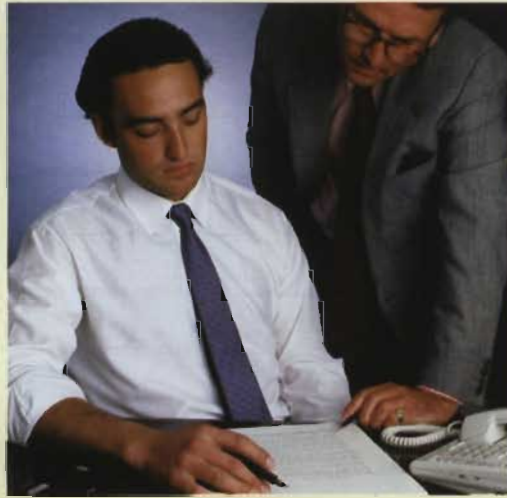


الإدارة المالية والمصرفية : اطار لتحليل القوائم المالية الرفع المالي والعائد على حقوق الملكية - القسم الثاني -	العنوان:
مجلة الدراسات المالية والمصرفية	المصدر:
الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية - مركز البحوث المالية والمصرفية	الناشر:
الأردن. المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية. مركز البحوث المالية والمصرفية(معد)	مؤلف:
مج 8, ع 4	المجلد/العدد:
لا	محكمة:
2000	التاريخ الميلادي:
ديسمبر	الشهر:
34 - 37	الصفحات:
504284	رقم MD:
بحوث ومقالات	نوع المحتوى:
EcoLink	قواعد المعلومات:
القوائم المالية ، حقوق الملكية، الأسواق المالية ، التمويل ، القروض ، الأرباح ، أسعار الفائدة	مواضيع:
<a href="http://search.mandumah.com/Record/504284">http://search.mandumah.com/Record/504284</a>	رابط:

## إطار لتحليل القوائم المالية الرفع المالي والعائد على حقوق الملكية (القسم الثاني)

### Framework for Financial Statement Analysis: Financial Leverage and Return on Equity ( Part two)



انتاجها. وسرعة التغيرات التكنولوجية. وما شابه ذلك.

إن الجدول (١) والجدول (٢) بلخصان قائمة الدخل وقائمة المركز المالي على التوالي لشركة سالتون (Salton, Inc.) للسنوات ١٩٩١-١٩٩٩ ويزودانا بالمعلومات الضرورية لإجراء تحليل الرفع المالي. وسأقسم البحث إلى جزئين: يتناول الجزء الأول تأثير مصروف الفائدة على قائمة الدخل للشركة سالتون؛ بينما يتناول الجزء الثاني بالفحص قائمة المركز المالي لبيّن مقدار التمويل بالدين الذي تستعمله شركة سالتون لكل دولار من حقوق الملكية أو بعبارة أخرى كم تستخدم شركة سالتون من كل دولار حقوق ملكية في شراء الموجودات. وبمزج هذين الجزئين سنتبين ما إذا كان الرفع المالي مفضلاً أم لا.

#### ما هو الرفع المالي (What Is Financial Leverage)؟

يحدث الرفع المالي كلما قامت شركة ما بتمويل نشاطها بديون حاملة للفائدة. إن الهدف من تحليل الرفع المالي لشركة ما هو للتأكد ما إذا كانت الإدارة قادرة على تحقيق أرباح تفوق الأموال المقرضة وكلفة تلك الأموال فإذا كان الأمر كذلك فإن الشركة المعنية تحقق رفعاً مالياً مفضلاً (Favourable) وإلا فإنها تحقق رفعاً مالياً غير مفضل (unfavourable). وإذا لم تكن لدى الشركة أية ديون حاملة للفائدة فإنها لا تتعرض لأية مخاطرة رفع مالي. وفي مثل هذه الحالة فإن المخاطرة الوحيدة التي تواجهها الشركة هي مخاطرة العمل أو مخاطرة التشغيل. ينشأ هذا النوع من المخاطرة من مزيج من التكاليف الثابتة والمتغيرة الخاصة بالشركة. ومن القوة التنافسية لمنتجاتها في السوق. ووفرة العمالة والمواد كمدخلات في

#### المقدمة

في القسم الأول من هذه الدراسة تم تناول العائد على الموجودات من خلال نموذج عام للربحية يتفحص المكونات ذات العلاقة مع العائد على الموجودات (Return on Assets) وكذلك تم ربط معدل العائد على حقوق الملكية بمعدل النمو من خلال تحليل إمكانية وقوع الشركة (Salton) في مصاعب مالية.

