

٥ - معدل تغطية الأعباء الثابتة: Fixed-Payment Coverage Ratio

نظراً لأن الفوائد هي بند واحد من بنود الأعباء الثابتة التي تتحملها عمليات المنشأة، فقد لا يكفي المعدل السابق وحده لقياس قدرة الشركة على تغطية التزاماتها الثابتة كاملة، فلم تنزل هناك الإيجارات والأقساط المعدة لسداد القروض، والتي لا بد من وجود مقياس آخر ليكشف مدى قدرة الشركة على الوفاء بها، وكيف ستقوم الشركة بذلك، ومن هنا جاءت فكرة المعدل الحالي وهو معدل تغطية الأعباء الثابتة، والذي من خلاله يتم تجميع كافة الدخل المتاح للمنشأة والمتمثل في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب، ثم إعادة إضافة الإيجارات التي سبق للمنشأة خصمها عند احتساب صافي الربح لنحصل بذلك على الدخل المتاح فعلاً للسداد ليوضع في بسط المعادلة، ثم تجميع كافة الأعباء الثابتة التي تستحق السداد بما فيها الاحتياطي المعد لسداد القروض بعد تعديله بحجم الضريبة، لتوضع في مقام المعادلة، وذلك كما يلي:

$$\text{معدل تغطية الأعباء الثابتة} = \frac{\text{الأرباح قبل الفوائد والضرائب} + \text{الإيجار}}{\text{أقساط سداد القروض}} + \frac{\text{الفوائد} + \text{الإيجار}}{\text{معدل الضريبة}}$$

فإذا ما افترضنا أن قيمة الاحتياطي الذي تعده الشركة لسداد قروضها تعادل 2,000 جنيه، وأن معدل الضريبة الذي تخضع له أرباح تلك الشركة تبلغ نسبته 40% حينئذ يتعين على الشركة أن تحقق عائداً قبل الضريبة قدره (3,333.3 جنيه) لتغطية ذلك الاحتياطي تطبيقاً للمعادلة التالية:

$$\text{أقساط سداد القروض قبل الضريبة} = \frac{2,000}{1 - 40\%} = 3,333.3 \text{ جنيه}$$

ومن ثم فلو خصمت قيمة الضريبة بمعدل 40% من هذا المبلغ فإن المتبقي هو 2,000 جنيه (3,333.3 - 40% × 3,333.3)، والذي يمكن للشركة أن تستخدمه في سداد أقساط قروضها، وبتطبيق ذلك على المعادلة السابقة يتضح الآتي:

$$\text{معدل تغطية الأعباء الثابتة} = \frac{2,000 + 9,000}{2,000 + 2,000 + 2,000} = 1.5 \text{ مرة}$$

1 - 40%

متوسط الصناعة = 1.2 مرة

ومن خلال المقارنة بين وضع الشركة، وبين وضع الشركات المنافسة يتضح أن قدرة الشركة على خدمة أعباء ديونها هي الأعلى، إذ تستطيع تلك الشركة أن تسدد مرة ونصف من قيمة أعباءها الثابتة، في الوقت الذي لا تستطيع أن تسدد فيه كافة الشركات التابعة لنفس الصناعة سوى 1.2 مرة من قيمة تلك الأعباء، وهو ما قد يطمئن أصحاب القروض. وإن كان يعاب على ذلك المعدل أيضاً اعتماده على الأرباح الدفترية للشركة، دون الأرباح الحقيقية التي يمثلها تدفقاتها النقدية كما سبق توضيحه.

رابعاً: نسب هيكل التكلفة: Cost Ratios

وتقيس هذه النسب مدى قدرة الشركة على إحكام السيطرة على عناصر التكلفة لمراحل عملياتها، سواء مرحلة التمويل، أو الاستغلال، أو الاستثمار، ومن ثم فهي ليست معدلات لقياس التكلفة كما يُظن بقدر ما هي معدلات لقياس الربحية ولكن بشكلٍ معكوس. ، فقدرة الشركة على تخفيض تكاليف إنتاجها حتماً ستعني قدرتها على تحقيق أرباح أعلى دون المساس بالأسعار الحالية لمنتجاتها، أو قدرتها على خفض أسعار منتجاتها دون المساس بالأرباح الحالية، وفي ظل الحفاظ على مستويات الجودة المطلوبة تصبح الريادة التنافسية هي أولى مميزات المنشأة. وكما كان الحال عند تناول معدلات الدوران، والتي كانت المبيعات هي القاسم المشترك بين البسط في كافة نسبها، وذلك لقياس نسبة مساهمة المقام في توليد تلك المبيعات ، فسيتم انتقاء كافة بنود التكاليف لتوضع المبيعات كقاسم مشترك بين المقام في كافة النسب الخاصة بهيكل التكلفة، وذلك لقياس قيمة كل بند من بنود تلك التكاليف كنسبة من المبيعات. وفيما يلي عرض لأهم نسب هيكل التكلفة:

١ - نسبة تكلفة البضاعة المباعة: Cost of Goods Sold Ratio

ويتم الوصول إلى تلك النسبة بقسمة تكلفة البضاعة المباعة على المبيعات، ومن ثم فهي تقيس الحد الذي ذهبت إليه المنشأة في السيطرة على تكلفة مشترياتها قبل خروجها في شكل بضاعة مباعة، وذلك بعد تحميلها بتكاليف التخزين والتشغيل وقبل إضافة هامش الربح إليها لتتحول إلى إيرادٍ للمبيعات. وترجع أهمية هذه النسبة إلى أنها المحدد الأساسي لمجمل الربح، وهو الفارق بين إيراد المبيعات وتكلفة البضاعة المباعة هذه، والذي تستخدمه الشركة في تغطية تكاليفها العامة والإدارية، ثم التشغيلية بما فيها الإهلاك ذاته ، وهو الاحتياطي المعد لإحلال الأصول بعد نفاذها، ثم التمويلية من خلال خدمة أعباء ديونها من فوائد واحتياجات معدة لسداد أصل قروضها، وهو أيضاً ذلك الرصيد الذي ستعتمد عليه الشركة في سداد ضرائبها، وفي سداد التوزيعات الخاصة

