطويلة الأجل، وهي توضح النسبة بين التمويل المقدم من الدائنين مع التمويل المقدم من المساهمين، وفي حال حققت المؤسسة أرباح وكان معدل العائد على الأصول أعلى من سعر الفائدة، فإن زيادة معدل الرفع المالي يؤدي إلى زيادة العائد على حقوق المساهمين والعكس صحيح، فإن زيادة الرفع المالي تؤدي إلى مضاعفة خسائر المستثمرين، إذا كان العائد على الأصول أقل من سعر الفائدة على القروض، وفي هذه الحالة يلقي على عاتق الإدارة مسؤولية تحديد المزيج الأمثل للهيكل المالي لتجنب المخاطر المحتملة، مع ضرورة مراعاة القطاع الذي تعمل فيه المؤسسة،

وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{نسبة المديونية إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{نسبة إجمالي الديون}}{\text{حقوق الملكية}}$$

## ج- نسبة الديون طويلة الأجل الى حقوق الملكية

وتوضح هذه النسبة حجم الديون طويلة الأجل المستخدمة في التمويل مقارنة بحق الملكية، فإذا كانت النسبة هي واحد دج مثلا فإن ذلك يعني أن كل مبلغ واحد دج من حقوق الملاك مستخدم في تمويل الأصول يقابله أيضا واحد دج ديون طويلة الأجل يستخدم لنفس

الغرض، أي أن تمويل الأصول يتم عن طريق 1 دج حق ملكية و1 دج ديون طويلة الأجل، ويعتبر بعض المحللين أن هذه النسبة تمثل الحد الأقصى للرفع المالي وإذا زادت عن هذا الحد فإن ذلك يعنى أن المؤسسة تعتمد أكثر على الديون في تمويل أصولها الأمر الذي يعرضها لمخاطر مالية عالية.

كما تبين هذه النسبة حجم الديون المستغلة من رأس المال المتوفر، ومقارنتها مع المؤسسات الأخرى لتحديد حجم المخاطر، وتعتبر المؤسسات التي تمويل الجزء الأكبر من رأس مالها عن طريق الديون، أكثر خطورة من تلك التي تنخفض فيها نسب المديونية. وتحسب كما يلي:

**نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية = الديون طويلة الأجل / حقوق الملكية**

د - نسبة الإقتراض إلى رأس المال العامل

وهي النسبة التي تقيس حجم قروض المؤسسة طويلة الأجل مقابل حجم الأموال المستثمرة، فإذا كانت المؤسسة لديها نسبة عالية من القروض فهذا يعني أن جزءا كبيرا من الأموال المستثمرة في الأعمال التجارية مصدره قروض طويلة الأجل، ويتم حسابها من خلال العلاقة التالية:

**نسبة الإقتراض إلى رأس المال العامل = قروض طويلة الأجل / رأس المال العامل**

هـ- نسبة تغطية الفوائد

وتسمى أيضا بعدد مرات تحقق الفائدة، وتوفر هذه النسبة صورة سريعة عن قدرة المؤسسة على دفع فوائد الديون، بمعنى أنها تقيس عدد مرات إمكانية تغطية الفوائد من أرباحها، مما يشير إلى هامش السلامة الذي يساعد المؤسسة على دفع الفوائد خلال فترة استحقاقها، وعادة ما تتمتع المؤسسات ذات القدرة العالية على تغطية تكلفة التمويل بمركز مالي قادر على مواجهة المخاطر المحتملة، وعلى العكس فإن المؤسسة التي لا تستطيع تغطية تكاليف التمويل سيؤدي ذلك للإفلاس. فإذا كانت النسبة أقل من واحد هو دليل على أنها غير قادرة على توليد مزيد من الدخل لتغطية الفائدة، ومن المنطقي عند حساب نسبة تغطية الفوائد أن نأخذ بعين الاعتبار الدين بأشكاله المتعددة لتشمل سنة مالية كاملة، وذلك بتوزيع الفوائد على مدار العام، ويتم حسابها من خلال العلاقة التالية:

**نسبة تغطية الفوائد = الأرباح قبل الفوائد والضرائب / مصروفات الفوائد**

و- عدد مرات تغطية الفوائد (معدل تغطية الفوائد)

