

الفصل الرابع

تحليل  
النسب  
التمويلية

**FINANCIAL  
RATIO  
ANALYSIS**

4



### تحليل النسب التمويلية

## FINANCIAL RATIO ANALYSIS

### مقدمة

تقوم الإدارة باتخاذ القرارات بشكل مستمر لتسيير أعمال الشركة . وتنقسم القرارات إلى قرارات تشغيلية Operational Decisions وقرارات تتعلق برسم السياسات Policy Decisions لتنفيذ المخطط الموضوعة . إن التتبع المستمر لتنفيذ القرارات، قياس النتائج، مقارنة النتائج المحققة بالنتائج المخططة (أي المرغوب بالتوصل إليها)، اتخاذ القرارات التصحيحية المناسبة لجعل الأداء الفعلي يتطابق مع الأداء المخطط، الإشراف على تنفيذ هذه القرارات، وإعادة النظر في المخطط المستقبلية على ضوء التطورات الفعلية هي المحك لمقدرة الإدارة على تحقيق الأهداف المرجوة للشركة . وتدعى مجموعة هذه المهام بعملية المراقبة وهي إحدى الوظائف الرئيسية للإدارة . وتحتاج عملية المراقبة إلى أنظمة معلومات، وتقارير دورية، وأدوات لقياس الأداء، ومعايير لمقارنة الأداء بها . ولعل أهم أنظمة المراقبة في الشركة هي نظام المراقبة المالي (أي المحاسبي - التمويلي) وذلك لتكامل هذا النظام حسب مكوناته المذكورة أعلاه . فنظام المحاسبة المالية والتكاليف يوفر المصدر الرئيسي للمعلومات عن أداء الشركة ويلخص نتائج الأداء في التقارير المالية الدورية، أي الميزانية وحساب الأرباح والخسائر . وتقدم الإدارة التمويلية أهم أدوات قياس الأداء والمعايير للمقارنة، ألا وهي النسب التمويلية موضوع بحث هذا الفصل .

## تحليل النسب التمويلية كأداة للمراقبة المالية

يعتبر تحليل النسب التمويلية Financial Ratio Analysis من أكثر أدوات المراقبة التمويلية إفادة، حيث يقدم للمحلل أدوات لقياس جوانب أداء الشركة كافة. فبتقييم النتائج يستطيع المحلل أن يستخلص معلومات قيمة عن فعالية سياسات الشركة التشغيلية والتمويلية، وعن المركز التمويلي للشركة. وتبين النسب نقاط القوة ونقاط الضعف في الشركة، مما يسترعي اهتمام الإدارة لمعالجة مواضع المشاكل التي تظهر في التقييم. يستفيد من تحليل النسب التمويلية عدد من الجهات المرتبطة بالشركة كالدائنين، والمساهمين، وإداريي الشركة. ويقوم كل من هذه الجهات بإجراء نوع التحليلات الذي يتناسب والأهداف المرغوب في تحقيقها من علاقتها بالشركة. فالبنوك التجارية (الدائنون على المدى القصير) تهتم بصورة رئيسية بسيولة الشركة. لذلك فهي تستخدم النسب التي تقيس السيولة ضمن تحليلات أخرى لتحديد مركز السيولة والملاءة المالية للشركة، وبالتالي تقرير حجم وتكلفة وشروط الإقراض. أما البنوك التي تقدم التمويل المتوسط والطويل الأجل والمستثمرون في سندات الدين، فيهتمون بالكفاءة التشغيلية والقوة الإيرادية Earning Power للشركة كما يهتمون بدرجة اعتماد الشركة على الديون في تمويل استثماراتها. فالقروض والفوائد المترتبة على الشركة يتم تسديدها من الأرباح، التي تعتمد على الكفاءة التشغيلية للشركة Operating Efficiency ومقدرتها على توليد الأرباح. ويهتم المساهمون بكفاءة الشركة وربحيتها ونسب مديونيتها لما لذلك من أهمية في تحديد العائد على الاستثمار في أسهم الشركة. فكلما ازدادت كفاءة الشركة الانتاجية وازدادت ربحيتها لمستوى تمويل معقول بالديون، زادت إدارة الشركة من الأرباح الموزعة على المساهمين وتحسن سعر السهم في السوق، وأصبح العائد على الاستثمار في أسهم الشركة أعلى. لذلك فإن المساهمين وأصحاب الديون الطويلة الأجل يهتمون بكفاءة التشغيل والمديونية والربحية لتحليل المركز التمويلي للشركة وتقرير مدى جاذبية الاستثمار في أسهم الشركة وسنداتها. أما إدارة الشركة فإنها تهتم بالنسب التمويلية كافة حيث تستخدمها لقياس وتقييم جوانب الأداء المختلفة للشركة، واتخاذ القرارات المناسبة لتصحيح الأداء.

## طبيعة النسب التمويلية

وقد يطرح السؤال هنا عن طبيعة النسب التمويلية. والإجابة هي أن هذه النسب عبارة عن علاقات ما بين عنصرين أو أكثر من عناصر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر، تمكن حين قياسها ومقارنتها بالمعايير Norms من تقييم جوانب الأداء المتعددة في الشركة. هذا يعني أنه من الضرورة بمكان وجود معايير للمقارنة، وإلا فإن نتائج قياس النسب لوحدها لا تمكن المحلل في معظم الحالات من أن يحكم من خلالها على أداء الشركة. أما هذه المعايير فيمكن أن تكون وسطيات للصناعة Industry Averages، أو قيماً للنسب لشركة مثالية يرغب بالمقارنة بها، أو قيماً للنسب محددة من قبل إدارة الشركة ذاتها في عملية التخطيط تسعى الشركة للوصول إليها. ومن الضروري عند تطبيق النسب التمويلية على التقارير المالية لأكثر من شركة بقصد تحليل أدائها التأكد من عدم وجود اختلافات في السياسات المحاسبية ما بين هذه الشركات. ويقصد بالسياسات المحاسبية هنا سياسة اهتلاك الموجودات الثابتة، سياسة تقييم المخزون، سياسة إعادة تقييم الموجودات الثابتة، سياسة تقييم وتحويل القطع الأجنبي، وكيفية معالجة بعض المصروفات كالبحث والتطوير Research and Development من حيث اعتبارها كنفقات جارية أو رأسمالية، . . . الخ. إن وجود مثل هذه الاختلافات في التقارير المالية لشركتين يجعل من الصعب إجراء مقارنة فيما بينهما قبل عمل التعديلات المناسبة. كما يجب الانتباه إلى وجود أخطاء في تصنيف وتقديم عناصر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر، وهي كثيرة في التقارير المالية للشركات العربية مما قد يتطلب إعادة تصنيف التقارير المالية قبل حساب النسب، وإلا فإن القيم المحسوبة للنسب تكون مضللة. وأخيراً تجدر الإشارة إلى أن القيمة الناتجة لنسبة ما تتأثر بقيم الصورة والمخرج في النسبة، وهذا شيء بديهي. فإذا كانت القيمة الناتجة عن قياس النسبة تدل على أداء سيء، فالسبب في ذلك قد يعود إلى قيمة الصورة، أو قيمة المخرج، أو كليهما معاً. لذلك يجب على المحلل التمويلي تحري أسباب الأداء السيء في تحليل قيم الصورة والمخرج للنسبة.