بحملة الأسهم الممتازة، وإذا ما تبقى شيء في النهاية ولا بد أن يتبقى، ستؤول محصلته إلى حملة الأسهم العادية وهم الملاك، في شكل أرباح متاحة للتوزيع عليهم، لتعود فتنعكس بالإيجاب على القيمة السوقية لما بين أيديهم من أسهم، وبدا تتزايد ثرواتهم كملاك وهو الهدف النهائي الذي من أجله تعمل الإدارة المالية في الشركة كوكيلة عنهم. وبتطبيق ذلك على الشركة يتضح الآتي :

$$\begin{aligned} & \text{تكلفة البضاعة المباعة} \quad 76,000 \\ \text{نسبة تكلفة البضاعة} &= \frac{76,000}{102,000} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{المباعة}} = 74.5 \% \\ & \text{متوسط الصناعة} = 78 \% \end{aligned}$$

وبملاحظة النتيجة السابقة يتضح ارتفاع نسبة تكلفة البضاعة المباعة لدى الشركة بالفعل، حيث لن يتجاوز حجم الجزء المتبقي، والذي يمثل مجمل الربح نسبة 25.5% من قيمة المبيعات، والذي لا تضمن الشركة كفايته لتغطية بقية بنود التكاليف. ولكن يبدو أن هذا الحال هو ظروف الصناعة ككل، بل ويعد وضع الشركة أفضل من وضع الصناعة، وذلك لانخفاض تكلفة مبيعاتها عن تكاليف المبيعات الخاصة بالصناعة، غير أن الأمر يتطلب مواصلة تحليل المزيد من بنود التكاليف للتحقق من مدى كفاية الأرباح المتبقية لتغطيتها، وذلك على النحو التالي:

٢ - نسبة المصروفات البيعية: Sales Expenses Ratio

تختبر هذه النسبة مدى قدرة إدارة المبيعات في المنشأة على إحكام السيطرة على مصروفاتها البيعية، ومن ثم كفاءة سياساتها البيعية بالتبعية. ويتم حساب هذه النسبة بقسمة المصروفات البيعية للمنشأة على قيمة مبيعاتها، وذلك كما يلي:

$$\begin{aligned} & \text{المصروفات البيعية} \quad 6,200 \\ \text{نسبة المصروفات البيعية} &= \frac{6,200}{102,000} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{المبيعات}} = 6 \% \\ & \text{متوسط الصناعة} = 7 \% \end{aligned}$$

وبالمقارنة بين وضعي الشركة والصناعة، يتضح ارتفاع نسبة المصروفات البيعية لدى الشركات التي تنتمي إلى نفس الصناعة عنها في حالة المنشأة، وإن كان الفرق ضئيلاً، غير أنها إشارة تدل على كفاءة إدارة المبيعات لدى المنشأة وسيرها على الطريق.

٣ - نسبة المصروفات العامة والإدارية:

General and Managerial Expenses يتضمن هيكل المصروفات العامة والإدارية بالشركة كافة المصاريف العامة والإدارية التي تتحملها الشركة في سبيل ضمان سير العمل بها، وتتمثل الغالبية العظمى من تلك التكاليف في المرتبات والمكافآت والبدلات الخاصة بالجهاز الإداري بالشركة، ومصروفات الإنارة والتدفئة والاتصالات، وغيرها من بقية المصروفات. وتقيس هذه النسبة مدى قدرة الإدارة على التحكم في ذلك النوع من التكاليف أو المصروفات دون التأثير على أداء العمل، ويتطلب ذلك ضرورة تأكد الإدارة من أن هذه التكاليف لم يتم إنفاقها في سبيل تحقيق مصالح أو منافع شخصية للإداريين بالشركة، ولكنها كانت بهدف تحقيق منافع الشركة وحدها، ويتم قياس هذه النسبة بقسمة المصروفات العامة والإدارية المستخرجة من قائمة الدخل على قيمة المبيعات، وذلك كالتالي:

$$\text{نسبة المصروفات العامة والإدارية} = \frac{\text{المصروفات العامة والإدارية}}{\text{المبيعات}} = \frac{8,800}{102,000} = 8.6\%$$

متوسط الصناعة = 10 %

ومن خلال المقارنة يتضح انخفاض المصروفات العامة والإدارية بالشركة عنها في حالة الصناعة، ومن ثم كفاءة إدارة الشركة وقدرتها على التحكم في ذلك النوع من المصروفات، وهو ما يجب أن ينعكس مستويات الأرباح التي تحققها.

٤ - نسبة الإهلاك والإيجار: Depreciation and Rent Ratio

وتقيس هذه النسبة مدى ملائمة السياسة التي ستتبعها المنشأة في التعامل مع الإهلاك والإيجارات لسياساتها البيعية، ومن ثم فهي تشير إلى مدى قدرة الشركة على التحكم في مصروفات الإهلاك والإيجار ويتم قياسها بقسمة مصروفات الإهلاك والإيجار على قيمة المبيعات، كالتالي:

$$\text{نسبة الإهلاك والإيجار} = \frac{\text{الإهلاك} + \text{الإيجار}}{\text{المبيعات}} = \frac{2,000 + 1,000}{102,000} = 2.9\%$$

متوسط الصناعة = 3.2 %

وتشير المقارنة إلى انخفاض نسبة الإهلاك والإيجارات لدى الشركة عن مثيلتها في حالة الصناعة، وهو ما يعني كفاءة الشركة وقدرتها على التحكم في مصروفات الإيجار الخاصة بها، أما فيما يتعلق بانخفاض الأقساط التي تستقطعها كإهلاك فلا بد من التروي ومعرفة السبب من وراء ارتفاع قيمة بند الإهلاك عند الشركات المنافسة، فقد يكون وسيلة من وسائل توجه تلك الشركات إلى تمويل مشروعات إضافية، أو إلى إضافة خطوط إنتاجية جديدة عن طريق التمويل الذاتي، كما قد يكون تحوطاً ضد ظروف تضخمية لم تنمو إلى علم الشركة. ولتحديد الأثر الذي تركته عمليات التمعن والتدقيق في تحليل نسب التكاليف لابد من تناول نسب الربحية بالتحليل من أجل استكمال التحليل الحالي، وذلك على النحو التالي:

خامساً : نسب الربحية : Profitability Ratios

تقيس هذه النسب قدرة الشركة على توليد الأرباح من المبيعات ومن الأصول أو الأموال المستثمرة. وبالتالي فهي مؤشراً عاماً لكفاءة الشركة ولأداء النهائي. ويهتم بهذه النسب كافة الأطراف التي تربطها علاقة بأداء الشركة وليس الملاك أو المقرضين فحسب، وتنقسم هذه النسب إلى مجموعتين، تتناول المجموعة الأولى العلاقة بين أرباح الشركة وبين قيمة مبيعاتها، في حين تتناول المجموعة الثانية العلاقة بين الأرباح و بين قيمة السوقية لأموالها المستثمرة، وفيما يلي توضيح للشائع من هذه النسب :

أولاً: نسب الربح إلى المبيعات:

وهي النسب المكتملة لنسب هيكل التكلفة، حيث يتم انتقاء كافة بنود الأرباح داخل قائمة الدخل ونسب كل منها إلى المبيعات بهدف قياس مدى مساهمة المبيعات في كل بند من بنود الأرباح، ومن ثم فهي تقيس مدى قدرة المنشأة على مراقبة التكاليف المتعلقة بالمبيعات، ومن ثم قدرتها على توليد الأرباح منها، ومن أهم هذه النسب: نسبة هامش مجمل الربح، ونسبة هامش ربح التشغيل أو العمليات، ونسبة هامش صافي الربح ، وسيتم تناولها كما يلي:

١ - نسبة هامش مجمل الربح: Gross Profit Margin

وهي النسبة المكتملة لنسبة تكلفة البضاعة المباعة، إذ تقيس قدرة الشركة على تخفيض تكلفة مبيعاتها أو التحكم فيها على الأقل لما لذلك من تأثير إيجابي على قيمة الأرباح المتولدة منها. فكلما نجحت الشركة في تخفيض التكاليف المتعلقة بالمبيعات كلما زادت نسبة مجمل الربح، على اعتبار أنه الجزء المتبقي من المبيعات بعد خصم تكلفة البضاعة المباعة منها. ويتم حساب هذه النسبة بقسمة مجمل الربح على صافي المبيعات كالتالي:

$$\text{هامش مجمل الربح} = \frac{\text{مجمّل الربح}}{\text{مجمّل المبيعات}} = \frac{26,000}{102,000} = 25.5\%$$

متوسط الصناعة = 22.5 %

وبمقارنة وضع الشركة بوضع الصناعة يتضح إن إدارة الشركة هي الأكثر قدرة على التحكم في تكاليف مبيعاتها، ومن ثم فهي الأكثر قدرة على تحقيق ربحية أعلى من تلك المبيعات، ذلك لأن كل جنيه من مبيعات تلك الشركة يتولد عنه ربح إجمالي مقداره 25.5% في الوقت الذي لا يتولد فيه سوى 22.5% كربح إجمالي على مستوى الصناعة. وتشير تلك النسبة كذلك إلى أنه يمكن

لحصيلة المبيعات أن تنخفض بنسبة 25.5% قبل أن يتحول مجمل الربح بالشركة إلى قيمة سلبية.

٢- هامش ربح العمليات: Operating Profit Margin

وهي أكثر شمولاً من النسبة السابقة، إذ يمتد تأثيرها ليشمل ليس فقط تكلفة المبيعات ولكن كافة عناصر المصروفات أو التكاليف التشغيلية التي يمكن لإدارة الشركة التحكم فيها أو السيطرة عليها، ويتم حسابها بقسمة دخل العمليات وهو الدخل التشغيلي على صافي المبيعات كالاتي:

$$\text{هامش ربح العمليات} = \frac{\text{دخل العمليات}}{\text{دخل المبيعات}} = \frac{8,000}{102,000} = 7.8\%$$

متوسط الصناعة = 8.2 %

وعلى غرار ما ذكر بشأن هامش مجمل الربح، يبدو أنه يمكن لحصيلة المبيعات بالشركة أن تنخفض بنسبة 7.8% قبل أن يتحول صافي دخلها من العمليات إلى قيمة سلبية. وبمقارنة الوضع بين الشركة وبين قرنائها على مستوى الصناعة يتضح أن الشركة قد فقدت السيطرة على التحكم في مصروفاتها التشغيلية، وهو ما انعكس بالسلب على قدرتها على توليد الأرباح من مبيعاتها، وهو أمر لا بد من الوقوف عنده، ذلك لأن النسبة السابقة تشير إلى نجاح الشركة في إحكام سيطرتها على تكاليف مبيعاتها، غير أن الأمر قد اختلف مشيراً إلى وجود خلل في العمليات التشغيلية للشركة. وبالنظر إلى النسبة السابقة الخاصة بمعدل تغطية الفوائد، والذي يشير إلى كفاية الدخل التشغيلي للشركة، وقدرته على تغطية أربعة أضعاف ونصف من مقدار فوائدها، ولكن يبدو أن تلك القدرة لا ترجع إلى كفاءة الشركة في مراقبة تكاليفها التشغيلية.

