المحاضرة الخامسة: الرافعة المالية ومردودها على المؤسسات الاقتصادية.

أهـــــداف المحاضـــــــرة: تهدف هذه المحاضرة إلى تمكين الطلبة من:

- معرفة الرافعة المالية واهميتها للمؤسسات الاقتصادية.
- معرفة اهم مؤشرات الرافعة المالية.
- معرفة اثر الرافعة المالية على مردود المؤسسات الاقتصادية.

تمهيد: تعد مسألة تمويل المؤسسات من أهم المواضيع التي نالت اهتمام الكثير من الباحثين، وذلك بسبب تعدد المصادر التمويلية من ناحية، واختلاف درجة الاعتماد عليها من ناحية أخرى، حيث يمثل الهيكل التمويلي الأمثل مزيجا بين مصادر التمويل المتاحة، وتصنف مصادر التمويل إلى مصدرين أساسيين هما المصادر الداخلية والمصادر الخارجية، والمؤسسات تقوم بالمفاضلة بين مصادر التمويل وذلك باختيار البديل المناسب لتحقيق افضل مردود للمؤسسة مع مراعات اثر الرافعة المالية على مردودية المؤسسة تفاديا للمخاطر.

أولا: مفهوم الرافعة المالية. سنتناول في ما يلي اهم المفاهيم والعناصر المتعلقة بالرافعة المالية.

1.تعريف الرافعة المالية: تعددت التعريفات والمفاهيم حول الرافعة المالية وإن كان مصطلح الرفع المالي من المصطلحات التي ابتدعتها الذهنية المؤسساتية لتغليف الأشياء غير المحببة أو السلبية وإعطائها مظهرا مغايرا، فبدل أن نقول استدانة أو مديونية وهو مصطلح يوحي بالمخاطرة والضعف نقول رافعة مالية وهو مصطلح يوحي بالثقة والقوة، وقبل التطرق الى تعريف الرافعة المالية يجب أن ننوه بأنها أحد مكونات الهيكل التمويلي للمؤسسة.

وتعرف الرافعة المالية بأنها استخدام اموال الغير في تمويل جزء من الاصول بهدف زيادة الارباح وبعبارة اخرى هي نسبة القروض الى مجموع الخصوم أي هي الاستدانة من اجل زيادة القدرة الاستثمارية للمؤسسة ونجدها مرتبطة بهيكل تمويل المؤسسة، فلكلما زاد الاعتماد على المصادر الخارجية للتمويل تزداد درجة الرفع المالي، ويصبح الرفع المالي فعالا اذا استطاعت المؤسسة استثمار الاموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة اموال الاقتراض.

وكذلك يرى علماء الادارة المالية بأن الرافعة المالية يقصد بها استخدام التكاليف الثابتة للتأثير على العائد المتوقع.

كما تعرف بانها استخدام اموال الغير (الاقتراض) بتكاليف ثابتة (فوائد ثابتة) على امل زيادة الارباح كذلك يعبر الرفع المالي عن درجة او نسبة استخدام التمويل بالمديونية لتمويل جزء من الاصول.

ويطلق كذلك مفهوم الرافعة المالية على أي اقتراض أو استخدام لأدوات مالية ينتج عنه تضخيم أثر الأرباح أو الخسائر على المستثمر، وفي الغالب يستخدم لوصف نسب المديونية، فكلما زادت نسب المديونية زاد تأثير الرفع المالي على المردود الاستثماري للمؤسسة بالإيجاب او السلب.

وتعرف كذلك الرافعة المالية بأنها النسبة من مجموع القروض الى مجموع الاصول، ونظرية الرفع المالي هي النظرية التي تتناول موضوع الوصول الى الهيكل المالي النموذجي والذي يقود المؤسسة الى هدفها المنشود وهو تعظيم قيمتها الاستثمارية.

2. أهمية الرفع المالي: تكمن أهمية الرفع المالي من خلال ما يقدمه للمؤسسة من فوائد، وتبرز أهميته من خلال ما يلي.

أ. تعظيم حقوق المساهمين او الشركاء نتيجة الفرق الإيجابي بين قيمة العائد على الاستثمار وتكلفة الاقتراض.

ب. ضمان استمرار سيطرة المساهمين او الشركاء الحاليين على الإدارة.

ت. ضمان عدم مشاركة المساهمين او الشركاء جدد في الأرباح المحققة.