## أنواع النسب

هناك عدد كبير من النسب التي تستعمل في تشخيص مشاكل الشركة وقياس جوانب

الأداء فيها . وسيتم التركيز هنا على النسب الأكثر شيوعاً في الاستعمال لأغراض تحليل المركز التمويلي للشركة . ومن الممكن تصنيف هذه النسب إلى ست مجموعات تقيس كل منها أحد جوانب أداء الشركة . هذه المجموعات هي :

**LIQUIDITY RATIOS** أ - نسب السيولة :

- Current Ratio ١ - النسبة الجارية  
Quick (Acid -Test) Ratio ٢ - النسبة السريعة

**ACTIVITY RATIOS** ب - نسب التشغيل (الحركة)

- Inventory Turnover ١ - معدل دوران المخزون  
Receivables Turnover ٢ - معدل دوران الحسابات المدينة  
Fixed Assets Turnover ٣ - معدل دوران الموجودات الثابتة  
Total Assets Turnover ٤ - معدل دوران إجمالي الموجودات

**DEBT (FINANCIAL LEVERAGE) RATOIS** ج - نسب المديونية (أو رافعة التمويل)

- Debt to Total Assets ١ - نسبة الديون إلى إجمالي الموجودات  
Times Interest Earned ٢ - عدد مرات تغطية الأرباح للفائدة على الديون  
Fixed Charge Coverage ٣ - عدد مرات تغطية الالتزامات المالية الثابتة  
Cash Flow Coverage ٤ - عدد مرات تغطية التدفقات النقدية

**PROFITABILITY RATIOS** د - نسب الربحية

- Profit Margin ١ - هامش الربح  
Return on Assets ٢ - العائد على الموجودات (الاستثمار)  
Return on Net Worth ٣ - العائد على حقوق المساهمين

**STOCK RATIOS** نسب الأسهم

- Dividends Per Share (DPS) ١ - الأرباح الموزعة بالسهم  
Earnings Per Share(EPS) ٢ - الأرباح بالسهم  
Price Earnings Ratio (PE) ٣ - نسبة سعر السهم إلى الأرباح بالسهم

|   |   |
|---|---|
| Earnings Price Ratio (EP)               | ٤ - نسبة الأرباح بالسهم إلى سعر السهم             |
| Book Value Per Share                    | ٥ - القيمة الدفترية للسهم                         |
| Market to Book Value Per Share          | ٦ - نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم |
| Rate of Return on Investment in a Stock | ٧ - العائد على الاستثمار في السهم                 |

### Growth Ratios

### و - نسب النمو

|  |                                 |
|--|---------------------------------|
| Rate of Growth of Sales                    | ١ - معدل نمو المبيعات           |
| Rate of Growth of Expenses                 | ٢ - معدل نمو التكاليف           |
| Rate of Growth of Earnings                 | ٣ - معدل نمو الأرباح            |
| Rate of Growth of Dividends                | ٤ - معدل نمو الأرباح الموزعة    |
| Rate of Growth of Market Price<br>of Stock | ٥ - معدل نمو سعر السهم في السوق |

لعل أحسن طريقة لشرح النسب التمويلية المبينة أعلاه هو تعريف كل منها، تحليل مدلولاتها، ثم تطبيقها فوراً باستعمال مثال رقمي. إن هذا يتطلب وجود تقارير مالية لاستعمال أرقامها في حساب النسب. يقدم الجدولان (٤ - ١) و (٤ - ٢) الميزانية وحساب الأرباح والخسائر لشركة منتجات الأدوية الصناعية العربية، حيث سيجري تحليل وضع الشركة وتشخيص المشاكل التمويلية والتشغيلية باستخدام تحليل النسب التمويلية.

## جدول رقم (٤ - ١)

شركة منتجات الأدوية الصناعية العربية  
الميزانية العمومية في ٣١ كانون أول ١٩٩٤  
(القيمة ألف دينار عربي)

| المطلوبات |  | الموجودات |                            |
|-----------|--|-----------|----------------------------|
| ١٢٠       | حسابات دائنة                           | ١٠٠       | نقد                        |
| ٢٠٠       | أوراق دفع (ب ١٠ بالمئة)                | ٤٠٠       | حسابات مدينة               |
| ٢٠        | متأخرات                                | ٦٠٠       | مخزون                      |
| ٢٦٠       | مخصصات لضريبة الدخل                    | ٣٠٠       | أوراق مالية                |
| ٦٠٠       | إجمالي المطلوبات المتداولة             | ١,٤٠٠     | اجمالي الموجودات المتداولة |
| ١,٠٠٠     | سندات دين (ب ١٣ بالمئة) <sup>(١)</sup> | ٣,٦٠٠     | اجمالي الموجودات الثابتة   |
| ٤٠٠       | قروض طويلة الأجل (ب ١٥ بالمئة)         | ١,٠٠٠     | ناقص: الاهتلاك المتراكم    |
| ١,٤٠٠     | إجمالي الديون طويلة الأجل              | ٢,٦٠٠     | صافي الموجودات الثابتة     |
| ١,٢٠٠     | أسهم عادية (٢٠٠ ألف سهم)               |           |                            |
| ٨٠٠       | أرباح محتجزة                           |           |                            |
| ٢,٠٠٠     | إجمالي حقوق المساهمين                  |           |                            |
| ٤,٠٠٠     | إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين       | ٤,٠٠٠     | اجمالي الموجودات           |

(١) يتوجب دفع ٤٠,٠٠٠ دينار سنوياً إلى الاحتياطي لتسديد سندات الدين.

