

تأثير الاستدانة على المردوديات:

تستفيد المؤسسة من أموال ذات مصادر مختلفة فقد تكون في شكل مساهمات أو في شكل قروض، مقابل ذلك تقوم المؤسسة بدفع تكلفة لأصحاب هذه الأموال تتمثل بمحمل هذه التكاليف في المردودية المالية وتكلفة الإستدانة، ولكي تتمكن من تغطية هذه الأخيرة لابد أن تحقق مستويات معينة من المردودية الاقتصادية التي ترتبط بمقدار الربحية المحققة من استغلال مجمل أصولها الاقتصادية

1- مختلف مستويات المردودية:

الشكل الموالي يوضح مختلف الأطراف المستفيدين من المردودية الاقتصادية المحققة

الأطراف	الفائدة والمكافأة بعد الضريبة (1)	الأموال المستثمرة (2)	المردودية (1) (2)
الدائنين الماليين	تكاليف صافية للعوائد $Int(1 - t)$	الديون المالية DF	تكلفة الاستدانة $I = \frac{Int(1-t)}{DF}$
المساهمون	النتيجة الصافية R_N	الأموال الخاصة C_P	مردودية الأموال $\frac{R_N}{C_P}$
المساهمون والدائنون الماليون	النتيجة الاقتصادية = النتيجة الاستغلالية الصافية من الضريبة $(1 - t) R_e$	الأصول الاقتصادية = رؤوس الأموال المستثمرة $A_E = D_F + C_P$	المردودية الاقتصادية $R_e(1 - t)/A_E$

إن من بين العوامل المحددة لمستوى الأداء في المؤسسة هو الهيكل المالي. إذ بالرغم من أن دور هذا الهيكل معقد ومحل جدل كبير فإن تحليل أثر الرافعة يسمح بإعطاء مقارنة أولية لهذه الإشكالية؟، وحسب هذا التحليل يمكن أن يكون للاستدانة تأثيران مزدوجان تبعا للعلاقة بين تكلفة الاستدانة ومردودية الأصول فيكون أثرها إيجابي إذا كانت مردودية الأصول كافية، كما قد يكون لها أثر سلبي إذا كانت تكلفتها غير مغطاة بمردودية كافية.

1-1 مفهوم أثر الرافعة المالية:

1-1-1 المردودية المالية والمردودية الاقتصادية:

تعرف المردودية على أنها ذلك الارتباط بين النتائج والوسائل التي ساهمت في تحقيقها حيث تحدد مدى مساهمة الرأس المالي المستثمر في تحقيق النتائج المالية ومنه فإن المردودية الاقتصادية تهتم بالنشاط الإستغلالي وتستبعد الأنشطة الثانوية ذات الطابع الاستثنائي. حيث تحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال الممثلة في نتيجة الاستغلال المستخرجة من جدول النتائج والأصول الاقتصادية المستخرجة من الميزانية الاقتصادية وتقاس المردودية الاقتصادية وفق العلاقة التالية:

$$\frac{\text{نتيجة الاستغلال بعد الضريبة}}{\text{الأصول الإقتصادية}} = \text{معدل المردودية الإقتصادية}$$

تقيس هذه العلاقة مساهمة الأصول الإقتصادية في تكوين نتيجة الاستغلال أي حساب مساهمة كل وحدة نقدية مستثمرة كأصول في تكوين نتيجة الاستغلال، وتمثل المركبات الأساسية لمعدل المردودية الإقتصادية فيما يلي من خلال إدراج رقم الأعمال على النحو التالي:

$$RE = \frac{R_e C_A}{A_E C_A}$$

$$RE = \frac{R_e}{C_A} \times \frac{C_A}{A_E}$$

ومنه نستخلص أن معدل المردودية الإقتصادية هو حاصل جداء معدل ربحية الاستغلال بعد الضريبة $\left(\frac{R_e}{C_A}\right)$ ومعدل دوران الأصول الإقتصادية $\left(\frac{C_A}{A_E}\right)$

حيث يستخدم معدل ربحية الاستغلال في قياس ربحية المؤسسة انطلاقا من دورة الاستغلال ويعتبر من مؤشرات قياس الأداء الإقتصادي، أما معدل دوران الأصول الإقتصادية فهو مؤشر يعكس مساهمة الأصول الإقتصادية في تحقيق رقم الأعمال.

أما مردودية الأموال الخاصة تهتم بإجمالي أنشطة المؤسسة ويدخل في مكوناتها كافة العناصر والتدفقات المالية حيث تأخذ النتيجة الصافية من جدول النتائج والأموال الخاصة من الميزانية وتحسب وفقا للعلاقة التالية:

$$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} = \text{مردودية الأموال الخاصة المالية}$$

تعكس هذه العلاقة مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق النتائج الصافية وتعرف كذلك من خلال قراءة معمقة لتعريف المردودية المالية على أنها معدل المردودية الإقتصادية بعد الضريبة عند مستوى استنادة معدوم.