٣- نسبة هامش صافي الربح: Net Profit Margin

وتختلف بعض المؤلفات في تناولها لتلك النسبة، فهناك من يرى أنه يتم حساب تلك النسبة من خلال قسمة الدخل المتاح للملاك على صافي المبيعات، وهناك من يرى أنه يتم حساب تلك النسبة من خلال قسمة صافي الربح بعد الفوائد والضريبة على صافي المبيعات. ولا يخفى على القارئ أن الفرق بين الدخل المتاح للملاك وبين صافي الربح بعد الفوائد والضريبة يتمثل في التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية، والتي لو تم خصمها من صافي الربح بعد الفوائد والضريبة لتبقى الدخل المتاح للملاك. وسواء كان هذا أو ذلك فالهدف من تلك

النسبة هو قياس حجم الأرباح الصافية التي يمكن أن تبقى للملاك جراء بيع جنيته واحد من المبيعات، وتوضح النتائج التالية ذلك:

$$\text{هامش} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{صافي الربح}} = \frac{4,200}{102,000} = 4.1\%$$

$$\text{متوسط الصناعة} = 3.2\%$$

ومن خلال المقارنة بين أداء الشركة وأداء الصناعة يبدو أن الشركة قد تحسنت من جديد، بحيث أصبحت قادرة على تحقيق أرباح صافية أعلى، ولكن ما هو السبب خاصة وأن التحليلات السابقة قد أثبتت إخفاق الشركة في مراقبة أو فرض السيطرة على تكاليفها التشغيلية؟

للإجابة على هذا التساؤل لابد من تناول المراحل الثلاث للشركة بالتحليل وهي مراحل التمويل، والاستغلال أو التشغيل، ثم الاستثمار. وسنكتفي هنا بتناول المرحلتين الأوليتين من تلك المراحل وهي مراحل التمويل، والتشغيل تاركين مرحلة الاستثمار، والتي سيتم تناولها عند تناول بسبب الربحية إلى الأموال المستثمرة. نظراً لأن صافي الربح بعد الضريبة والذي يتم تناوله حالياً بالتحليل ما هو إلا دخل التشغيل أو العمليات مضافاً إليه الإيرادات الأخرى للشركة، وهي تلك الإيرادات التي تحصل عليها الشركة بعيداً عن أنشطتها الأساسية، والتي تتمثل في مثالنا هذا في أرباح الأوراق المالية، وهي النشاط البديل الذي اختار المدير المالي للشركة أن يستثمر فيه فائض السيولة أو النقدية لديه بدلاً من الاحتفاظ به في صورته السائلة، مخصصاً منه بعد ذلك قيمة الفوائد التي تدفعها الشركة لمقرضيه.

فإنه يمكن الاستنتاج بأن التحسن في هامش صافي الربح بعد الضريبة إما أن يعزي إلى نجاح الشركة في إدارة مرحلة التمويل لديها وذلك من خلال نجاحها في الحصول على القروض بتكاليف أو بفوائد مخفضة، الأمر الذي دفعها إلى رفع نسب الاقتراض لديها، وهو ما كشف عنه تحليل نسب الاقتراض السابق. أو قد يعزي إلى نجاح المدير المالي بالشركة في إدارة محفظته الاستثمارية في الأوراق المالية، والتي لا تمثل النشاط الأساسي لشركة منتجها الأساسي هو تصنيع الحديد والصلب.

ولكن نظراً لضخامة حجم القروض التي قد حصلت عليها الشركة، وهو ما يحول دون إمكانية تخفيض التكاليف المترتبة عليها من فوائد ثابتة، وهو ما سبق توضيحه عند تناول الجانب السلبي لعمليات الاقتراض، فإن هذا يعني أن ارتفاع هامش صافي الربح إنما يرجع إلى نجاح المدير المالي في إدارة محفظته الأوراق المالية الخاصة بالشركة رغم أنها لا تعبر عن النشاط

الأساسي لتلك الشركة. هل ترى عزيزي القارئ كيف يسير التحليل، وإلى ما يمكن للنتائج أن توجّهك!

ثانياً: نسب الربحية إلى الأموال المستثمرة:

وتقيس هذه النسب كما ذكرنا مدى قدرة الشركة على توليد الأرباح من أصولها أو أموالها المستثمرة، والشائع من تلك النسب هو: القوة الإيرادية، معدل العائد على الأصول أو على الاستثمار، معدل العائد على حقوق الملكية، و معدل العائد على المتاجرة بالملكية.

١ - القوة الإيرادية: Earning Power

يطلق على دخل التشغيل بصافي ربح العمليات، وهو القيمة المتبقية من صافي المبيعات بعد طرح كافة بنود التكاليف اللازمة لتوليد تلك المبيعات أي بعد طرح كل من تكلفة البضاعة المباعة، وكافة التكاليف العامة، والإدارية، والتشغيلية متضمنة الإهلاك. وتقوم فكرة القوة الإيرادية على أساس نسب صافي دخل العمليات إلى قيمة الأصول المشتركة في العمليات، أي إلى الأصول التي ساهمت في تحقيقه فقط، وذلك بعد استبعاد كافة الأصول العاطلة، والأصول المؤجرة للغير، والأصول المستثمرة في أنشطة فرعية للمنشأة، كالاستثمار في الأوراق المالية، ومن ثم فهو يفترض أن القوة الإيرادية للمنشأة هي محصلة كل من: قدرة أصول المنشأة على توليد المبيعات، وتعكسها قدرة الشركة على تحقيق معدلات دوران مرتفعة لأصولها المستثمرة في العمليات، ثم قدرة الشركة على توليد الأرباح من تلك المبيعات، وتعكسها قدرة الشركة على تحقيق معدلات مرتفعة لهامش أرباح عملياتها وبتطبيق ذلك يتضح أن:

$$\text{القوة الإيرادية} = \text{معدل دوران الأصول} \times \text{هامش ربح العمليات المشتركة في العمليات}$$

$$\text{القوة الإيرادية} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{الأصول المشتركة في العمليات}} \times \frac{\text{صافي ربح العمليات}}{\text{صافي المبيعات}}$$

وبحذف المبيعات من بسط ومقام المعادلة السابقة يتضح أن:

$$\text{القوة الإيرادية} = \frac{\text{صافي ربح العمليات}}{\text{الأصول المشتركة في العمليات}}$$