جدول رقم (٤ - ٢)

شركة منتجات الأدوية الصناعية العربية  
حساب الأرباح والخسائر للسنة المنتهية  
في ٣١ كانون أول ١٩٩٤  
(القيمة ألف دينار عربي)

|       |       |                                |
|-------|-------|--------------------------------|
| ٦,٠٠٠ |       | صافي المبيعات                  |
|       |       | تكلفة البضاعة المباعة          |
|       | ٢,٥٠٠ | مواد أولية                     |
|       | ١,٠٠٠ | أجور عمال                      |
|       | ٥٠٠   | كهرباء وتليفون وماء            |
|       | ٨٠٠   | أجور عمال إدارة وخدمات         |
| ٥,٠٠٠ | ٢٠٠   | اهتلاك موجودات ثابتة           |
| ١,٠٠٠ |       | الربح الاجمالي                 |
|       |       | ناقص: نفقات التشغيل            |
|       | ٤٤    | نفقات البيع                    |
|       | ٨٠    | نفقات إدارية وعامة             |
| ١٨٠   | ٥٦    | إيجار مبنى الإدارة             |
| ٨٢٠   |       | ربح التشغيل                    |
| ٣٠    |       | إيرادات أخرى                   |
| ٨٥٠   |       | الأرباح قبل الفائدة والضريبة   |
|       |       | ناقص: نفقات الفائدة            |
|       | ٢٠    | فائدة على أوراق الدفع          |
|       | ١٣٠   | فائدة على سندات الدين          |
| ٢١٠   | ٦٠    | فائدة على القروض الطويلة الأجل |
| ٦٤٠   |       | الأرباح قبل الضريبة            |
| ٢٥٦   |       | ضريبة الدخل (٤٠ بالمئة)        |
| ٣٨٤   |       | الأرباح بعد الضريبة (الصافية)  |

## نسب السيولة Liquidity Ratios

تقيس نسب السيولة الملاءة المالية للشركة في المدى القصير Short-term Financial Solvency، أي مقدرة الشركة على تسديد الالتزامات المالية الثابتة، وبالتالي تظهر إلى أي مدى تكون المطلوبات المتداولة مغطاة بموجودات يمكن تحويلها إلى نقد في فترة زمنية تعادل تقريباً فترة استحقاق المطلوبات المتداولة. إن عدم وجود سيولة كافية لدى الشركة يؤدي إلى زيادة الخطر التمويلي Financial Risk، أي زيادة احتمال تخلف الشركة عن تسديد التزاماتها المالية الثابتة مما قد يجرها إلى الإفلاس. وهذا بدوره يؤدي إلى تدهور الترتيب الائتماني Credit Rating للشركة، وبالتالي عدم التمكن من الحصول على التمويل إلا بشروط قاسية. لذلك فإن البنوك التجارية ومؤسسات التمويل القصير الأجل تعول كثيراً على نسب السيولة. أما إذا كان عند الشركة سيولة كبيرة، فإن هذا غير مرغوب به أيضاً لأنه يفوت على الشركة العائد المحتمل من توظيف السيولة الفائضة في استثمارات ذات دخل مرتفع. إذن يمكن القول إن قيمة نسب السيولة يجب أن تكون في حدود وسطي الصناعة، أي لا أكبر ولا أصغر من هذا المعيار، حتى تعكس أداءً جيداً. وهذا ينطبق على معظم النسب التمويلية.

## النسبة الجارية Current Ratio

تحسب النسبة الجارية بتقسيم الموجودات المتداولة على المطلوبات المتداولة. وتقيس هذه النسبة عدد مرات تغطية الموجودات المتداولة للمطلوبات المتداولة. أو بكلام آخر تقيس النسبة الجارية إلى أي مدى يمكن أن تتدنى القيمة الدفترية للموجودات المتداولة ولا يزال في استطاعة الشركة أن تسدد مطلوباتها المتداولة. بصورة عامة، إن القيمة المقبولة لهذه النسبة هي أن تغطي الموجودات المتداولة المطلوبات المتداولة بمرتين.

إن النسبة الجارية لشركة منتجات الأدوية الصناعية العربية تساوي إلى ٣٣، ٢ مرة، محسوبة كما يلي:

$$\text{النسبة الجارية} = \frac{\text{الموجودات المتداولة}}{\text{المطلوبات المتداولة}} = \frac{١,٤٠٠ \text{ د.ع}}{٦٠٠ \text{ د.ع}} = ٢,٣٣ \text{ مرة}$$

بافتراض أن وسطي الصناعة = ٢,٥ مرة

يتبين أن النسبة الجارية للشركة أدنى بقليل من الـ ٢,٥ مرة المعيار (أو الوسطي) لهذه الصناعة. ولكن الفرق بسيط جداً وليس هناك ما يدل على وجود مشكلة سيولة. إذ أن الشركة تستطيع أن تخسر ٥٧ بالمئة من القيمة الدفترية للموجودات المتداولة وما زال باستطاعتها تسديد كامل المطلوبات المتداولة، وذلك حسب ما يلي:

$$\frac{\text{الموجودات المتداولة} - \text{المطلوبات المتداولة}}{\text{المطلوبات المتداولة}} = \frac{\text{دع } ١,٤٠٠ - ٦٠٠}{\text{دع } ١,٤٠٠} = \frac{\text{دع } ٨٠٠}{\text{دع } ١,٤٠٠} = ٥٧ \text{ بالمئة}$$

أي أن الشركة تستطيع تسديد كامل مطلوباتها المتداولة إذا اضطرت إلى ذلك بتسييل ٤٣ بالمئة فقط (١ - ٥٧,٠) من موجوداتها المتداولة. وهذا يعكس وضع سيولة جيد للشركة.

#### النسبة السريعة Quick or Acid-Test Ratio

تحسب النسبة السريعة بتقسيم الموجودات المتداولة ناقصاً منها المخزون على المطلوبات المتداولة. وتقيس هذه النسبة مقدرة الشركة على تسديد مطلوباتها المتداولة دون أن تلجأ إلى تصفية المخزون، وبالتالي فهي مقياس أكثر شدة للسيولة. فالمخزون، وبالأخص مخزون المواد الأولية والبضاعة النصف مصنعة وقطع التبديل، يعتبر أقل الموجودات المتداولة سيولة. والسبب في ذلك هو الخسارة المحتملة التي يمكن أن تنتج عن تصفية المخزون والعائدة إلى تلف المواد، تغير الأسعار، والتقدم التقني للسلع المخزنة. إن القيمة المقبولة لهذه النسبة هي واحد إلى واحد.

إن النسبة السريعة لشركة منتجات الأدوية الصناعية العربية تساوي إلى ١,٣٣ مرة محسوبة كما يلي:

$$\frac{\text{الموجودات المتداولة} - \text{المخزون}}{\text{المطلوبات المتداولة}} = \frac{\text{دع } ١,٤٠٠ - ٦٠٠}{\text{دع } ٦٠٠} = \frac{\text{دع } ٨٠٠}{\text{دع } ٦٠٠} = ١,٣٣ \text{ مرة}$$

بافتراض أن وسطي الصناعة = ١ مرة

يلاحظ أن النسبة السريعة للشركة أعلى بكثير من وسطي الصناعة. هذا يدل على أن سيولة الشركة بالمقارنة مع شركة وسطية في ذات الصناعة تعتبر سيئة جداً. بالطبع إذا كانت قيمة النسبة أعلى بكثير من معيار الصناعة، فإن ذلك يدل على وجود سيولة فائضة وغير ضرورية، وهو أداء سيء. في مثالنا السيولة السريعة أكبر ٣٣٪ من وسطي الصناعة.