ث. الاستفادة من الوفر الضريبي نتيجة لخصم تكلفة الاقتراض من الدخل الخاضع للضريبة.

ج. إمكانية اقتراض أموال ذات قوة شرائية عالية واعادتها بأموال ذات قوة شرائية متدنية.

ح. قد يؤدي الالتزام في السداد الى تعزيز السمعة الائتمانية وزيادة القدرة على الاقتراض.

خ. يعتبر الرفع المالي سلاح ذو حدين بمعني أنه يمكن أن يؤدي الى تحقيق أفضل النتائج عندما تتصف العمليات التشغيلية والتمويلية بالكفاءة، وعندما تكون الظروف المحيطة بالمؤسسة مناسبة، كما يمكن أن يؤدي استعماله الى نتائج عكسية اذا سارت الأمور على غير ما يرام.

د. تحسين الأداء المالي للمؤسسة، فزيادة نسبة الرفع المالي في ضوء زيادة عائد الأموال المقترضة على تكلفتها حتما سيؤدي الى زيادة الأرباح.

3. علاقة الرافعة المالية بالمخاطرة المالية: أولا يجب ان نعرف المخاطرة المالية حيث يقصد بها احتمال فشل المؤسسة في تحقيق العائد المرجح او المتوقع على الاستثمار، وتعني ايضا مدى تعرض اموال المساهمين أو الشركاء لمخاطر الافلاس او الضياع نتيجة زيادة العبء المالي على المؤسسة، وهي نوعان مخاطرة مالية ناتجة عن استخدام القروض ومخاطرة تشغيلية ناتجة عن الظروف التي تعمل فيها المؤسسة، وتنشأ المخاطر المالية في المؤسسة نتيجة اعتمادها على التمويل بمصادر خارجية ذات تكلفة ثابتة والمتمثلة في القروض والتي تكون تكاليفها الثابتة عبارة عن الفوائد المدفوعة إضافة الى توزيعات الاسهم الممتازة في شركات المساهمة، والتي تعتبر من التكاليف المالية الثابتة وبالتالي فالمؤسسة التي تعتمد في تمويل احتياجاتها على اموالها الخاصة لا تتعرض عادة الى المخاطر المالية، حيث ان سياسة رفع رأس المال لا يمكن للمؤسسة أن تقوم بها دائما، لذا كان لزاما عليها اللجوء إلى الاقتراض الذي يعتبر منشئ الاخطار المالية.

وبالتالي فالمخاطر المالية هي عبارة عن الخطر الاضافي الذي يتحمله الشركاء او حملة الاسهم العادية في شركات المساهمة في ضل اعتماد المؤسسة على القروض الى جانب الاموال الخاصة في تمويل استثماراتها ويتم قياسه بالتغير في الارباح، وان العلاقة بين المخاطر والرافعة المالية علاقة طردية فبزيادة درجة الرافعة تزداد المخاطر لان ذلك يضيف ضغوطا للمؤسسة اذ تلتزم بدفع الفوائد والاقساط في تواريخ محددة بغض النظر عن موقعها النقدي واذا لم تدفعها قد يعلن افلاسها وتصفيتها الامر الذي يؤدي الى خلق اضطرابات مالية لها تكلفة قد تفوق المزايا المحققة من الاقتراض، وعليه فان زيادة الرافعة المالية أي زيادة نسبة القروض في الهيكل المالي تؤدي الى زيادة المخاطر ومن هذه المخاطر ما يلي.

أ. انخفاض العائد على حقوق المساهمين او الشركاء نتيجة كون مردود الاستثمار اقل من تكلفة الاقتراض.

ب. احتمال تدخل الدائنين وسيطرتهم على المؤسسة.

ت.في فترات انخفاض التضخم يتم الوفاء بأموال قدرتها الشرائية افصل من القوة الشرائية للأموال المقترضة.

ث.قد يؤدي التأخر في الوفاء، بإيذاء سمعة المؤسسة الائتمانية والحد من قدرتها على الاقتراض.

4.قياس درجة الرافعة المالية: درجة الرافعة المالية في شركات المساهمة هي النسبة المئوية للتغيير في ربحية السهم مقسومة على النسبة المئوية للتغير في الارباح قبل الفوائد والضرائب، وهي مقياس لحساسية ربح السهم BPA للتغيرات في الأرباح قبل الفوائد والضرائب BAII نتيجة للتغيرات في الديون.