أما المركبات الأساسية للمردودية المالية فيمكن استخراجها من خلال إعادة كتابة العلاقة الرياضية السابقة مع إدراج رقم الأعمال والأصول الإقتصادية على النحو التالي:

$$R_{cp} = \frac{R_N}{C_P} \times \frac{C_A}{A_E}$$

$$R_{cp} = \frac{R_N}{C_A} \times \frac{C_A}{A_E} \times \frac{A_E}{C_p}$$

انطلاقاً من هذه العلاقة نستخرج المركبات 3 الأساسية معدل الربحية الصافية $\left(\frac{RN}{CA}\right)$ وهو من مؤثرات الأداء المالي للمؤسسة وتعكس قدرتها على تحويل الإيراد الإجمالي إلى ربح صافي ويعكس ذلك قدرتها على التحكم في التكاليف الإجمالية

أما معدل دوران الأصول $\left(\frac{CA}{AE}\right)$ وكذا معدل النسب الهيكلية أو الاستقلالية الإجمالية المالية $\left(\frac{AE}{CP}\right)$

1-2 مبدأ أثر الرافعة المالية:

يقوم على مبدأ بسيط وهو إنتاج المرونة للمكافأة المخصصة للرأس المال الخارجي عن المؤسسة (الديون المالية) فإذا كانت مردودية الأصول تتجاوز التكاليف المالية المدفوعة للمقرضين، يكون هذا الفائض في فائدة المساهمين حيث تكون أمام حالة رفعة مالية إيجابية، أما في الحالة العكسية أي إذا كانت هذه المردودية غير كافية لتغطية التكاليف (تكاليف استنادة) تستخفز مردودية المساهمين ويصبح أثر الرافعة المالية سلبى

1-2 الصيغة الرياضية لأثر الرافعة المالية

$$R_{cp} = R_E + \left[(R_E - I) \frac{DF}{C_p} \right]$$

أثر الرفع المالي

المردودية الاقتصادية

الرافعة المالية

تكلفة الاستنادة (سعر الفائدة على القروض)

• بعد الضريبة تعني $(1-t)$

2-2 حساب أثر الرافعة المالية:

من أجل حساب أثر الرافعة المالية نستعرض العناصر الضرورية للقيام بهذا الحساب. من جدول النتائج نأخذ رقم الأعمال، الهامش التجاري، القيمة المضافة، إنتاج الدورة، الفائض الإجمالي للاستغلال وذلك للوصول إلى نتيجة الإستغلال.

من الميزانية الاقتصادية نأخذ الإستثمارات الصافية (Im) والإحتياج في رأس المال العامل الإجمالي

$$BFR_{HC} + BFR_E = BFR_G$$

إن مجموع القيمتين السابقتين يساوي أيضاً مجموع القيمتين اللاحقتين على اعتبار أن الأصول الاقتصادية تمول عن طريق الأموال الخاصة والإستنادة الصافية إذا كانت المؤسسة ممولة جزئياً بأموال شبه خاصة فإنه يتعين إجراء دراسة تحليلية تؤكد أجل استحقاق السندات القابلة للتحويل وذلك بإحافها إما بالأموال الخاصة وبالاستنادة إذا كانت هناك سندات قابلة للتحويل وتؤكد تحويلها فإنها تلحق للأموال الخاصة مع ضم الفوائد المدفوعة إلى المصاريف المالية.

2-3 حالات أثر الرافعة المالية:

يهدف المحلل المالي من خلال أثر الرافعة المالية إلى دراسة أثر الاستدانة على مردودية الأموال الخاصة
 _ حالة المؤسسة عديمة الاستدانة وهي حالة نادرة الحدوث على أرض الواقع وعندما يقول الاحتياجات المالية
 حصريا بواسطة التمويل الذاتي مما ينتج عنه ما يلي:

$$R_{cp} = R_E \quad \text{مردودية الاقتصادية بعد الضريبة}$$

_ في هذه الحالة لا يوجد أثر للرافعة المالية وبالتالي تتساوى مردودية الأموال الخاصة من المردودية الاقتصادية بعد
 اقتطاع الضريبة

_ حالة المؤسسة المستدانة عديمة الاستدانة: وهي حالة نادرة الحدوث على أرض الواقع وعندما يقول الاحتياجات
 المالية حصريا بواسطة التمويل الذاتي مما ينتج عنه ما يلي:

$$R_{cp} = R_E \quad \text{المردودية الاقتصادية بعد الضريبة}$$

_ في هذه الحالة لا يوجد أثر للرافعة المالية وبالتالي تتساوى مردودية الأموال الخاصة مع المردودية الاقتصادية بعد
 اقتطاع الضريبة.