عندما تعتمد المؤسسة على القروض طويلة الأجل في تمويل استثماراتها فإنه يترتب على هذه الديون أعباء تمويلية عادة تكون ثابتة ومنتظمة، ويحتاج محلل القوائم المالية أحيانا على التعرف على قدرة المؤسسة على سداد الأعباء التمويلية الثابتة، والسبب في أهمية هذه النسبة أنه إذا لم يكن لدى المؤسسة أرباحا كافية لتغطية الفوائد فإن عبء الفوائد قد يترتب عليه تحويل الربح إلى خسارة إذا كانت الأرباح غير كافية، أو زيادة الخسائر إذا كانت المؤسسة حققت خسائر قبل تغطية الفوائد، من هنا فإن النسبة تعطى مؤشرا جيدا على المخاطر التي يسببها الاعتماد على الديون أو القروض في تمويل مختلف الاستثمارات. وتحسب هذه النسبة وفق العلاقة التالية:

**معدل تغطية الفوائد = (صافي الربح + الفوائد) / الفوائد**

على سبيل المثال إذا بلغ صافي الربح 12.000 دج وذلك بعد خصم فوائد قدرها 4.000 دج، في هذه الحالة فإن معدل تغطية الفوائد هو 4 مرات أي:  $4 = 4.000 \div (4.000 + 12.000)$

ي- نسبة التغير في صافي الربح إلى التغير في الربح قبل الفوائد

هذه النسبة هي الأخرى تعبر عن درجة الرفع المالي بطريقة مباشرة، وتحسب على النحو الآتي:

**نسبة التغير في صافي الربح إلى التغير في الربح قبل الفوائد = نسبة التغير في صافي الربح / نسبة التغير في الربح قبل الفوائد**

## 2-7 نسبة نمو المبيعات

وهي مؤشر لقياس مدى نمو المؤسسة معبرا عنها بنمو الدخل القومي أو نمو القطاع الذي تعمل فيه المؤسسة، ويتم حسابها كما يلي:

$$\text{نسبة نمو المبيعات} = (\text{مبيعات العام الحالي} - \text{مبيعات العام الماضي}) / \text{مبيعات العام الماضي}$$

## 3-7 نسب النشاط

تستخدم هذه النسب للتعبير عن الأداء التشغيلي للشركة لأنها تقيس مدى كفاءة الإدارة في استخدام أصولها لإنتاج أكبر قدر من السلع والخدمات، كما أنها تعبر عن مدى نجاح إدارة المؤسسة في إدارة الأصول والالتزامات، وأكثر نسب النشاط استخداما هي معدل دوران الأصول، ومعدل دوران المخزون ومعدل دوران رأس المال العامل، ومعدل دوران الزبائن ومتوسط فترة التحصيل، ومعدل دوران الموردون.

## 4-7 نسب الربحية

تقيس نسب الربحية قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح، ويمكن أن تستخدم أيضا كمقياس مالي لتقييم أداء المؤسسة، ويوجد العديد من مقاييس الربحية وأهمها ما يلي:

## أ- العائد على حق الملكية

يعتبر معدل العائد على حق الملكية من النسب الهامة في تحليل ربحية المؤسسة إلى جانب معدل دوران الأصول ودرجة الرفع المالي، ويقيس المعدل العائد الناتج عن استثمار الأموال الخاصة بالمؤسسة.

ويحسب معدل العائد على حق الملكية على النحو الآتي:

$$\text{العائد على حق الملكية} = \text{صافي الربح} / \text{مجموع حقوق الملكية}$$

## ب- العائد على الأصول

يقيس معدل العائد على الأصول ربح كل دج مستثمر في أصول المؤسسة سواء كانت هذه الأصول على شكل موجودات جارية أو موجودات غير جارية، ويعتبر معدل العائد على الأصول أبسط الصور المالية لما يعرف في التحليل المالي بالعائد على الاستثمار أي صافي الربح الناتج عن الاستثمار بالمؤسسة، ويستخدم هذا المعدل عادة لمقارنة أداء المؤسسات عن الفترة المالية، لأن صافي الربح كرقم مطلق لا يساعد في إجراء مثل هذه المقارنة نظرا لاختلاف أحجامها، وتعتبر قسمة صافي الربح على إجمالي الأصول نوعا من التحييد لحجم المؤسسة عند مقارنة أداء المؤسسات.