### نسب التشغيل (الحركة) Activity Ratios

تقيس نسب التشغيل الكفاءة Efficiency التي تستخدم بها الشركة الموارد المتاحة لها وذلك بإجراء مقارنات فيما بين مستوى المبيعات ومستوى الاستثمار في عناصر الموجودات. وتفترض هذه النسب وجود نوع من التوازن Balance ما بين المبيعات وكل من الحسابات المدينة، والمخزون، والموجودات الثابتة، واجمالي الموجودات. وتساعد هذه النسب على كشف مناطق الضعف (أو تدني الكفاءة في استعمال الموارد) في عمليات الشركة. لذلك فإن نسب التشغيل تعتبر مهمة لكل من له اهتمام بكفاية الأداء والربحية على المدى الطويل للشركة.

### معدل دوران المخزون Inventory Turnover

يحسب معدل دوران المخزون عادة بتقسيم المبيعات على المخزون، لكن ذلك يؤدي إلى بعض المشاكل المتعلقة بالتقييم Valuation وبالمزج ما بين مفهومي كمية وتدفق Stock, Flow Concepts. فمن حيث التقييم، تسعر المبيعات بالأسعار الجارية السائدة في السوق، أما المخزون فيسعر عادة بأسعار الشراء (التكلفة التاريخية). إن الاختلاف في طريقة التقييم في الصورة والمخرج يؤدي إلى إضعاف القيمة التحليلية للنسبة. لذلك ينصح باستعمال تكلفة البضاعة المباعة التي تسعر بالتكلفة التاريخية (أسعار الشراء) عوضاً من المبيعات لتوحيد طريقة تقييم الصورة والمخرج في النسبة. كذلك فإن المخزون يمثل مفهوم كمية في وقت ما Stock Concept. أما المبيعات (أو تكلفة البضاعة المباعة) فإنها تمثل مفهوماً تدفقياً Flow Concept، أي أنها تحدث على مر الزمن وتتراكم. إن الخلط ما بين المفهومين يؤدي إلى إضعاف القيمة التحليلية لمعدل دوران المخزون أيضاً. لذلك ينصح باستعمال وسطي المخزون (أي المخزون في بداية الفترة زائد المخزون في نهاية الفترة مقسماً على اثنين) وبذلك يتوحد المفهوم المستعمل ليصبح تدفقياً في الصورة

والمخرج أيضاً. هذا يعطي صورة أوضح عن مستوى المخزون، بالأخص إذا كانت مبيعات الشركة موسمية.

يبين معدل دوران المخزون ما إذا كانت مستويات المخزون تتجاوز مستوى المخزون المقبول أو تقل عنه. فإذا كانت قيمة المعدل صغيرة، يكون عدد مرات دوران المخزون قليلاً، أي أن مستويات المخزون عالية وتتجاوز حدود المستوى المقبول (أو الأمثل) للمخزون. هذا يدل على أداء سيء في إدارة المخزون لوجود أموال مجمدة في مواد بطيئة الحركة. ويكون العائد على استثمار هذه الأموال سالباً ويساوي بالقيمة المطلقة إلى وسطي العائد على استثمارات الشركة. إن هذا العائد كان من الممكن تحقيقه لو استثمرت هذه الأموال في الأصول المنتجة للشركة (عائد الفرصة البديلة). فإذا كان وسطي العائد على استثمارات الشركة يساوي ٢٠ بالمئة، فإن العائد على تجميد أموال الشركة في استثمارات فائضة في المخزون هو ناقص ٢٠ بالمئة، وهي نسبة خسارة لا يستهان بها. أما إذا كانت قيمة معدل دوران المخزون كبيرة، فإن هذا يدل على أن الشركة لا تحتفظ بمستويات كافية من المخزون، وهي إدارة سيئة للمخزون. ذلك لأن مستويات منخفضة للمخزون تعني احتمالات عالية لنفاذ المواد، ما يؤدي إلى توقف عمليات الإنتاج والبيع، وهذا بدوره يؤدي إلى ارتفاع تكاليف البضاعة المنتجة ويفوت على الشركة مبيعات وأرباحاً محتملة. لذلك فإن الأداء الجيد في إدارة المخزون يتطلب أن تكون نسبة دوران المخزون في حدود قيمة معيار (وسطي) الصناعة.

إن معدل دوران المخزون لشركة منتجات الأدوية الصناعية العربية يساوي إلى ١٠ مرات محسوبة كما يلي:

$$\text{معدل دوران المخزون} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{المخزون}} = \frac{٦,٠٠٠ \text{ د.ع}}{٦٠٠ \text{ د.ع}} = ١٠ \text{ مرات}$$

بافتراض أن وسطي الصناعة = ٩ مرات

وبالمقارنة مع وسطي الصناعة يستنتج أن الشركة تقوم بأداء جيد جداً في إدارة المخزون. ولكن نسبة دوران المخزون بشكلها المبين أعلاه غير دقيقة. لذلك يجب

الاستعاضة عنها بالتالي:

$$\text{معدل دوران المخزون} = \frac{\text{تكلفة البضاعة المباعة}}{\text{وسطي المخزون}} = \frac{\text{دع } 5,000}{\text{دع } 710 + 600} = \frac{\text{دع } 5,000}{\text{دع } 1,310} = 3.82$$

وسطي المخزون = 7 مرات

وقد افترض هنا أن مخزون أول المدة يساوي إلى 710 ألف دينار. وبحسب المفهوم الأدق لدوران المخزون، يبدو أيضاً أن إدارة المخزون في الشركة تتم بكفاءة قياساً على معيار الصناعة.

### معدل دوران الحسابات المدينة Accounts Receivable Turnover

يحسب معدل دوران الحسابات المدينة بتقسيم الحسابات المدينة على وسطي المبيعات الآجلة اليومي Credit Sales Per Day وتحسب الأخيرة بتقسيم المبيعات الآجلة السنوية على 360 يوم عدد أيام السنة. وناتج هذه القسمة يمثل وسطي فترة تحصيل الحسابات المدينة، ويقاس بالأيام. وتدعى هذه النسبة أيضاً وسطي فترة التحصيل Average Collection Period، وتقيس وسطي الفترة الزمنية التي تنتظرها الشركة من وقت إجراء عملية بيع بالآجل إلى حين تحصيل ثمن البضاعة نقداً. وبصورة عامة، كلما كانت فترة التحصيل أقصر دل ذلك على أداء أحسن للشركة، لأن التمويل الذي تمنحه الشركة إلى الزبائن لترويج البيع يعود إلى الشركة بسرعة أكبر ليستعمل في تمويل إنتاج ومبيعات الشركة مرة أخرى. أما إذا كانت فترة التحصيل طويلة، فإن ذلك يدل على أداء سيء من ناحيتي السيولة والربحية للشركة. فالتأخر في تسديد الحسابات المدينة وتراكمها يستنفذ مصادر التمويل (السيولة) في الشركة دون أن يحقق العائد المطلوب من توظيف هذه الأموال مقارنة إلى تكلفة هذه الأموال.