وتبدو أهمية المعادلة الأولى في قدرتها التفسيرية والتوجيهية للمدير المالي، خاصة لأولئك العاملين في مجال الصناعات التي تمتلك أصولاً رأسمالية محدودة في الوقت الذي تتعرض فيه منتجاتها لظروف المنافسة الشديدة، كمنشآت تجارة التجزئة، ومحلات البقالة. وكأنها ترشدهم إلى أن تحقيقهم لمعدلات مرتفعة من القوة الإيرادية يتوقف على قدراتهم على رفع معدلات الدوران لأصولهم المستثمرة، وذلك لضئالة هامش أرباح عملياتهم، على العكس من الصناعات الثقيلة، كمنشأة تصنيع الحديد والصلب التي نحن بصدد تحليل قوائمها المالية، حيث يتولد الجانب الأكبر من القوة الإيرادية لديها من هامش ربح عملياتها، نظراً لانخفاض معدل دوران أصولها بسبب ارتفاع قيمتها النسبية. وبالتطبيق على بيانات القوائم المالية المتاحة يتضح أن:

$$\text{القوة} = \frac{\text{صافي ربح العمليات}}{\text{الأصول المشتركة في العمليات}} = \frac{8,000}{12,200 - 74,000} = 12.9\%$$

متوسط الصناعة = 14 %

ويبدو من خلال المقارنة أن منشآت الصناعة تظهر تفوقاً على أداء المنشأة، في قدرتها على استغلال أصولها سواء في توليد المبيعات، أو في توليد الأرباح من تلك المبيعات، وهو ما يقتضي تحليل البنود التي يتكون منها كل من معدل دوران الأصول، وهامش ربح العمليات داخل المنشأة، وذلك لمعرفة أسباب انخفاض القوة الإيرادية لديها واقتراح سبل العلاج.

٢- معدل العائد على الاستثمار : Return on Investment (ROI)

ويطلق عليه معدل العائد على الأصول المستثمرة، ويتم قياسه من خلال قسمة صافي الربح بعد الفوائد والضريبة على إجمالي الأصول، ومن ثم فهو يختلف عن القوى الإيرادية بسطاً ومقاماً. إذ تم استبعاد بعض البنود من البسط، وهي الفوائد والضريبة، ليعكس صافي الربح بعد استبعاد الآثار التمويلية والضريبية. في الوقت الذي تمت فيه الإضافة إلى المقام ليتضمن إجمالي أصول المنشأة، بما فيها الأصول المؤجرة للغير، وتلك الأصول المستثمرة في أنشطة أخرى غير نشاط العمليات، وأيضاً الأصول العاطلة والتي لم تستخدم في عمليات المنشأة. لذا فهو يقيس صافي الربح الذي يحققه كل جنيه تم استثماره في أصول المنشأة، وبالتالي فهو يعكس مدى كفاءة الشركة في إدارة واستثمار أصولها، ويحسب كالتالي:

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{إجمالي الأصول}} = \frac{4,200}{74,000} = 5.7\%$$

متوسط الصناعة = 4.7 %

وبالمقارنة بين الشركة والصناعة يبدو أن الشركة قادرة على تحقيق عائد على الاستثمار يفوق مثيله على مستوى الصناعة، وذلك على العكس من القوة الإيرادية والتي تبدي العكس.

ويرجع هذا الاختلاف إلى اختلاف مكونات المعدلين، وعلى رأسهما انه قد تم استبعاد الإيرادات الإضافية التي قد حققتها الشركة نتيجة استثماراتها الإضافية في الأوراق المالية وذلك من معدل القوة الإيرادية. ومن ثم زيادة معدل العائد على الاستثمار ترجع إلى إضافة تلك الأرباح، وليس إلى قدرة الشركة على التمويل بتكاليف مخفضة كما ذكرنا.

ولكن يرى البعض أن معدل العائد على الاستثمار بتلك الطريقة لا يعكس مدى اختلاف النظم أو التشريعات الضريبية بين دولة وأخرى، والتي تخرج عن نطاق أو سيطرة إدارة الشركة، وهو ما تعاني منه الفروع المختلفة للشركات متعددة الجنسية، لذا فلا بد من تعديله ليعبر بسط هذا المعدل على صافي الربح قبل الفوائد والضريبة، ذلك لأن الأصول المستثمرة هي التي حققت تلك الأرباح التي منها تم سداد الفوائد والضريبة (Hindy, 1990)، **وإن كنت أرى كمؤلف أن بسط هذا المعدل يجب أن يتضمن صافي الربح قبل الضريبة أي بعد الفوائد ولكن قبل الضريبة، وأن العلة في استبعاد الفوائد هي أنه إذا كانت الأصول المستثمرة هي التي حققت تلك الأرباح التي تم من خلالها سداد الفوائد بالفعل، فإن تلك الفوائد ما هي إلا تكاليف للمصادر التي اختارتها المنشأة بنفسها لتمويل احتياجاتها، ولأن المدير قادراً على المفاضلة والاختيار بين تلك المصادر فيقع عليه بالتبعية تحمل مسئوليتها مادامت لا تخرج عن نطاق سيطرته، لذا فالمعدل الصحيح هو:**

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي الربح قبل الضريبة}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

٣- معدل العائد على المتاجرة بالملكية: Return on Equity Trade

والذي يطلق عليه أحياناً بمعدل العائد المتولد عن استخدام الرفع المالي Financial Leverage ويقصد به فرق العائد أو الربح الذي يحققه الملاك من وراء استثمار أموال الغير بعوائد تفوق تكاليف الحصول عليها، ويتم حسابه على النحو التالي: "قبل خصم الفوائد والضريبة"

$$\text{معدل العائد على المتاجرة بالملكية} = \left(\text{معدل العائد على الاستثمار} - \frac{\text{الفوائد}}{\text{أموال الغير}} \right) \times \frac{\text{أموال الغير}}{\text{حقوق الملكية}}$$

ويقصد بأموال الغير الأموال المقرضة سواء بفوائد كالقروض، أو بدون فوائد كأرصدة المورد، والمخصصات عن أية مستحقات محتملة سواء للضرائب أو للتأمينات، أو للقضايا

المرفوعة ضد الشركة، وغيرها من الأرصدة الدائنة الأخرى، دون مخصص الإهلاك لأنه أموال مملوكة.