وبناءا على هذا يمكن التعبير عن هذه العلاقة بالصيغة التالية.

$$DLF = \%\ change\ in\ BPA\ /\ \%\ change\ in\ BAII$$ *

كما تحسب أيضا بالصيغة التالية

$$DLF = BAII\ /\ (BAII - I)$$

درجة الرافعة المالية= الأرباح قبل الفوائد والضرائب /(الأرباح قبل الفوائد والضرائب – الفائدة)

حيث أن الفائدة = الأرباح قبل الفوائد والضرائب – الأرباح قبل الضرائب

ترتفع درجة الرافعة المالية كلما زادت التكاليف المالية الثابتة (الفوائد)، مما يعني ان التغير بمعدل معين في صافي ربح العمليات أي الارباح قبل الفوائد والضرائب يترتب عليه تغير بمعدل اكبر في صافي الربح بعد الضريبة أي صافي الربح المتاح للملاك او ما يطلق عليه ربحية السهم، هذا يعني ان درجة الرافعة المالية توضح نسبة التغير في ربحية السهم التي يتوقع ان تحدث من جراء تغير الارباح قبل الفوائد والضرائب، ويساعد مقياس درجة الرافعة المالية في تفسير التغير الذي

* BAII الأرباح قبل الفوائد والضرائب Bénéfice avant impôts et intérêts
BAI الأرباح قبل الضرائب Bénéfice avant impôts
BPA ربحية السهم Bénéfice par action
DLF درجة الرافعة المالية Degré de levier financier
I الفائدة Intérêt

يحدث في معدل العائد على حق الملكية الناجم عن استخدام الديون في الهيكل المالي، فعندما لا تستخدم المؤسسة الديون فإن النسبة أعلاه تكون مساوية الى الواحد الصحيح وينبغي عند استخدامها ان تزيد عن الواحد الصحيح ، وهذه الزيادة تعني ارتفاع في معدل العائد الناجم عن الرافعة المالية وهذه الأخيرة تصبح فعالة اذا استطاعت المؤسسة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة الأموال المقترضة، بينما اذا لم تنجح المؤسسة في ذلك فإنها ستتعرض لمخاطر مالية كبيرة.

5.حالات الرافعة المالية: كما اشرنا في ما سبق بأن الرفع المالي هو الاستعانة بأموال الاخرين أو هو الاقتراض لتمويل عمليات المؤسسة بغية تحقيق عائد جيد وقد يكون هذا العائد اكبر من تكلفة الاقتراض او مساويا لها او اقل منها وهو ما يميز حالات الرافع المالي الاساسية التالية.

أ. **الرافعة المالية الجيدة:** هي الحالة التي يتحقق فيها عائد من أموال الاقتراض اكبر من تكلفة الاقتراض.

ب.الرفع الرافعة المالية المتوسط: هي الحالة التي يتحقق فيها عائد من أموال الاقتراض مساويا لتكلفة الاقتراض.

ت.الرافعة المالية السالبة: وذلك عندما تكون المردودية الاقتصادية اقل من تكلفة الاستدانة وفي هذه الحالة يكون اللجوء الى الاستدانة ذو تأثير سلبي على المردودية المالية أي كلما زاد حجم الديون كلما تناقصة المردودية.

ثانيا: مؤشرات الرافعة المالية: تعتبر مؤشرات الرافعة المالية أو ما يعرف بنسب الرافعة المالية من أكثر أدوات تقييم الأداء المالي أهمية، حيث تساعد في تقييم الهيكل المالي للمؤسسة في تاريخ معين، من حيث درجة اعتمادها على مصادر التمويل داخلية او خارجية فانه كلما قل اعتماد المؤسسة على القروض لتمويل أصولها كانت المؤسسة اقل تعرضا للمخاطر المالية، لان تسديد قيمة القروض والفوائد يؤدي الى استنزاف موارد المؤسسة من السيولة اللازمة ومن بين مؤشرات الرافعة المالية نجد.

1.نسبة اجمالي الديون الى الموجودات: تقيس هذه النسبة المدى الذي ذهبت اليه المؤسسة في تمويل أصولها من أموال الغير، كما تقدم معلومات عن قدرة المؤسسة لاستعاب تراجع الأصول الناتجة عن الخسارة دون تعريض حقوق الدائنين للخطر وتحسب بالصيغة التالية.