ولتقييم وسطي فترة تحصيل (دوران) الحسابات المدينة، يجب مقارنتها أولاً بوسطي الصناعة. لكن هذا غير كافٍ، إذ إن وسطي فترة التحصيل تعتمد على سياسة البيع الآجل، وهذه قد تختلف من شركة إلى أخرى في الصناعة. لذلك يجب مقارنة فترة التحصيل بالفترة الزمنية المسموح بها لتسديد قيمة البضاعة، والمنصوص عنها في شروط البيع الآجل. فإذا كانت سياسة البيع الآجل للشركة تشترط خصم 2 بالمئة إذا تم التسديد خلال

عشرة أيام من تاريخ البيع، وأن يتم تسديد كامل القيمة خلال شهر واحد، وكان وسطي فترة التحصيل ٢٦ يوماً، فإن هذا يدل على أداء جيد. أما إذا كان وسطي فترة التحصيل ٣٦ يوماً، فإن ذلك يدل على بطء في التحصيل. ولتسريع عملية التحصيل يجب على الشركة أن تقوم بإرسال مذكرات دورية إلى الزبائن لتذكيرهم بمواعيد التسديد، أو الاتصال بالزبائن تليفونياً إذا لم يعد هناك متسع من الوقت على تاريخ التسديد، أو إرسال موظفي التحصيل إلى الزبائن للمطالبة والقبض. كذلك قد يكون من المفيد إعادة النظر في سياسة البيع الآجل و/أو أهلية الزبائن للاستفادة من تسهيلات البيع الآجل. وسيتم بحث هذه الأمور بتفصيل أكبر في الفصل (٨) إدارة وسياسة البيع الآجل.

وبقياس وسطي فترة التحصيل لشركة منتجات الأدوية الصناعية العربية يتبين أنها تساوي إلى ٢٤ يوماً، وذلك كما يلي:

$$\text{وسطي فترة التحصيل} = \frac{\text{الحسابات المدينة}}{\text{المبيعات الآجلة} \div \text{يوم}} = \frac{\text{دع } ٤٠٠}{\text{دع } ٦,٠٠٠ \div ٣٦٠} = \frac{\text{دع } ٤٠٠}{\text{دع } ١٦,٦٧} = \text{يوم } ٢٤$$

بافتراض أن وسطي الصناعة = ٢٠ يوماً

وقد افترض هنا أن كافة المبيعات السنوية للشركة هي مبيعات آجلة. وبالمقارنة مع وسطي الصناعة البالغ ٢٠ يوماً، تبدو سرعة دوران الحسابات المدينة بطيئة نسبياً، ولو أنها لا تدعو إلى الكثير من القلق. ولكن إذا جرت مقارنة الـ ٢٤ يوم وسطي فترة التحصيل بالـ ٣٠ يوماً المسموح بها للتسديد والمحددة في سياسة البيع الآجل للشركة، يتغير التقييم ويصبح دوران الحسابات المدينة جيداً جداً.

إن وسطي فترة التحصيل قد لا تكون كافية لقياس سرعة دوران الحسابات المدينة. فكونها وسطي Average يجعلها قابلة للتأثر بالقيم المتطرفة Extreme Values. فمثلاً، إذا كان ثلث زبائن الشركة يسدد ثمن البضاعة المستحقة باكراً، وثلث الزبائن يسدد متأخراً، والثلث الأخير يسدد في المواعيد المحددة، فإن هذا سيقود إلى وسطي فترة تحصيل جيدة لأن القيم المتطرفة تلغي تأثير بعضها. لذلك فإن هناك طريقة أدق تعتمد على تحليل بنية

تعمير الحسابات المدينة Aging Schedule of Accounts Receivable . وتقتضي هذه الطريقة إعداد جدول يظهر القيم والنسب من المجموع لعدة فئات أعمار للحسابات المدينة كما هو مبين في الجدول (٤ - ٣) . ويتضح من الجدول أن الشركة تواجه بعض الصعوبات في تحصيل حساباتها المدينة، ذلك أن ٣٠ بالمئة من هذه الحسابات (الثلث تقريباً) ما زال قائماً لأكثر من ٣٠ يوماً المسموح بها من أجل التسديد حسب سياسة البيع الآجل للشركة . يستتج من ذلك أن وسطي فترة التحصيل غير كافية في التحليل، وقد تكون مضللة، في قياس سرعة دوران الحسابات المدينة .

## جدول (٤ - ٣)

شركة منتجات الأدوية الصناعية العربية  
جدول تعميم الحسابات المدينة

| النسبة إلى<br>المجموع (بالمئة) | قيمة الحساب<br>(ألف د ع) | عمر الحساب<br>(بالأيام) |
|--------------------------------|--------------------------|-------------------------|
| ٥٠                             | ٣٠٠                      | صفر - ١٥                |
| ٢٠                             | ١٢٠                      | ١٦ - ٣٠                 |
| ١٥                             | ٩٠                       | ٣١ - ٥٠                 |
| ٣                              | ١٨                       | ٥١ - ٧٠                 |
| ١٢                             | ٧٢                       | أكبر من ٧٠              |
| <u>١٠٠</u>                     | <u>٦٠٠</u>               | الاجمالي                |

## معدل دوران الموجودات الثابتة Fixed Assets Turnover

يحسب معدل دوران الموجودات الثابتة بتقسيم المبيعات على الموجودات الثابتة الاجمالية . ويقاس المعدل درجة الكفاءة في استعمال الموجودات الثابتة للانتاج . فإذا كان هذا المعدل عالياً فإنه يدل على استعمال جيد للطاقة الانتاجية المتاحة . إما إذا كان المعدل منخفضاً، فإنه يدل على عدم وجود توازن ما بين المبيعات وحجم الاستثمارات في الموجودات الثابتة، وبالتالي فإن الشركة تعاني من طاقة انتاجية فائضة Excess Capacity أو

تكس الإنتاج في المستودعات بشكل مخزون سلعي عوضاً من تصريفه في السوق.

إن نسبة دوران الموجودات الثابتة لشركة منتجات الأدوية الصناعية العربية تساوي إلى ١,٦٧ مرة حسب كالأتي:

$$\text{دوران الموجودات الثابتة} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{الموجودات الثابتة الإجمالية}} = \frac{\text{دع } ٦,٠٠٠}{\text{دع } ٣,٦٠٠} = ١,٦٧ \text{ مرة}$$

افتراض وسطي الصناعة = ٤ مرات

بمقارنة نسبة الشركة ١,٦٧ مرة مع وسطي الصناعة ٤ مرات يمكن التحليل والقول أن الشركة لا تستغل الطاقة الإنتاجية المتاحة لها بالكامل. هذا بالطبع مؤشر لأداء سيء لأنه يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج. والسبب في ذلك أن وسطي التكلفة الثابتة Average Fixed Cost عند مستويات منخفضة من الإنتاج يكون عالياً، وبالتالي فإن تكلفة إنتاج الوحدة Per Unit Cost تكون مرتفعة. إن ارتفاع تكاليف الإنتاج يقلص الأرباح (يخفض هامش الربح) لسعر بيع تحدده قوى المنافسة في السوق. أو أنه يتوجب على الشركة أن ترفع السعر للحفاظ على هامش ربح مطلوب، مما قد يجعل منتجات الشركة أقل منافسية في السوق، فيخفض من كمية المبيعات.