_ حالة المؤسسة المستدانة: تعد الاستدانة من أهم مصادر التمويل، كما أنها تساهم في تحسين المردودية المالية الأمر
 الذي يؤدي إلى تحقيق نمو في القدرة على التمويل الذاتي والذي يعتبر من أهم وسائل التمويل، لكن من الضروري
 مراقبة مستويات الاستدانة وهذا ما سنحاول تحقيقه من خلال دراسة أثر الرافعة المالية وبهدف التوضيح والتبسيط
 نستعين بالمثال التالي:

مثال:

يحتاج نشاط انتاجي إلى رأس مال قدره 100ون (استثمارات، الإحتياج في رأس المال العامل)، في مرحلة البحث
 عن مصادر تمويل الاحتياجات المالية وضعت أمام القرار التمويلي البدائل التمويلية التالية وفق ما هو مبين في الجدول
 الموالي

الفرضية 4	الفرضية 3	الفرضية 2	الفرضية 1	البيان
25	60	80	100	الأموال الخاصة CP
75	40	20	0	الاستدانة DF
3	$\frac{2}{3}$	$\frac{1}{4}$	0	نسبة الهيكل المالي $\frac{DF}{CP}$ درجة الرفع المالي

نفرض أن معدل الفائدة يقدر ب (12%) أما معدل المردودية الاقتصادية فيختلف حسب فرضيات الجدول
 10%، 12%، 16%.

الحالة 1: حالة المردودية الاقتصادية أكبر من معدل الفائدة

تكون المردودية الاقتصادية أعلى من معدل الفائدة مما ينتج عنه أثر رافعة مالية موجب ومنه يمكن تحسين مردودية الأموال الخاصة بزيادة الرافعة المالية أي زيادة اللجوء إلى الاستدانة مما يؤدي إلى زيادة مردودية الأموال الخاصة، نفترض أن المردودية الاقتصادية تساوي 16% عندها نجد النتائج مبينة في الجدول التالي:

$$RE = 16\%$$

الفرضية 4	الفرضية 3	الفرضية 2	الفرضية 1	البيان
25	60	80	100	الأموال الخاصة Cp
75	40	20	0	الاستدانة D
3	$\frac{2}{3}$	$\frac{1}{4}$	0	نسبة الهيكل المالي
16	16	16	16	نتيجة الاستغلال Re
9	4.8	2.4	0	المصاريف المالية
3.5	5.6	6.8	8	ضريبة عن الأرباح 50%
3.5	5.6	6.8	8	نتيجة الدورة RN
14%	9.33%	8.5%	8%	المردودية المالية RCP

$$R_{cp} = \frac{RN}{cp} = \frac{8}{100} = 8\%$$

$$RE = \frac{RE}{AE} \text{ : نتيجة الاستغلال}$$

$$Re = RE \times AE = 16\% \times 100$$

$$2.4 = \text{المصاريف المالية} = \text{الاستدانة} \times \text{معدل الفائدة (12\%)} = 2.4$$

الحالة الثانية: المردودية الاقتصادية تساوي معدل الفائدة في هذه الوضعية يكون أثر الرافعة المالية محايد أي لا دلالة له (شبيهة بحالة الاستدانة المعدومة)

$$RE = 12\%$$

الفرضية (4)	الفرضية (3)	الفرضية (2)	الفرضية (1)	البيان
25	60	80	100	الأموال الخاصة
75	40	20	0	الاستدانة DF
3	$\frac{2}{3}$	$\frac{1}{4}$	0	نسبة الهيكل المالي درجة $\frac{DE}{cp}$
12	12	12	12	نتيجة الاستغلال Re

9	4.8	2.4	0	المصاريف المالية D
1.5	3.6	4.8	6	ضريبة عن الأرباح IS
1.5	3.6	4.8	6	نتيجة الدورة RN
%6	%6	%6	%6	المردودية المالية Kcp

الحالة 3: المردودية الاقتصادية أقل من معدل الفائدة يكون في هذه الحالة أثر الرافعة المالية سلبي مما يؤدي إلى انخفاض مردودية الأموال الخاصة بزيادة اللجوء إلى الاستدانة والسبب هو ارتفاع المصاريف المالية.

$$RE = 10\%$$

البيان	ف1	ف2	ف3	ف4
الأموال الخاصة CP	100	80	60	25
الاستدانة DF	0	20	40	75
نسبة الهيكل المالي	0	$\frac{1}{4}$	$\frac{2}{3}$	3
نسبة الاستغلال Re	10	10	10	10
المصاريف المالية	0	2.4	4.8	9
ضريبة 50%	5	3.8	2.6	0.5
نتيجة الدورة RN	5	3.8	2.6	0.5
المردودية المالية Kcp	%5	%4.75	%4.33	%2