سيتم تناول الرفع المالي (Financial leverage) وكيف أنه يزودنا بأساس إما مفضل (favourable) أو غير مفضل (unfavourable) لتحويل العائد على الموجودات (Return on Assets ROA) إلى عائد على حقوق الملكية (Return On Equity ROE). عندما تنتهي من هذه المقالة يجب أن تكون قادراً على استيعاب وفهم كيف أن الرفع المالي يضيف بُعداً جديداً إلى تحليل القوائم المالية أبعد ما يقدمه تحليل قوائم الدخل ذات الحجم العادي وتحليل إدارة الموجودات.

## مضاعف مصروف الفائدة (Interest Expense Multiplier)

إن الهدف من تحليل مصروف الفائدة هو لتحديد كم يتبقى من كل دولار من الإيرادات قبل الفائدة والضرائب (EBIT) يتبقى بعد دفع الفائدة المترتبة على التمويل بالدين. يمكن التعبير عن ذلك بصورة رياضية كالتالي:

الإيرادات قبل الفائدة والضريبة - مصروف الفائدة  
الإيرادات قبل الفائدة والضريبة

أو ١ -  $\frac{\text{مصروف الفائدة}}{\text{الإيرادات قبل الفائدة والضريبة}}$

وهما معادلتان متكافئتان: والجدول رقم (٣) يلخص المعلومات الخاصة بهذا الصدد بشركة سالتون:

### الجدول (٣)

البيان	١٩٩٢	١٩٩٣	١٩٩٤	١٩٩٥	١٩٩٦	١٩٩٧	١٩٩٨	١٩٩٩
١	(١)	(١)	(١)	(١)	(١)	(١)	(١)	(١)
- مصروف الفائدة/الإيرادات التشغيلية	(١,٥٨)	(١,٥٥)	(٥)	(٥)	(٥)	(٥)	(٥)	(٥)
= مضاعف مصروف الفائدة	(١,٥٨)	(١,٥٥)	(١)	(١)	(١)	(١)	(١)	(١)

دعنا نفسّر نتائج ١٩٩٢ و ١٩٩٥. إن الرقم (-١,٥٨) الخاص لعام ١٩٩٢ يعني على أسس نسبية أن شركة سالتون (Salton) حققت خسارة مقدارها دولار واحد من الإيرادات قبل الفائدة والضريبة (EBIT) وخسارة أخرى مقدارها (١,٥٨) دولار كمصروف فوائد. وهكذا بعد تكديدها مصروف الفوائد. فإن إيرادات سالتون قبل الضريبة. مقابل خسارة دولار من الإيرادات قبل الفوائد والضرائب. كانت عبارة عن خسارة مقدارها (١,٥٨) دولار. كيف أعرف أنه كانت هناك خسارة مقدارها دولار قبل الفائدة والضريبة (EBIT)؟ إذا رجعت إلى المقالة السابقة ستري كما في الجدول رقم (٣) أن سالتون حققت (-١,٥٨) عائد على المبيعات سنة ١٩٩٢. بعبارة أخرى. فإن الربح التشغيلي (EBIT) لشركة سالتون كان سالباً. يمكنك التحقق من تكلفة الفائدة وهي (١,٥٨) دولار بقسمة مصروف الفائدة على الربح التشغيلي كما في الجدول (١). أي:

$(\$1,58) = (\$1,349) / (\$1,08)$ . حاول تفسير النتائج في الجدول رقم (٣) بخصوص سنوات أخرى قبل استئناف القراءة.