تجدر الملاحظة إلى أنه قد تم استعمال الموجودات الثابتة بشكلها الاجمالي (أي قبل الاهتلاكات المتراكمة) لقياس النسبة، عوضاً من صافي الموجودات الثابتة التي يستعملها معظم مؤلفي كتب إدارة التمويل. والسبب في ذلك يعود إلى أن استخدام الموجودات الثابتة الصافية قد يؤدي إلى نتائج مضللة. فمثلاً، إذا افترضنا أن الشركة لا تقوم بعمل أية استثمارات رأسمالية جديدة، وأن مبيعات الشركة ثابتة لا تتغير. فإن هذا يؤدي إلى ازدياد معدل دوران الموجودات الثابتة من سنة إلى أخرى بسبب ثبات المبيعات (الصورة) وتناقص الموجودات الثابتة بزيادة الاهتلاك المتراكم المطروح (المخرج). ولكن هل تدل هذه الزيادة في دوران الموجودات الثابتة على تحسن في استغلال الطاقة الإنتاجية المتاحة للشركة؟ أبدأً، وبالتالي فإن استعمال الموجودات الثابتة الصافية يجعل المعدل مضللاً.

وأخيراً من الضروري الإشارة إلى أن معدل دوران الموجودات الثابتة قد لا يكون المقياس الأمثل لدرجة استغلال الطاقة الانتاجية للشركة. فهناك مقياس أحسن مثل نسبة كمية الانتاج الفعلي إلى كمية انتاج الطاقة الكاملة. إن مثل هذه النسبة يمتاز أيضاً بأن عناصرها لا تمثل قيمة نقدية، وإنما كميات فيزيائية، وبالتالي فإنها غير خاضعة للتشوهات Distortions الناتجة عن تأثير التغير في مستوى الأسعار بسبب التضخم. على أية حال إن معدل دوران الموجودات الثابتة المبحوث أعلاه هو مؤشر يجب استعماله إلى جانب مؤشرات أخرى لقياس درجة استغلال الطاقة الانتاجية.

### معدل دوران اجمالي الموجودات Total Assets Turnover

يحسب معدل دوران الموجودات بتقسيم المبيعات على اجمالي الموجودات. ويقيس هذا المعدل مدى فعالية الشركة في استخدام كل الموارد المتاحة لها. ويفترض هذا المعدل أيضاً وجود نوع من التوازن Balance ما بين المبيعات وحجم استثمارات الشركة في الموجودات المتداولة والثابتة. فإذا كان هذا المعدل منخفضاً فإنه يدل على أن الشركة لا تنتج حجم مبيعات كافياً بالمقارنة مع حجم الاستثمار. وبالتالي فإن على الشركة اتباع السياسات التي تؤدي إلى زيادة المبيعات، أو العمل على تقليص حجم الاستثمارات بالتخلص من بعض الموجودات Divestment. وإذا كان هذا المعدل عالياً فإنه يدل على فعالية في استخدام الموجودات.

إن معدل دوران الموجودات لشركة منتجات الأدوية الصناعية العربية يساوي إلى ١,٢ مرة. وقد حسب المعدل باستخدام اجمالي الموجودات متضمناً اهتلاك الموجودات الثابتة وذلك للأسباب التي ذكرت سابقاً.

$$\text{معدل دوران الموجودات الاجمالية} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{اجمالي الموجودات}} = \frac{٦,٠٠٠ \text{ د.ع}}{٥,٠٠٠ \text{ د.ع}} = ١,٢ \text{ مرة}$$

بافتراض أن وسطي الصناعة = ٢ مرة

إن معدل دوران الموجودات الاجمالية للشركة صغير بالمقارنة مع الـ ٢ مرة وسطي

الصناعة. وهذا يدل على عدم كفاءة في إدارة موجودات الشركة لتوليد حجم المبيعات المناسب. ولعلّ السبب الرئيسي لذلك هو عدم الانتفاع من الطاقة الانتاجية بالكامل.

### نسب المديونية Debt Ratios

تقيس نسب المديونية مدى اعتماد الشركة على الاقتراض (الدين) في تمويل استثماراتها، بالمقارنة مع التمويل المقدم من المالكين. وتدعى هذه النسب أيضاً بنسب رافعة التمويل Financial Leverage Ratios لأنها تقيس نسبة استخدام الديون في هيكل تمويل الشركة. وهناك اختلاف في التفضيلات ما بين المالكين Owners والمقرضين Creditors، فيما يتعلق بمستوى الاقتراض. فالمالكون يفضلون عادة تمويل استثماراتهم الشركة بنسبة كبيرة من أموال الآخرين، أي بالاقتراض، لأن هذا يخفف من حجم الرأسمال المطلوب، يعظم العائد على أموال الملكية Return on Equity ويحفظ للمالكين الحاليين السيطرة على الشركة. لكن الاقتراض يزيد الخطر التمويلي للشركة، ويجعل المستثمرين في الأسواق المالية يطالبون بعائد أعلى على الاستثمار في أسهم الشركة. من ناحية أخرى فإن المقرضين يفضلون أن لا تتجاوز نسبة الاقتراض حدوداً معينة. لأنه في حال حدوث ذلك سيزداد احتمال تخلف الشركة عن دفع الفوائد وأقساط تسديد القروض، كما أن تغطية الرأسمال والاحتياطيات للديون ستخفف عن المستوى المقبول. ومثل هذه التغطية مهمة من وجهة نظر المقرضين، لأن أموال الملكية تمثل هامش أمان لدفع الديون في حالة تعرض الشركة لمصاعب اقتصادية واضطرابها إلى التصفية. لذلك تعتمد البنوك التجارية (المقرضون) عند تجاوز نسبة المديونية حدودها المقبولة إلى رفع معدل الفائدة وفرض شروط تسديد قاسية على الشركة في حالة إعادة جدولة ديونها أو عند طلبها تسهيلات ائتمانية إضافية. يستخلص مما تقدم أن نسب المديونية ذات أهمية للمقرضين وللمستثمرين في أسهم الشركة وللإدارة على السواء.

### نسبة الديون إلى اجمالي الموجودات Debt to Total Assets

تحسب نسبة الديون إلى اجمالي الموجودات بتقسيم اجمالي الديون القصيرة والطويلة الأجل على اجمالي الموجودات. وتقيس هذه النسبة مدى مساهمة المقرضين في

تمويل استثمارات الشركة. وبطرح ناتج النسبة من واحد يمكن الحصول على نسبة مساهمة المالكين في التمويل. إن نسبة مديونية عالية تعني أن الخطر التمويلي للشركة عالٍ وأن تكاليف التمويل من مصادره المختلفة سترتفع في المستقبل، أي عندما تحتاج الشركة إلى تمويل جديد. إما إذا كانت نسبة المديونية منخفضة، فإنها تعني أن الشركة لا تستعمل طاقتها على الاقتراض بشكل كافٍ مما يحرم المالكين من زيادات ممكنة في العائد على الملكية.