نسبة اجمالي الديون الى الموجودات = إجمالي الديون/ الموجودات

ويترتب على انخفاض هذه النسبة انخفاض المخاطر التي يتعرض لها المالكون والدائنون لان انخفاض النسبة يعني انخفاض عبء الدين، ويفضل الدائنون انخفاض هذه النسبة، لأنها كلما انخفضت اتاحة هامش امان افضل لهم في حين

يفضل المالكون زيادة هذه النسبة لان زيادتها قد تؤدي الى تعظيم العائد لهم، كما تؤدي الى استمرار سيطرتهم لاستغنائهم عن راس المال بإدخال شركاء جدد.

2.نسبة المديونية الى حقوق المساهمين: وتحسب بالصيغة التالية.

نسبة المديونية الى حقوق المساهمين= إجمالي الديون /صافي حقوق المساهمين

ويقصد بإجمالي الديون كافة الأموال التي حصلت عليها المؤسسة من الغير، وتتمثل في القروض قصيرة الاجل والطويلة الاجل أما حقوق الملكية فيقصد بها راس المال والاحتياطات والارباح المحتجزة وتوازن هذه النسبة تعني ان التمويل المقدم من الدائنين لعمليات المؤسسة مع التمويل المقدم لنفس الغاية من قبل أصحابها ، كما تعبر عن مدى المخاطرة المالية لكل الطرفين اذ كلما ارتفعت هذه النسبة زادت احتمالات عدم قدرة المؤسسة على خدمة دينها وزادت مخاطر المقرضين ويعتبر انخفاض هذه النسبة بشكل عام عن حماية افضل للدائنين، ويعبر أيضا عن وجود قدرة كاملة على الاقتراض لدى المؤسسة.

3.نسبة هيكل راس المال: تبين هذه النسبة أهمية الديون طويلة الاجل التي تم الحصول عليها من الغير وتعتبر هذه النسبة مؤشرا للحكم على المخاطرة المالية، وتحسب هذه النسبة وفق الصيغة التالية.

نسبة هيكلة راس المال= الديون طويلة الاجل / مصادر التمويل الطويلة الاجل

كما تحسب بقسمة الديون الطويلة الاجل على راس المال المتوفر وذلك حسب الصيغة التالية.

نسبة هيكلة راس المال= الديون طويلة الاجل /(الديون طويلة الاجل + مجموع حقوق المساهمين)

وتبين هذه النسبة حجم الديون المستغلة من راس المال المتوفر، ومقارنتها مع المؤسسات الأخرى لتحديد حجم المخاطر المالية، وتعتبر المؤسسة التي تمول الجزء الأكبر من رأسمالها عن طريق الديون اكثر خطورة من تلك التي فيها نسبة مديونية منخفضة.

4.نسبة المالكين الى الأصول الثابتة: تحسب هذه النسبة وفق الصيغة التالية:

نسبة حقوق المالكين الى صافي الموجودات =حقوق المالكين / صافي الموجودات الثابتة

وتبين هذه النسبة مدى كفاية حقوق المالكين لمواجهة الاستثمار في الموجودات الثابتة، هذا وتعتبر هذه النسبة مؤشرا على نوع التمويل الذي ستحتاجه المؤسسة مستقبلا فاذا كانت هذه النسبة اقل من 100 % فان هذا يعني حاجة المؤسسة لنوعين من الأموال الأولى منها أموال طويلة الاجل لاستثمارها في الموجودات الثابتة والثانية قصيرة الاجل لاستثمارها في الموجودات المتداولة ، اما اذا كانت النسبة أكبر من 100 % فهدا يعني ان مصدرا طويل الاجل قد أتيح لمواجهة جميع الاستثمارات في الموجودات الثابتة مع بقاء فائض منه يستثمر في الموجودات المتداولة.

5.نسبة تغطية الفوائد: تقيس هذه النسبة عدد المرات التي يمكن بها تغطية الفوائد المستحقة على القروض من الإيرادات المستحقة قبل الفوائد والضرائب، وتحسب هذه النسبة وفق الصيغة التالية.

نسبة تغطية الفائدة= الربح قبل الفوائد والضرائب / الفوائد

تقيس هذه النسبة مدى توافر نقدية كافية لدفع الفوائد، حيث ان الفائدة تمثل أعباء ثابتة تلتزم المؤسسة بدفعها بصرف النظر عن الإيرادات التي تستطيع ان تحققها، لذلك تعتبر من المؤشرات الهامة سوآءا للمقرضين او الملاك او لإدارة المؤسسة، لأنها تحدد المدى الذي يمكن ان ينخفض اليه الدخل المتاح لسداد الفوائد قبل ان تواجه مخاطر التوقف عن سدادها، فالمؤسسة التي لديها القدرة على تغطية تكلفة التمويل تتمتع بمركز مالي قادر على مواجهة المخاطر المالية المحتملة وعلى العكس فان المؤسسة التي لا تستطيع تغطية تكاليف التمويل ربما من السهل وقوعها في الإفلاس.