### الجدول (١)

شركة سالتون المساهمة قائمة الدخل

البيان	١٩٩٢	١٩٩٣	١٩٩٤	١٩٩٥	١٩٩٦	١٩٩٧	١٩٩٨	١٩٩٩
المبيعات	٤٩,١٩٩	٥٠,٦٦١	٤٨,٨٠٧	٧٦,٩٩١	٩٩,٢٠٢	١٨٢,٨٠٦	٣٠٥,٥٩٩	٥٠٦,١١٦
- تكلفة المبيعات	(٣٩,٤٩١)	(٤١,٧٩٤)	(٣٩,١٩٦)	(٥٨,١٣٥)	(٧٠,٥٨٤)	(١٢١,٢٦٣)	(٨٧,٤٠٢)	(٣٠٧,١٤٧)
هامش مجمل الربح	٩,٧٠٨	٨,٨٦٧	٩,٦١١	١٨,٨٥٦	٢٨,٦١٨	٥٦,٥٤٣	١١٨,١٩٧	١٩٨,٩٦٩
مصاريف بيعية وإدارية	(٩,٥٢٤)	(٨,١٥٩)	(٨,٤٧٠)	(١٣,١٤٢)	(٢١,٣٤٣)	(٤٢,٩٤٤)	(٨٤,٢١٦)	(١٢٢,٢٨٧)
استهلاك واطفاء	(١,٥٤٣)	(١,٧٦٦)	(١,٥٥٠)	(١,٩٨٦)	(٢,١٩٦)	(٣,١٣٦)	(٤,٣٠١)	(٧,٣٠١)
مصاريف تشغيلية أخرى	...	...	...	...	...	...	...	...
الدخل التشغيلي	(١,٣٥٩)	(١,٠٥٨)	(٤٠٩)	٣,٧٢٨	٥,٠٧٩	١٠,٤٦٣	٢٩,٦٨٠	٦٩,٣٨١
مصروف الفائدة	(٢,١٤٣)	(١,٦٤٣)	(٢,٠٤٦)	(٣,٠٥٧)	(٣,٩٣٤)	(٤,٠٦٣)	(٥,٣٣٣)	(١٥,٥١٨)
إيراد الفائدة	...	...	...	...	...	...	...	...
مصاريف أخرى غير تشغيلية	(٤,٦٥١)	(٤,٥٠)	(٤,٨٩)	...	...	...	٧,٨٣٩	...
الدخل قبل الضريبة	(٨,١٥٣)	(٣,١٥١)	(٢,٩٤٤)	٦٧١	١,١٤٥	٦,٤٠٠	٣٢,١٨٦	٥٣,٨٦٣
ضريبة الدخل	...	...	...	(٢٠)	٣,٤٥٠	(٢,٠٠١)	(١,٢٠٥)	(١٩,٣٢٠)
صافي الدخل	(٨,١٥٣)	(٣,١٥١)	(٢,٩٤٤)	٦٥١	(٤,٥٩٥)	٤,٣٩٩	١٩,٩٨١	٣٤,٥٤٣