ويطلق على الجزء الأخير من الشق الثاني من المعادلة وهو نسبة أموال الغير إلى حقوق الملكية، بمضاعف حقوق الملكية، وما دام هذا المضاعف متعلقاً بالأموال المقترضة من الغير فهو يعد سلاحاً ذو حدين كما سبق وأن ذكرنا. فإذا ما كان الفارق بين معدل العائد على الاستثمار وبين متوسط تكلفة أموال الغير موجباً، فزيادة مضاعف حقوق الملكية تعظم من تلك الزيادة في هذه الحالة، أما إذا ما كان الفارق المقصود سالباً، فزيادة ذلك المضاعف تعظم من قيمة الخسارة، ولعل هذا هو السبب في تسميته بالمضاعف، وهو ما يعني أنه يمكن للشركات التي تتوسع في عمليات الاقتراض وأن تستمر في سياسات التوسع هذه ما دامت قادرة على تحقيق معدلات للعائد تفوق تكاليف القروض التي حصلت عليها، كما يمكنها أن تستمر كذلك في تلك العمليات حتى النقطة التي يتساوى عندها العائد المتوقع مع تكاليف الأموال المقترضة، وهي نقطة التعادل، بشرط أن تعلم أنها قد تدفع ثمناً باهظاً إذا ما فاقت تكاليف التمويل المتوقعة قدرتها على تحقيق العائد المطلوب. وبتطبيق ذلك على البيانات المتاحة سنصل إلى أن معدل العائد على المتاجرة بالملكية سيعادل (9.18%) وذلك على النحو التالي:

$$9.18 \% = \left(\frac{41,200}{32,800} \right) \times \left(\frac{2,000}{21,400 + 19,800} - 12.16 \% \right) =$$

متوسط الصناعة = 5.8 %

ولعل القارئ قد أدرك بنفسه تفسير نتائج المقارنة بين الشركة والصناعة. فحيث أن الفارق بين معدل العائد على الاستثمار وتكاليف الأموال المقترضة بالشركة يعادل 7.31% أو (12.16% - 4.85%)، أي أنه فارقاً موجباً، فإن ارتفاع قيمة مضاعف حقوق الملكية إلى نسبة 125% قد أدت إلى زيادة الفارق إلى 9.18% وهو ما يعد ميزة نسبية قد حققتها الشركة نتيجة التوسع في عملياتها الإقتراضية. أما إذا انخفض معدل العائد على استثمارات الشركة لتصل نسبته إلى 4.85% وهي نفس التكلفة التي تتحملها عند توجهاتها للاقتراض، فعليها أن تعيد التوازن إلى هيكلها المالي، وذلك بتقليل نسب الاقتراض لديها حتى تتعادل عندها قيمة القروض مع قيمة حقوق الملكية، وبدا تتعادل قيمة المضاعف لتصل نسبته إلى

100% أي الواحد الصحيح، فينتهي تأثير المضاعف قبل أن تتحول معدلات العائد على استثمارات الشركة إلى قيم سالبة، وبذلك يزول الأثر السلبي لهيكل الشركة المالي.

٤ - معدل العائد على حقوق الملكية: Return on Equity (ROE)

ويقاس هذا المعدل صافي الربح الذي يمكن أن يحققه كل جنيه مستثمر من جيب الملاك وخدمهم دون المقرضين، ومن ثم فهو يقيس حجم المساهمة أو الأرباح التي تحققها الشركة لملاكها، ويتم حسابه بقسمة صافي الربح بعد الفوائد والضريبة على حقوق الملكية كالتالي:

$$\text{معدل العائد على حق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{حقوق الملكية}} = \frac{4,200}{32,800} = 12.8 \%$$

$$\text{متوسط الصناعة} = 8.8 \%$$

وتشير المقارنة إلى تفوق أداء الشركة على أداء الصناعة، وهو أمر منطقي قد أوضحته من قبل نتائج تحليل نسب الاقتراض، والتي أشارت إلى أن ما يقرب من ثلثي استثمارات الشركة هي أموال مقترضة من غير الملاك، وإلى أن التمويل عن طريق الاقتراض يحقق ميزتين هما: الوفرة الضريبية، وانخفاض تكلفته مقارنة بالمصادر الأخرى، وهو ما ينعكس بالإيجاب على ربحية الشركة إذا ما أحسنت الشركة استخدامه عن طريق تحقيق عائداً يفوق تكلفة التمويل.

ويشير البعض من المفكرين إلى أن معدل العائد على حقوق الملكية هو أكثر المعدلات التي تسعى إلي قياس كفاءة الإدارة شمولاً، ذلك لأنه يعد مقياساً لربحية كل من قرارات التمويل وقرارات الاستثمار، إذ يقيس كل من الربحية المتعلقة بالأصول المستثمرة، وبالهيكال المالي، بل ويحدد مدى مساهمة كل منهم في معدل العائد على حقوق الملكية.

٥ - ربحية السهم الواحد: Earnings per share (EPS)

انتهت قائمة الدخل إلى أن المتبقي لدى الشركة من أرباح بعض تغطية تكاليفها التشغيلية والتمويلية، وبعد سدادها للضرائب المفروضة عليها تعادل مبلغ 4,2 مليون جنيه، وهي قيمة صافي الربح بعد الفوائد والضريبة بقائمة الدخل، ولكن لا يفترض أن تعبر تلك القيمة عن الدخل المتاح لملاك الشركة، فمازالت هناك توزيعات الأسهم الممتازة، والتي لا بد أن تسدد قبل أن يتحول الفائض إلى الملاك. وحيث أن الشركة الحالية لا تعتمد على الأسهم الممتازة في هيكلها المالي، الأمر الذي يعني عدم وجود توزيعات لتلك الأسهم، فسوف يعبر صافي الربح بعد الفوائد والضريبة عن الدخل المتاح للملاك.