إن نسبة المديونية لشركة منتجات الأدوية الصناعية العربية تساوي إلى ٥٠ بالمئة حسبت كما يلي:

$$\frac{\text{الديون إلى اجمالي الموجودات}}{\text{اجمالي الديون}} = \frac{\text{دع } ٢,٠٠٠}{\text{دع } ٤,٠٠٠} = ٥٠ \text{ بالمئة}$$

بافتراض أن وسطي الصناعة = ٣٠ بالمئة

يظهر من المقارنة مع وسطي الصناعة أن نسبة المديونية للشركة أعلى بكثير من الحد المقبول به في الأسواق المالية لشركة تعمل في مثل هذه الصناعة. هذا يعني أن الشركة ستواجه صعوبات في الحصول على تمويل مستقبلاً، كما أن شروط التمويل لن تكون مناسبة.

### عدد مرات تغطية الأرباح للفائدة على الديون Times Interest Earned

يحسب عدد مرات تغطية الأرباح للفائدة على الديون بتقسيم الأرباح ما قبل الفائدة والضريبة على تكاليف الفائدة على الديون. وتقيس هذه النسبة إلى أي مدى يمكن لأرباح الشركة أن تتدنى ولا يزال باستطاعتها تغطية ودفع الفائدة على قروضها. فإذا كان عدد مرات التغطية صغيراً، فإن أي تدني في الأرباح عما هو متوقع قد يضطر الشركة إلى التوقف عن دفع الفائدة على القروض ويعرضها إلى الإفلاس. وتعتبر هذه النسبة ذات أهمية خاصة لأنها تستخدم مع نسب أخرى في تحديد التصنيف الائتماني Credit Rating للشركة من قبل شركات الخدمات المالية المتخصصة في تقييم إصدارات سندات شركات الأعمال.

إن أرباح شركة منتجات الأدوية الصناعية العربية تغطي الفائدة على الديون بـ ٤ مرات، حسب كالاتي:

$$\text{عدد مرات تغطية الأرباح للفائدة} = \frac{\text{الأرباح قبل الفائدة والضريبة}}{\text{الفائدة على الديون}} = \frac{\text{دع ٨٥٠}}{\text{دع ٢١٠}} = ٤ \text{ مرة}$$

بافتراض أن وسطي الصناعة = ٨ مرات

وبالمقارنة مع وسطي الصناعة البالغ ٨ مرات يتبين أن تغطية أرباح الشركة للفائدة على الديون تساوي إلى نصف المعيار المقبول، وهو أداء سيء للشركة وسوف يؤدي حتماً إلى تراجع ترتيبها الائتماني، وارتفاع تكاليف التمويل الجديد.

#### عدد مرات تغطية الالتزامات المالية الثابتة Fixed Charge Coverage

يحسب عدد مرات تغطية الالتزامات المالية الثابتة بتقسيم الأرباح قبل الفائدة والضريبة مضافاً إليها دفعات الايجار على الالتزامات المالية الثابتة للشركة. وتتضمن هذه الالتزامات بالإضافة إلى الفائدة على الديون، ايجارات العقارات والمعدات، ودفعات احتياطي (صندوق) تسديد الدين Sinking Fund المنصوص عنها عادة في عقود الاقتراض أو إصدارات سندات الدين. وتقيس هذه النسبة إلى أي مدى يمكن لأرباح الشركة أن تنخفض وما زال في مقدورها تسديد التزاماتها المالية الثابتة، لأن التخلف عن دفع هذه الالتزامات المالية يعرض الشركة إلى الإفلاس.

بالنسبة لشركة منتجات الأدوية الصناعية العربية فإنه يترتب عليها دفعات ايجار ودفعات نحو احتياطي (صندوق) تسديد سندات الدين بالإضافة إلى الفوائد على الدين. وهكذا فإن تغطية الالتزامات المالية للشركة تساوي إلى ٢,٩٦ مرة، محسوبة كما يلي:

$$\text{تغطية الالتزامات المالية الثابتة} = \frac{\text{الأرباح قبل الفائدة والضريبة} + \text{الايجارات}}{\text{الفائدة على الديون} + \text{الايجارات} + \text{احتياطي تسديد سندات الدين}}$$

$$= \frac{\text{دع ٥٦} + \text{دع ٨٥٠}}{\text{دع ٤٠} + \text{دع ٥٦} + \text{دع ٢١٠}} = \frac{\text{دع ٩٠٦}}{\text{دع ٣٠٦}} = ٢,٩٦ \text{ مرة}$$

بافتراض أن وسطي الصناعة = ٥ مرة

يتبين هنا أيضاً من المقارنة مع وسطي الصناعة البالغ ٥ مرات أن تغطية الشركة لالتزاماتها المالية الثابتة غير كافٍ ما يدل على أداء سيء. ذلك أنه إذا انخفضت الأرباح عن المستوى المتوقع لها، فلن تتمكن الشركة من دفع التزاماتها المالية كافة.

### عدد مرات تغطية التدفقات النقدية Cash Flow Coverage

يحسب عدد مرات تغطية التدفقات النقدية بتقسيم التدفقات النقدية Cash Flows على الالتزامات المالية الثابتة مضافاً إليها ما يجب أن تكسبه الشركة قبل الضريبة حتى تستطيع أن تدفع الأرباح المقرر توزيعها على حملة الأسهم العادية، وأرباح الأسهم الممتازة (إن وجدت)، ودفعات تسديد القروض. أما التدفقات النقدية فتعرّف بالأرباح قبل الفائدة والضريبة زائد الاهتلاك مضافاً إليها دفعات الإيجار. وتقيس هذه النسبة إلى أية مدى تغطي التدفقات النقدية للشركة التزاماتها المالية النقدية نحو الدائنين وحملة الأسهم.