### الجدول (٢)

شركة سالتون المساهمة  
الميزانية العمومية

البيان	١٩٩٢	١٩٩٣	١٩٩٤	١٩٩٥	١٩٩٦	١٩٩٧	١٩٩٨	١٩٩٩
النقدية	٣	٢	٢	٦	٤	٢,١١٣	٦٦١	١,١١٣
الأوراق المالية	...	...	...	...	...	...	...	١٠,١٤٧
الذمم المدينة	١٠,٨٩٠	٩,٢١٤	١١,١٥٢	١٣,٤٧٥	١٥,٨٧١	٢٦,٧٥٢	٤٣,٢٢٥	٩٦,١٧٩
الخزون السلعي	٢٣,٩٧٧	٢١,٤٤٤	٢٠,٠٥٨	١٩,٤٤١	٢٨,٢٨٨	٤١,٩٦٨	٧٦,٥٠٥	١٤٤,١٢٤
موجودات متداولة أخرى	١,١٤٧	١,٢٩٧	١,٦٠٤	١,٠٤٢	٣,٨٨٣	٥,٤٥١	٧,٥٤٦	٩,٤٨٤
مجموع الموجودات المتداولة	٣٦,٠١٧	٣١,٩٥٤	٣٢,٨١٦	٣٣,٩٦٤	٤٨,٠٤٦	٧٦,٧٨٤	١٢٧,٩٣٧	٢١٠,٢٧
إجمالي الأصول الثابتة	٦,١٨٨	٧,٣١١	٨,٠١٢	١٠,٣٤٠	١٤,٦٠٠	١٩,٠٠٠	٢٢,٥٨١	٤٤,٢٢٧
ناقصاً: مجمع الاستهلاك	(٢,٤٩٩)	(٣,٩٧٣)	(٥,٢٧٦)	(٦,٧٨٥)	(٨,٣١٨)	(١٠,٦٨٤)	(١٤,٢٦٦)	(١٩,٥٧٦)
صافي الأصول الثابتة	٣,٦٨٩	٣,٣٣٨	٢,٧٣٦	٣,٥٥٥	٦,٢٨٢	٨,٣١٦	٨,٣١٥	٢٤,٦٥١
أصول ثابتة أخرى	١,٧٨١	١,٥٨٨	١,٢٣٩	٥,٢٨٨	٦,٧٥٧	٢٤,٤٣٣	١١,٧٨٠	٤٢,٦٢٨
مجموع الموجودات	٤١,٤٨٧	٣٦,٨٨٠	٣٩,٧٩١	٤٢,٨٠٧	٦١,٠٣٥	١٠٩,٥٣٣	١٤٨,٠٣٢	٢٢٨,٣١٦
ذمم دائنة ومستحقات	٣,٣٧٨	٤,٤١٨	٥,٤٦٣	٦,٠٣٥	١١,٢٩٠	٢٠,٣١١	٣٢,١٩٤	٦٢,٨١٢
ديون قصيرة الأجل حاملة للفائدة	١٧,٥١١	١٦,٥٦٧	١٨,٠٦٢	١٨,٨٥٧	٢٤,٥١٢	٣٨,٤٧٧	٥٠,٤٧٥	٣٢,٢٢٩
مجموع الديون قصيرة الأجل	٢٠,٨٨٩	٢١,٩٨٥	٢٣,٥٢٥	٢٤,٨٩٢	٣٥,٨٠٢	٥٨,٧٨٨	٨٣,٦٦٩	٩٥,٠٩١
الديون طويلة الأجل	٣,٨٠٩	٢,٠٣٧	٥,٥٣٠	٢,٥٨٦	٥,٣٠٨	١٢,١٢٣	٧,١٥٢	١٨٢,٣٢٩
ضرائب مؤجلة طويلة الأجل	...	...	...	...	...	...	...	١٥٧
التزامات أخرى طويلة الأجل	...	...	...	...	...	...	...	...
مجموع الالتزامات الديون	٢٤,٦٩٨	٢٣,٢٢٢	٢٩,٠٥٥	٣٧,٤٧٨	٤١,١١٠	٧٠,٩١١	٩٠,٣٢١	٢٧٧,٥٧٧
أسهم متازة	...	...	...	...	...	...	...	...
أسهم عادية وفائض رأس المال	٢٥,٣٧٤	٢٥,٣٧٤	٢٥,٣٧٤	٢٥,٣٧٤	٢٥,٣٧٤	٢٥,٣٧٤	٢٥,٣٧٤	٢٥,٣٧٤
أرباح مدوّرة	(٨,٥٨٥)	(١١,٧٣٦)	(١٤,٦٨٠)	(١٤,٠٢٩)	(٩,٤٣٣)	(٣,٢٩٧)	(١٤,٩٤٧)	(٤٩,٤٤٢)
مجموع التمويل	٤١,٤٨٧	٣٦,٨٨٠	٣٩,٧٩١	٤٢,٨٠٧	٦١,٠٣٥	١٠٩,٥٣٣	١٤٨,٠٣٢	٢٢٨,٣١٦