ثالثا: اثر الرافعة المالية على مردودية المؤسسة الاقتصادية. يعتبر اثر الرافعة المالية احدى وسائل التحليل المالي والتسيير المالي الأكثر تداولا لدى مسؤولي المؤسسات ويشكل مفهوم أحد الاهتمامات الأساسية للمسيرين والمساهمين وخاصة في ما يتعلق بمردودية الأموال الخاصة للمؤسسات مقارنة بالمردودية الاقتصادية.

1.تعريف اثر الرافعة المالية:

حيث يعرف أثر الرافعة المالية على أنه زيادة المردودية المالية للمساهمين والتي تنتج من الزيادة في استعمال الديون في الهيكل المالي للمؤسسة وذلك بمعدل اكبر من معدل المردودية الاقتصادية.

وتعرف كذلك بانها التأثير الملموس من المديونية على المردودية المالية للأموال الخاصة للمؤسسة الاقتصادية، بمعني تقيس مدى تأثير لجوء المؤسسة للاستدانة على المردودية المالية للأموال الخاصة، وذلك من خلال بيان التأثير الإيجابي او السلبي للاستدانة.

وتعرف كذلك بأنها رافعة المديونية وهي الفرق بين مردودية الأموال الخاصة والمردودية الاقتصادية.

2.حالات اثر الرافعة المالية: يمكن تقسيم حالات الرافعة المالية الى حالتين.

أ. حالة المؤسسة عديمة الاستدانة: هي حالة نادرة الحدوث على الواقع وعندها تمول الاحتياجات المالية حصرا بواسطة التمويل الذاتي والرفع في راس المال، في هذه الحالة لا يوجد اثر للرافعة المالية، وبالتالي تتساوي مردودية الأموال الخاصة مع المردودية الاقتصادية بعد اقتطاع الضريبة على الأرباح.

ب.حالة المؤسسة المستدينة: تعد الاستدانة من أهم مصادر التمويل، كما انها تساهم في تحسين مستويات المردودية المالية الامر الذي يؤدي الى تحقيق نمو للقدرة على التمويل الذاتي والتي تعتبر أهم وسائل التمويل، لكن من الضروري مراقبة مستويات الاستدانة ويمكن تلخيص ثلاث حالات في مستويات الاستدانة.

- **رافعة مالية سالبة:** وذلك عندما تكون المردودية الاقتصادية اقل من تكلفة الاستدانة، وفي هذه الحالة يكون اللجوء الى الاستدانة ذو تأثير سلبي على المردودية المالية، أي انه كلما زاد حجم الديون كلما تناقصه المردودية.
- **رافعة مالية معدومة:** وذلك عندما تكون المردودية الاقتصادية معادلة لتكلفة الاستدانة او في حالة انعدام الديون، وفي هذه الحالة يكون اثر الاستدانة معدوم أي لا يوجد فرق بين المردودية الاقتصادية والمردودية المالية فهما متساويان.
- **رافعة مالية موجبة:** عندما تكون المردودية الاقتصادية اكبر من تكلفة الاستدانة، أي ان اللجوء الى الاستدانة مرغوب فيه بسبب ارتفاع مردودية المؤسسة حيث كلما زادت الديون كلما أدى ذلك الى ارتفاع المردودية المالية.

3. الصيغة الرياضية لأثر الرافعة المالية. تتعدد استخدامات المردودية من كونها أداة لقياس الفعالية في الأداء المالي الى كونها معيارا لاتخاذ بعض القرارات المالية الهامة، وعليه يمكن اعتبارها وسيلة في يد متخذي القرار المالي تستخدم في قياس اثر الاستدانة والاقتراض على مردودية المؤسسة، حيث نجد ان من اهم مؤشرات اثر الرافعة المالية المردودية الاقتصادية والمردودية المالية وعليه يمكننا صياغة العلاقة الرياضية لأثر الرافعة المالية بناءا على المردودية الاقتصادية والمالية بالعلاقة التالية.

اثر الرافعة المالية= المردودية المالية – المردودية الاقتصادية