ولكن بفرض أن رأس المال المدفوع للشركة، والذي تبلغ قيمته 12,4 مليون جنيه كان في شكل أسهماً عادية تبلغ قيمة كل منها 12,4 جنيه، فإنه يمكن الوصول إلى عدد الأسهم العادية القائمة من خلال المعادلة التالية:

$$\text{عدد الأسهم العادية} = \frac{\text{قيمة الأسهم العادية}}{\text{قيمة السهم الواحد}} = \frac{12,4 \text{ مليون}}{12,4 \text{ جنيه}} = \text{مليون سهم}$$

وحيث يمكن الوصول إلى ربحية السهم العادي الواحد بقسمة الدخل المتاح للملاك على عدد الأسهم العادية القائمة بالشركة، وذلك كما يلي:

$$\text{ربحية السهم الواحد} = \frac{\text{الدخل المتاح للملاك}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \frac{4,2 \text{ مليون}}{\text{مليون سهم}} = 4,2 \text{ جنيه}$$

$$\text{متوسط الصناعة} = 3,2 \text{ جنيه}$$

وبالمقارنة مع متوسط الصناعة يتضح أن أداء الشركة هو الأفضل، ومن ثم فملاك ومستثمري الشركة هم الأفضل حظاً والأسعد حالاً. ففي الوقت الذي حقق فيه مستثمري وملاك الشركات المنافسة ربحية مقدارها 3,2 جنيه لكل سهم لديهم، نجح ملاك الشركة في تحقيق زيادة مقدارها جنياً كاملاً في ربحية كل سهم. ولعل السبب في تلك الزيادة هو الزيادة في حجم الأرباح التي حققتها الشركة مقارنةً بأرباح الصناعة، والتي عبرت عنها نسب الربحية، ذلك لأن ارتفاع أرباح الشركة لابد وأنه ينعكس بالإيجاب على القيمة السوقية لأسهمها العادية بالسوق، وهي كما قلنا ثروة الملاك، وبذلك تكون إدارة الشركة قد نجحت في تحقيق هدفها وهو تعظيم ثروة الملاك.

ولكن هل سيظل إجمالي قيمة الأسهم العادية هذا ثابتاً عند هذا الحد (12,4 مليون جنيه) لتثبت معه قيمة أو سعر السهم العادي الواحد عند 12,4 جنيه، باعتبار أن عدد الأسهم العادية المصدرة سيظل ثابتاً عند مليون سهم؟

يعبر مبلغ الـ 12,4 مليون جنيه عن القيمة السوقية لإجمالي الأسهم العادية للشركة، أي القيمة السوقية لإجمالي ممتلكاتها، ومن ثم لثروة ملاكها في لحظة إعداد القوائم المالية، وما دامت تلك القيمة هي قيمة سوقية، إداً فهي قيمة لحظية تتغير بتغير ظروف السوق وفقاً للعوامل أو المتغيرات المؤثرة فيه كظروف العرض والطلب، بالإضافة إلى مخاطر السوق كمخاطر تغير أسعار الفائدة وما يتبعها من ظروف تضخمية، ومخاطر تغير أسعار الصرف وما إلى غير ذلك. وبالتالي فثبات عدد الأسهم المصدرة عند مليون سهم لا يعني بالضرورة ثبات

قيمة أو سعر السهم الواحد عند 12.4 جنيه، ومن هنا كانت فكرة سوق الأوراق المالية، والذي قد يضيف إلى تلك القيمة أو يسلب منها. فقد يخفق الكثير من المديرين في إدارة شركاتهم وتحول ظروف العرض والطلب بالسوق دون فشلهم، إما حظاً وتوفيقاً، أو تعمداً واستهدافاً، قد ساعدتهم عليه قدراتهم التسويقية لأوراقهم المالية.

خامساً: نسب السوق: Market Ratios

تعتبر مجموعات النسب السابقة عن وجهات نظر أصحاب المصالح المختلف، حول أداء الشركة، إذ تزودهم بأفضل الطرق الشائع استخدام ها لتقييم هذا الأداء. أما نسب السوق تعتبر عن وجهة نظر السوق نفسه أو المتعاملين فيهن وعن تقييمه لأداء الشركة. وسنتناول في هذا الصدد نسبة واحدة هي كالتالي:

١- نسبة سعر السهم إلى ربحيته: Price – Earnings Ratio (P/E)

ويطلق عليها بمضاعف الربحية Earnings Multiplier وهي مقلوب معدل العائد على الاستثمار في الأوراق المالية، ويتم قياسها بقسمة سعر السهم (آخر سعر للإقبال) على ربحيته (المعلنة في آخر أربعة تقارير ربع سنوية). وتشير تلك النسبة إلى مدى تقييم المستثمرين بالسوق لربحية السهم الذي أصدرته الشركة، فهي تقيس قيمة المبلغ الذي يمكن للمستثمر بالسوق أن يدفعه عن رضا في مقابل كل جنيه من الأرباح التي يحققها السهم. ومن ثم فهي تشير إلى كيفية تسعير أو تقييم المستثمرين لأسهم الشركة، فكلما زادت درجة ثقة المستثمرين في أرباح الشركة كلما زاد الدافع لديهم على دفع سعر أعلى في مقابل شرائها واقتناءها.

وللتدليل على ذلك دعنا نتساءل: كم ستدفع من سعر في مقابل كل جنيه من ربح تكسبه في سهم ينتمي إلى شركة مستقرة وأنت آمن مطمئن؟ ستقول لا أعلم! إذاً دعنا نتساءل ثانيةً: كم ستدفع من سعر في مقابل كل جنيه من ربح تكسبه في سهم خطر ينتمي لشركة تزاوّل نشاطاً غير مشروعاً كالاتجار في صناعة المخدرات على سبيل المثال لا الحصر؟ .. ستقول بالطبع لن أدفع شيئاً، فهل يمكن أن أخسر مالي وعنقي!