## المجدول (٤)

شركة سالتون، المضاعف المالي التمويلي

البيان	١٩٩٢	١٩٩٣	١٩٩٤	١٩٩٥	١٩٩٦	١٩٩٧	١٩٩٨	١٩٩٩
الدين قصير الأجل/حقوق الملكية العادية	١٠٤	١٠١	١١٨	١٢٣	١٢٣	١٠٠	٨٧	١٤
+ الدين طويل الأجل/حقوق الملكية العادية	٢٢٣	١٠٥	٥٢	١٧	١٧	٣١	١٢	٣٥٩
+ ديون أخرى طويلة الأجل/حقوق الملكية العادية	٠	٠	٠	٠	٠	٠	٠	٠
+ رأس المال الممتاز/حقوق الملكية العادية	٠	٠	٠	٠	٠	٠	٠	٠
= (الديون+رأس المال الممتاز)/حقوق الملكية العادية	٢٢٧	٢٠٦	٢٠٠	٢٤٠	٢٤٠	٣١	١٠٠	٤٢٣
+ ١	٠	٠	٠	٠	٠	٠	٠	٠
= المضاعف المالي التمويلي	٢٢٧	٢٠٦	٢٠٠	٢٤٠	٢٤٠	٣١	١٠٠	٤٢٣

ماذا استنتجت؟ أعتقد جازماً أنّ قصّتك تسير كالتالي: في عام ١٩٩٣ حققت سالتون خسارة من العمليات أيضاً واستمرت في زيادة المشكلة تفاقماً بالاستمرار بالتمويل بالدين الحامل للفائدة. وهكذا فإن خسارة (\$١) (دولار واحد) في (EBIT) تراكمت إلى خسارة قبل الضريبة مقدارها (\$٢٠٥). وازدادت المشكلة سوءاً عام ١٩٩٤ عندما حققت سالتون (\$٥) مصروف فائدة لكل (\$١) من الخسارة في (EBIT). ومع ذلك، في عام ١٩٩٥ انقلب الأداء إلى النقيض تماماً، فقد أصبح الربح التشغيلي موجباً، ومقابل كل (\$١) من (EBIT) بلغ مصروف الفائدة (٨٢) سنتاً تاركاً (١٨) سنتاً من الدخل قبل الضريبة. ومع عام ١٩٩٩، كان ما استبقته شركة سالتون من كل (\$١) (EBIT) هو (٧٨) سنتاً بعد دفع مصروف الفائدة. لقد كان التحول كبيراً. ومع ذلك، إن تحليل هذه الجزئية فقط من الرفع المالي لا يستطيع إفادتنا ما إذا كانت شركة سالتون قد حققت رفعاً مالياً مفضلاً أم لا. ولا نستطيع أن نعرف الإجابة على هذا الأمر إلا بعد تحليل الميزانية العمومية لمعرفة نسبة الدين إلى حقوق الملكية.

### المضاعف التمويلي من الميزانية العمومية (Balance Sheet Financing Multiplier)

إن هذا الجزء من التحليل يتناول كل عنصر من عناصر مديونية شركة سالتون بالمقارنة مع التمويل بحقوق الملكية. تم استثناء حسابات الموردين والمستحقات حيث تم طرحها من الموجودات المتداولة للتوصل إلى صافي هذه الموجودات. المطلوب منك الرجوع إلى المقال السابق لمراجعة هذا الأمر. إن الجدول رقم (٤) يلخص العلاقات الواردة في الميزانية العمومية ما بين الدين وحقوق الملكية إن تفسير كل عنصر من عناصر الدين ينسب إلى (\$١) من التمويل بالملكية. يجب أن تكون قادراً على اشتقاق هذه الأرقام من الجدول رقم (٢).