يحسب العائد على الأصول على النحو الآتي:

$$\text{العائد على الأصول} = \text{صافي الربح} / \text{إجمالي الأصول}$$

## ج- العائد على المال المستثمر

يقدم المحللين صورة أخرى للعائد على الاستثمار وهي العائد على المال المستثمر، فرقم إجمالي الأصول الظاهر في الميزانية لا يمثل المال المستثمر في المؤسسة، ويمكن التعرف على المال المستثمر من ناحية أخرى حيث يتمثل في الخصوم طويلة الأجل مضافا إليها حق الملكية، وصافي الربح لا يعكس العائد على الناتج عن الاستثمار، لأن صافي الربح خصم منه الفوائد على الخصوم طويلة الأجل في نفس الوقت الذي تكون فيه هذه الخصوم جزء من المال المستثمر.

ويحسب معدل العائد على المال المستثمر على النحو الآتي:

$$\text{العائد على المال المستثمر} = (\text{صافي الربح} + \text{الفوائد}) / (\text{حقوق الملكية} + \text{الخصوم طويلة الأجل})$$

## د- مجمل الربح إلى المبيعات

يعتبر مجمل الربح المكون الأساسي لربح المؤسسة ويعكس نسبة ربح المبيعات إلى إجمالي المبيعات، حيث يحسب مجمل الربح بالفرق بين المبيعات وتكلفة المبيعات، وغالبا ما يعبر عنه بهامش الربح لأنه يمثل الفرق بين المبيعات وتكلفتها، وبصفة عامة فإن أي مؤسسة تسعى إلى الاستمرار في نشاطها لا بد أن تحقق بداية هامش ربح موجب لتغطية التكاليف الأخرى أما إذا كان هامش الربح سالب، فإن أي زيادة في المبيعات سوف يترتب عليها زيادة الخسائر بفرض عدم وجود إيرادات أخرى من خارج النشاط الأساسي للمؤسسة.

وتحسب هذه النسبة على النحو الآتي:

$$\text{مجمّل الربح إلى المبيعات} = \text{مجمّل الربح} / \text{المبيعات}$$

## هـ- العائد على المبيعات

مجمّل الربح في النسبة السابقة لا يمثل الربح النهائي القابل للتوزيع على الملاك، لكنه يمثل المرحلة الأولى في القياس المرحلي لصافي الربح، وبعد ذلك يتم خصم كافة التكاليف والمصاريف وإضافة كافة الإيرادات والمكاسب من الأنشطة الأخرى للوصول إلى صافي الربح، والعائد على المبيعات يعطى فكرة عن نسبة ما يتبقى من المبيعات كصافي ربح قابل للتوزيع. يحسب معدل العائد على المبيعات على النحو الآتي:

$$\text{العائد على المبيعات} = \text{صافي الربح} / \text{صافي المبيعات}$$

## 7- أثر الرفع المالي على الأداء المالي

تسعى معظم المؤسسات إلى الوصول لهيكل مالي مثالي من خلال استخدام مزيج تمويلي أمثل يعمل على تخفيض تكلفة التمويل إلى أدنى حد ممكن، وفي نفس الوقت تعظيم قيمة المؤسسة وتحسين أدائها. لذا فمفهوم الهيكل التمويلي يشير إلى جميع أنواع مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة في تمويل استثماراتها، أي تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على أموال بغرض تمويل الاستثمارات، وتتضمن الأموال الخاصة والأموال التي يتم الحصول عليها من الغير، وبما أن الهيكل التمويل الأمثل هو الذي يعظم ثروات الملاك من خلال تعظيم معدلات الربحية وعوائد الأسهم إلى أكبر حد ممكن، لذا يتطلب من الإدارة عند اتخاذها القرارات المتعلقة بالتمويل أن توازن بين الأرباح المتوقعة وتكلفة المخاطر المالية التي ترتبط بنوع التمويل المختار، وبالتالي فإن هيكل التمويل الأمثل ليس من القرارات العشوائية التي تقوم بها المؤسسة، وإنما قرار استراتيجي لتحقيق ما تسعى إليه الإدارة من أهداف بأعلى كفاءة وأقل تكلفة ممكنة. لهذا يعرف الرفع المالي بأنه الاستعانة بأموال الغير (الديون) في تمويل استثماراتها وأنشطة المؤسسة بهدف تحقيق عائد يترتب عليه زيادة أرباح الملاك، ويصبح الرفع المالي فعالاً ومرغوباً به عندما تستطيع المؤسسة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة أموال الاقتراض، وفي حالة عدم نجاحها في ذلك فمعدل المخاطر يكون عالي وتحقق خسائر كبيرة، لذا يجب أن تقوم المؤسسات بدراسة مستوى الكفاءة للعمليات التشغيلية والتمويلية بها ودراسة الظروف البيئية المحيطة بها قبل اتخاذ أي قرار يتعلق بالرفع المالي، حيث أن الرفع المالي يعتبر سلاح ذو حدين حيث يمكن أن يكون مفيد ويحقق نتائج إيجابية وذلك عند انصاف العمليات التمويلية بالكفاءة والفاعلية، وعندما تكون الظروف البيئية المحيطة بالمؤسسة ملائمة. كما يمكن أن يكون غير مفيد ويحقق نتائج غير مرغوب فيها إذا حدث العكس، ويحظى الأداء المالي في كل المؤسسات باهتمام كبير من قبل الإدارة والمستثمرين، وذلك لأن الأداء المالي الأمثل هو السبيل الوحيد لاستمرار المؤسسة وتطورها ويعتبر من المقومات الأساسية، حيث يوفر نظام متكامل للمعلومات الصحيحة والوثوق بها وذلك عند مقارنة أدائها الفعلي بالأداء المخطط بهدف تحديد الانحرافات عن الأهداف المحددة مسبقاً، ومن خلال استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى انجاز الأهداف المخطط لها.

والأداء المالي يعبر عن مدى نجاح المؤسسة في استغلال الموارد المتاحة بها بكفاءة وتحقيق مستوى مرضى من الأرباح أي مدى قدرة المؤسسة على تأدية عملياتها واستخدام مواردها بكفاءة من أجل تحقيق أرباح، ويعتبر الأداء المالي الركيزة الأساسية في تطور المؤسسة وهناك العديد من المؤشرات المالية التي تستخدم لقياس الأداء المالي من أهمها نسب الربحية، حيث تعتبر من المؤشرات التي يهتم بها المساهمين والمستثمرين بشكل كبير وذلك لكونها تقيس مدى نجاح المؤسسة وقدرتها على تحقيق الأرباح، كما تدل على مدى كفاءة المؤسسة في استغلال الموارد المتاحة بها بالشكل الأمثل لتحقيق أرباح.

لذا يتضح لنا أن العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي للمؤسسة تظهر مع زيادة حجم التمويل بالدين، حيث يمكن أن يؤثر تأثيراً إيجابياً على الأداء المالي للشركة، وتكون العلاقة طردية بين الرفع المالي والأداء المالي أو العكس، وتستخدم مقاييس الربحية كأساس يعكس أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركة، وبشكل عام فإن نتيجة التوسع في الرفع المالي تعتمد على قدرة المؤسسة في استغلال الأموال المقترضة بكفاءة وفاعلية لزيادة معدلات الربحية مما يحسن من الأداء المالي للمؤسسة، وبالتالي فإن الرفع المالي يمكن أن يحقق الحالات التالية:

➤ الرفع المالي الجيد: وهو الحالة التي يكون فيها العائد على الأموال المقترضة أكبر من تكلفة الاقتراض، مما يترتب عليه ارتفاع العائد للملاك وزيادة نسبة العائد على الأصول وعلى حقوق الملكية.

➤ الرفع المالي المتوسط: وهو الحالة التي يكون فيها العائد على الأموال المقترضة مساوياً لتكلفة الاقتراض مما يترتب عليه عدم حدوث أي تغير.



الرفع المالي العكسي: وهو الحالة التي يكون فيها العائد على الأموال المقترضة أقل من تكلفة الاقتراض، مما يترتب عليه انخفاض معدل العائد على الأصول وانخفاض معدل العائد على حقوق الملكية.