وحينئذ سيزيد حافز الدفع لديك في سهم الشركة الأولى لأنها آمنة، وسيقل في الأخرى لتخوفك من مخاطرها. ومن ثم فكلما زادت قابلية المستثمر للدفع كلما زادت درجة ثقته في ربحية تلك الشركة، وازدادت بالتبعية قيمتها لديه، والعكس بالطبع صحيح. وباعتبار أن المستثمر بالسوق هو مستثمر عاقل أو رشيد، كاره للمخاطر بطبعه، إذا فسوف يزيد إقباله على أسهم

الشركات التي يثق في ربحيتها فيزيد الطلب عليها فترتفع أسعارها معلنةً عن انخفاض عوائدها، لتعود العلاقة الطردية بين العائد والمخاطر إلى طبيعتها، والعكس كذلك صحيح. وبفرض أن السعر الخاص بالنسبة السابقة هو سعر الإقفال، وأن الربحية أيضاً هي الربحية المعلنة في آخر أربعة تقارير ربع سنوية، حينئذ يمكن قياس هذا المعدل كالتالي:

$$\text{سعر السهم إلى ربحيته} = \frac{\text{سعر السهم}}{\text{ربحية السهم}} = \frac{12.4 \text{ جنيه}}{4.2 \text{ جنيه}} = 2.95 \text{ جنيه}$$

$$\text{متوسط الصناعة} = 1.92 \text{ جنيه}$$

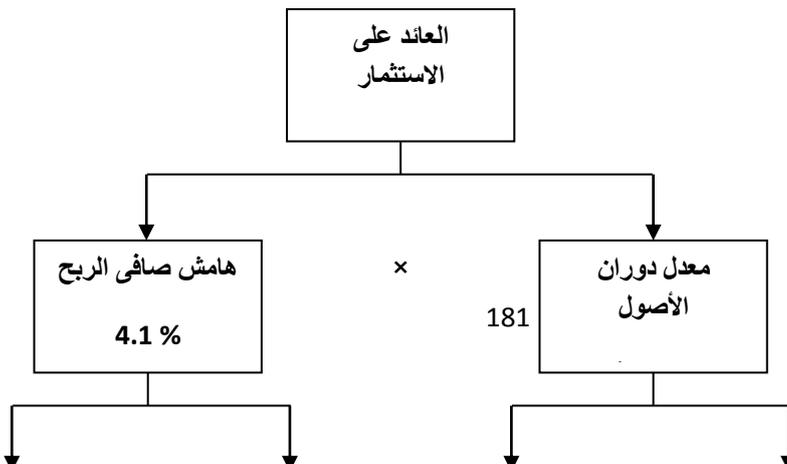
وهو ما يعني أن المستثمر على استعداد لدفع سعر مقداره 2.95 جنيه لكل جنيه واحد يكسبه من الاستثمار في سهم الشركة، مقابل دفع سعر مقداره 1.92 جنيه فقط لكل جنيه واحد يكسبه من الاستثمار في أسهم الشركات المنافسة، وهو ما يعني أيضاً أفضلية الشركة لدى المستثمرين بالسوق.

تحليل دي بونت Du Pont

وقد صممه ونفذه فريق من المحللين بشركة دي بونت الأمريكية، بهدف تحليل العلاقة بين نسب النشاط (متمثلة في معدل دوران الأصول) ونسب الربحية (متمثلة في نسبة هامش صافي الربح) للوصول إلى معدل العائد على الاستثمار، وكأنهم يودون القول بأن معدل العائد على الاستثمار هو النسبة الأكثر شمولاً ومن ثم استخداماً من قبل المستثمرين والمحللين على حد سواء، فهو محصلة كافة ما يحدث في قائمتي المركز المالي والدخل من سياسات وممارسات إدارية، إذ يعكس الشق الأول منه، وهو معدل دوران الأصول مدى كفاءة الشركة في استثمار أصولها، كما يعكس شقه الثاني محصلة تلك الكفاءة وما ترتب عليها من أرباح صافية تعكسها قائمة نتائج الأعمال، وهي قائمة الدخل.

ويوضح الشكل (٤ - ١) التالي كيفية قياس معدل العائد على الاستثمار وفقاً لأسلوب "دي بونت"، وذلك من خلال تطبيقه على بيانات الشركة الحالية:

شكل (٤ - ١) أسلوب دي بونت بالتطبيق على الشركة الحالية



يتضح من تحليل دي بونت أن معدل العائد على الاستثمار (7.5%) هو نفسه معدل العائد على الأصول الذي تم حسابه سابقاً ، حيث يمكن حسابه باستخدام المعادلة الآتية :-
 معدل العائد على الاستثمار = معدل دوران الأصول × حافة أو هامش صافي الربح وذلك كالتالي:

$$\frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{إجمالي الأصول}} = \text{معدل العائد على الاستثمار أو الأصول}$$

وبالضرب في المبيعات بسطاً ومقاماً

$$\frac{\text{المبيعات}}{\text{المبيعات}} \times \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{إجمالي الأصول}} = \text{معدل العائد على الاستثمار أو الأصول}$$

$$\frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{المبيعات}} \times \frac{\text{المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}} = \text{معدل العائد على الاستثمار أو الأصول}$$

$$\text{حافة أو هامش صافي الربح} \times \text{معدل دوران إجمالي الأصول} = \text{معدل العائد على الاستثمار أو الأصول}$$

ورغم أن النتيجة التي يتم التوصل إليها باستخدام تحليل دي بونت هي نفس نتيجة معدل العائد على الأصول إلا أن تحليل دي بونت يتميز عن معدل العائد على الأصول في أنه يحلل النتيجة التي يتم الوصول إليها إلى عناصرها المختلفة ، فالجانب الأيمن من التحليل الخاص بمعدل دوران الأصول يتم تحليله إلى مبيعات وأصول والأصول يتم تقسيمها إلى أصول ثابتة ومتداولة وهذا التقسيم يمكن المديرين من البحث عن الوسائل المختلفة التي تعمل على تخفيض الاستثمار في بعض الأصول مما يؤدي إلى زيادة معدل دوران الأصول ، وعلى الجانب الأيسر يساعد تحليل بنود التكاليف المديرين على البحث عن الوسائل المختلفة لتخفيض هذه البنود ، كما يساعد على البحث عن وسائل لزيادة المبيعات ، ويترتب على ذلك ارتفاع نسبة هامش صافى الربح .