في عام ١٩٩٢ كان لدى سالتون (\$١٠٤) من الدين الجاري الحامل للفائدة مقابل كل (\$١) من حقوق الملكية. وبالإجمال استخدمت سالتون (١٢٧) من التمويل بالدين مقابل كل دولار واحد من التمويل بحقوق الملكية. وهكذا في المستوى النسبي للدين إلى حقوق الملكية ازداد في السنتين التاليتين قبل أن يتراجع في عام ١٩٩٥. ومن عام ١٩٩٥ إلى عام ١٩٩٨ نجد التمويل بالدين مقابل كل (\$١) من التمويل بالملكية قد تناقص من (٢٠٤) إلى (٢) دولار. وفي عام ١٩٩٩ حققت سالتون تمويلاً بالدين طويل الأجل ذا أهمية كبيرة حيث بلغ (\$٣٥٩) مقابل كل دولار واحد من التمويل بحقوق الملكية وليقل عند مستوى (\$٤٢٣) من التمويل بالدين مقابل كل دولار واحد من حقوق الملكية.

١٩٩٢ كمثال ما يلي: إن كل (\$١) من التمويل بحقوق الملكية يدعم (\$٢٢٧) من الاستثمار في الموجودات. ومع عام ١٩٩٩، نجد أن سالتون لديها دولار من حقوق الملكية يدعم (\$٥٢٥) من الموجودات لماذا هذا الرقم مرتفع لهذا الحد في عام ١٩٩٩؟ إن قراءة البيانات الخاصة بالشركة والواردة في النموذج (١٠-k) يكشف النقاب عن أن سالتون قامت بشراء (\$٩) مليون (تسعة ملايين دولار) من أسهمها وخمّلها لديها كأسهم خزينة (Treasury stock). وهكذا نقص عنصر حقوق الملكية في الميزانية العمومية. ومع ذلك فإن هذه العملية جعل سالتون شركة ذات رفع مالي مرتفع: هل هذا جيد أم سيء؟ توصل إلى بعض النتائج قبل مواصلة قراءتك.

### رفع مالي مفضل أم غير مفضل؟ (Favourable or Unfavorable Financial Leverage?)

للإجابة على السؤال في الفقرة السابقة، عليك ضرب عنصر الرفع المالي المستخرج من قائمة الدخل بعنصر الرفع المالي المستخرج من الميزانية. بعبارة أخرى، اضرب المضاعف بعد مصروف الفائدة (جدول رقم ٣) بمضاعف الرفع المالي (جدول رقم ٤) لتحصل على (مضاعف الرفع المالي والفائدة المشترك) (Joint interest and Financial leverage multiplier) إن الجدول رقم (٥) يضع الأمور سوية بوضوح.

وقبل أن أقوم بتفسير السطر العنون (المضاعف المالي التمويلي) في الجدول رقم (٤) أحتاج إلى تفسير المقصود بـ\$ مقابل الإشارة (+). ولكي أفعل ذلك يتطلب الأمر بعض الخروج عما بين أيدينا. إنك على معرفة بالطبع بالمقصود بنسبة الدين إلى حقوق الملكية ولكن من المحتمل أنك لا تستخدم نسبة الموجودات إلى حقوق الملكية في تحليلاتك. ولكنك من الآن فصاعداً ستستخدم ذلك بأتباعك أسلوب في التحليل. إن العلاقة ما بين نسبة الدين إلى حقوق الملكية والموجودات إلى حقوق الملكية علاقة مباشرة ولنعد إلى معادلة الميزانية وهي الموجودات = الدين + حقوق الملكية. وإنني اعتبر رأس المال الممتاز (الأشهر الممتازة) إحدى صيغ الدين، فإذا قمنا بتقسيم جانبي المعادلة على حقوق الملكية تكون النتيجة:

$$\frac{\text{الموجودات}}{\text{حقوق الملكية}} = \frac{\text{الدين} + \text{حقوق الملكية}}{\text{حقوق الملكية}}$$

$$\text{أو} \quad \frac{\text{الموجودات}}{\text{حقوق الملكية}} = \frac{\text{الدين}}{\text{حقوق الملكية}} + \frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{حقوق الملكية}}$$

وهذه النتيجة هي التي يظهرها الجدول رقم (٤) في هذا الجدول فإن السطر العنون (الدين + رأس المال الممتاز)/حقوق الملكية العادية ليس إلا الدين/حقوق الملكية. ويجب أن يكون كذلك حيث أن: الموجودات = الدين + حقوق الملكية. أما السطر العنون (١٠+k) فيمثل حقوق الملكية/حقوق الملكية، والذي بالطبع يساوي (١). أما السطر التالي (المضاعف المالي التمويلي) فهو الموجودات/حقوق الملكية وهكذا ما هو تفسير السطر للعنون "المضاعف المالي التمويلي"؟ إنها ببساطة تعني وباستخدام أرقام

و(10.6%) عام 1999. وكما سبق وبيّنا فإن نتيجة عام 1999 ساعدت على تحقيقها شراء سالتون تسعة ملايين دولار من أسهمها مما قلل التمويل بالملكية بذلك المقدار.

ومع هذا، انظر إلى الأثر المحتمل لخسارة عميل رئيسي، مثل (Kmart) مثلاً، على العائد على الملكية. فعلى فرض أن خسارة هذا الحساب جعلت العائد على الموجودات لشركة سالتون ينخفض إلى (10%)؛ وافرض أيضاً أن المضاعف بعد مصروف الفائدة أصبح (0.15) وأن مضاعف الرفع المالي بقي (5.23). إن المضاعف المشترك للفائدة والرفع المالي يصبح عندها (0.15 × 5.23) = 0.78، وهو رقم أقل من (1) مما يعني رفع مالي غير مفضل. أمّا العائد على الملكية فيصبح (10%) مفضل.  $(0.78 \times 10) = 7.8\%$  إن أهمية مثل هذا السيناريو هو أن سالتون حقق حالياً عائداً مرتفعاً جداً على الملكية، ولكن إذا ما خسرت حساباً مهماً، يمكن أن يتدهور هذا العائد بشكل كبير إلى ما دون الحدّ المقبول الذي يتطلبه المساهمون. وإذا ما حدث مثل هذا السيناريو فإن أسعار أسهم سالتون في السوق المالي سوف تتراجع.

## ما الذي تعلمته What Have You Learned

كما رأيت في المقالة الأولى، ختاج إلى جزمة المسألة إلى أقسام. ومن أجل أن ندرك أهمية الرفع المالي، أبدأ بتحديد المقدار المتبقي من كل (\$1) (EBIT) بعد طرح مصروف الفائدة. ومن ثم، حدّد مقدار الدولارات من الموجودات المدعومة من كلّ دولار حقوق ملكية. إن الأثر المشترك لهذين المؤثرين يحدد ما إذا كان الرفع المالي مفضلاً أم لا. إن النتيجة الأكبر من (1) تعني نفعاً مالياً مفضلاً، وتلك الأقلّ من (1) رفعاً مالياً غير مفضل، أما (1) بالضبط فتعني رفعاً مالياً محايداً.

إعداد مركز البحوث المالية والمصرفية بترخيص خاص من -

Georg W. Gallinger, "Framework for Financial Statement Analysis Part tow" Business Credit, (March, 2000) pp. 33 - 35.

## الجدول (5)

### مضاعف الفائدة والرفع المالي المشترك

البيان	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
العائد على الموجودات قبل الضريبة	(23,57)	(23,28)	(21,19)	(21,14)	(21,01)	(21,73)	(21,73)	(21,14)
× الرفع المالي	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)
- مصروف الفائدة/الدخل التشغيلي	(3,58)	(3,55)	(3,00)	(3,81)	(3,77)	(3,39)	(3,18)	(3,12)
= المضاعف بعد مصروف الفائدة	(2,58)	(2,55)	(1,00)	(1,18)	(1,23)	(1,11)	(1,82)	(0,78)
الدين قصير الأجل/رأس المال العادي	1,4	1,11	1,18	1,23	1,23	1,00	0,87	0,43
+ الدين طويل الأجل/رأس المال العادي	2,3	1,15	0,52	0,17	0,27	0,31	0,12	3,59
+ لدين الأخرى طويلة الأجل/رأس المال العادي	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ الأسهم الممتازة/رأس المال العادي	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= الدين/رأس المال الممتاز/رأس المال العادي	1,7	1,31	1,70	1,40	1,50	1,31	0,99	4,03
+ 1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= مضاعف الرفع المالي	1,7	1,31	1,70	1,40	1,50	1,31	0,99	4,03
مضاعف الرفع المالي والفائدة المشترك	(5,85)	(1,04)	(19,19)	(4,3)	(5,1)	(4,1)	(1,82)	(1,0)
= العائد على الملكية دون الأثر الضريبي	(21,81)	(19,80)	(21,87)	(24,38)	(25,75)	(21,05)	(24,19)	(21,01)

كل دولار واحد من الإيرادات قبل الفائدة والضريبة (EBIT) لم يبق لسالتون سوى (18) سنتاً بعد دفع مصروف الفائدة. لقد استهلك التمويل بالدين معظم إيرادات سالتون التشغيلية (EBIT). ولم يكن إلاّ عام 1997 عندما أصبح العائد على الملكية متجاوزاً نسبة (10%).

ما المقياس المناسب لمقارنة العائد على الملكية به؟ إنّه الحدّ الأدنى من العائد الذي يقبل به المستثمرون في الأسهم العادية لسالتون. إنّ بحثاً مثل هذا يتخطى حدود هذه المقالة. ومع ذلك، يمكنك كمقياس بسيط تقدير كلفة الدين بالنسبة لسالتون وإضافة (500) نقطة قاعدية لذلك. إن مثل هذه الطريقة واحدة من عدة طرق يستخدمها المستثمرون المصرفيون في وول ستريت (Wall Street). إنها على الأقلّ تعطي تقديرًا مبدئياً يمكنك الحصول على تكلفة الدين من التقرير (10-k) الذي تصدره بورصة نيويورك. فهي تورد أنّ كلفة الدين الذي تم الحصول عليه في ديسمبر (كانون أول) 1998 هو (7,75%)، وهكذا فإنّ كلفة حقوق الملكية هي حوالي (11%). لقد حققت سالتون أرباحاً فاقت (11%) في السنوات الثلاث الأخيرة؛ في الواقع كان العائد (4,2%) عام 1998

إنك تقرر ما إذا كان الرفع المالي مفضلاً أم غير مفضل بمقارنة النتائج الخاصة بالمضاعف المشترك للفائدة والرفع المالي إلى الرقم (1). فالنتيجة (1) تعني أن الرفع المالي محايد (neutral) أي لا مفضل وغير مفضل؛ والنتيجة أكبر من (1) تعني رفعاً مالياً مفضلاً، والأقلّ من (1) رفعاً حالياً غير مفضل. إن الجدول رقم (5) يظهر أن سالتون فشلت في تحقيق رفع مالي مفضل لغاية عام 1997 ومن ثم استمرت في تحقيق رفع مالي مفضل عامي 1998 و1999.

ما هو أثر الرفع المالي على الربحية؟ حسناً، في عام 1992 تسبّب في أن يكون العائد قبل الضريبة على الموجودات (3,57%) كما هو وارد في الجدول رقم (5) إلى أن يصبح (2,08%) عائد على الملكية قبل الضريبة. لقد تم ضرب الخسارة على الموجودات بـ (5,85) مرة (المضاعف المشترك) للتوصل إلى الخسارة على حقوق الملكية. وحتى في عام 1995 عندما كان العائد على الموجودات موجوباً، كان لقاعدة التمويل بالدين أثر غير مفضل على حقوق الملكية. لقد تسبّب التمويل بالدين في جعل (1,01%) عائد على الأصول أن يصبح (2,38%) عائد على الموجودات. إنّ السبب الرئيس كان لأنّ مقابل