لا يوجد لدى شركة منتجات الأدوية الصناعية العربية أسهم تفضيلية ولكنها ترغب بتوزيع ٤٨ ألف دينار عربي أرباح إلى حملة الأسهم العادية، كما يتوجب عليها دفع ٨٠ ألف دينار عربي سنوياً لتسديد القروض الطويلة الأجل. وبما أن هذه الدفعات تؤخذ من الأرباح الصافية (أي بعد الضريبة)، فلا بد من حساب ما يجب أن ترباحه الشركة قبل الضريبة لتسديد هذه الدفعات. والطريقة هي تقسيم كل من دفعات الأرباح الموزعة ودفعات تسديد الديون على واحد ناقصاً نسبة ضريبة الدخل على أرباح الشركة. وبما أن ضريبة الدخل في المثال المستعمل هنا هي ٤٠ بالمائة فإن على الشركة أن تكسب ٨٠ ألف دينار عربي قبل الضريبة لتتمكن من توزيع الأرباح المقررة على المساهمين، كما عليها أن تكسب ١٣٣,٣٣ ألف دينار عربي لتسديد دفعة القروض الطويلة الأجل. وعليه فإن عدد مرات تغطية التدفقات النقدية للشركة يساوي إلى ١,٩٤ مرة محسوبة كما يلي:

الفصل الرابع: تحليل النسب التمويلية

$$\text{عدد مرات تغطية التدفقات النقدية} = \frac{\text{التدفقات النقدية الداخلة}}{\text{دفعات تسديد الدين}} = \frac{\text{أرباح الأسهم العادية} + \text{الالتزامات المالية} + \text{الثابتة}}{\text{دفعات تسديد الدين} - \text{نسبة الضريبة}}$$

$$= \frac{\text{دع } ٥٦ + ٩٥٠}{\frac{\text{دع } ٨٠}{٠,٤٠ - ١} + \frac{\text{دع } ٤٨}{٠,٤٠ - ١} + \text{دع } ٣٠٦} = \frac{\text{دع } ١,٠٠٦}{٥١٩,٣٣} = ١,٩٤ \text{ مرة}$$

$$\text{بافتراض أن وسطي الصناعة} = ٣,٥ \text{ مرة}$$

ومن المقارنة مع وسطي الصناعة البالغ ٣,٥ مرة، يبدو أن نسبة تغطية التدفقات النقدية للشركة منخفضة، ما قد يؤدي إلى عدم تمكن الشركة من مواجهة التزاماتها النقدية كافة في حال هبوط الأرباح المحققة عن المتوقعة.

### نسب الربحية Profitability Ratios

تعكس نسب الربحية الأداء الكلي للشركة. فبينما تقيس النسب المبحوثة فيما تقدم جوانب معينة من أداء الشركة، تفحص نسب الربحية مقدرة الشركة على توليد الأرباح. والأرباح هي المقياس لكفاءة سياسات إدارة الشركة الاستثمارية، والتشغيلية، والتمويلية والقرارات المتخذة المتعلقة بهذه السياسات. لذلك فإن نسب الربحية ذات أهمية لكل من له اهتمام بمعرفة القوة الإيرادية Earning Power للشركة أو تقييم فعالية إدارة الشركة وكفاءتها.

### نسبة هامش الربح Profit Margin

تحتسب نسبة هامش الربح بتقسيم الأرباح الصافية على المبيعات. وتقيس هذه النسبة

الربح الذي تحققه الشركة على كل دينار من المبيعات. وبطبيعة الحال يختلف هامش الربح من صناعة إلى صناعة بحسب درجة المنافسة أو الاحتكار الموجودة في تلك الصناعة. فيكون هامش الربح ضئيلاً نسبياً في الصناعات التي تتميز بالمنافسة الكاملة، وكبيراً في الصناعات التي تتميز بقوة احتكارية. كذلك فإن هامش الربح يختلف من سلعة إلى أخرى بحسب طبيعة السلعة من حيث كونها سلعة استهلاكية أو معمرة، ويكون أعلى على الأخيرة. وبصورة عامة عندما يكون هامش الربح منخفضاً فإنه يدل على أن تكاليف الإنتاج مرتفعة، أو أن سعر مبيع السلعة منخفض، أو كلاهما معاً.

إن هامش الربح لشركة منتجات الأدوية الصناعية العربية يساوي إلى ٦,٤ بالمئة محسوب كما يلي:

$$\text{هامش الربح} = \frac{\text{الأرباح الصافية}}{\text{المبيعات}} = \frac{\text{دع } ٣٨٤}{\text{دع } ٦,٠٠٠} = ٦,٤ \text{ بالمئة}$$

بافتراض أن وسطي الصناعة = ٥ بالمئة

ومن المقارنة مع وسطي الصناعة البالغ ٥ بالمئة، يمكن القول إن ربحية الشركة جيدة بحسب مقياس هامش الربح.

### العائد على الموجودات Return on Assets

يحسب العائد على الموجودات بتقسيم الأرباح الصافية على اجمالي الموجودات. ولكن بما أن الموجودات الثابتة يجب أن تؤخذ بقيمتها الاجمالية (أي قبل طرح الاهتلاكات المتراكمة) لتعكس التكلفة الفعلية للاستثمارات الرأسمالية للأسباب المشروحة سابقاً، فإنه يجب إضافة تكلفة الاهتلاك السنوي إلى الأرباح الصافية. وتقيس هذه النسبة إنتاجية (أو ربحية) استثمارات الشركة كافة القصيرة والطويلة الأجل. فإذا كانت هذه النسبة منخفضة فإنها تعكس ضعف إنتاجية استثمارات الشركة، أما إذا كانت النسبة مرتفعة، فإنها تدل على كفاءة سياسات الشركة الاستثمارية والتشغيلية.

حققت شركة منتجات الأدوية الصناعية العربية عائداً على الموجودات يساوي إلى ٦٨, ١١ بالمئة محسوباً كما يلي :

$$\frac{\text{الأرباح الصافية} + \text{الاهتلاك السنوي}}{\text{اجمالي الموجودات}} = \text{العائد على الموجودات}$$

$$= \frac{\text{دع } ٢٠٠+٣٨٤}{\text{دع } ٥,٠٠٠} = \frac{٥٨٤}{٥,٠٠٠} = ١١,٦٨ \text{ بالمئة}$$

بافتراض أن وسطي الصناعة = ١٠ بالمئة

ويتبين هنا أيضاً من المقارنة مع وسطي الصناعة البالغ ١٠ بالمئة أن ربحية استثمارات الشركة جيدة، وهو ما يدل على كفاءة سياسات الإدارة الاستثمارية والتشغيلية .

### العائد على الملكية (حقوق المساهمين) Return on Stockholders' Equity

يحسب معدل العائد على الملكية بتقسيم الأرباح الصافية (بعد الضريبة) على حقوق المساهمين (أو القيمة الصافية Net Worth). وتشمل حقوق المساهمين الرأسمال المدفوع، علاوات الإصدار، الاحتياطيات، والأرباح المحتجزة. وتقيس هذه النسبة العائد الذي يحققه المساهمون على أموالهم الموظفة في رأسمال الشركة. فإذا كانت هذه النسبة مرتفعة فإنها تدل على كفاءة قرارات الاستثمار والتشغيل في الشركة. كما أنها قد تدل على اعتماد الشركة على التمويل بالدين بأكثر من الوسطي المقبول في صناعتها. لأنه من الممكن لإدارة الشركة تحقيق عائد مرتفع على حقوق المساهمين بالرغم من ضعف العائد على الموجودات باستخدام الدين في التمويل بنسب عالية. إن العلاقة التي تجمع ما بين هذه المتغيرات هي الآتية :

$$\frac{\text{العائد على الموجودات}}{\text{١ - نسبة الدين إلى الموجودات}} = \text{العائد على الملكية}$$

فمثلاً إذا كان العائد على الموجودات يساوي إلى ١٠ بالمئة وكانت نسبة المديونية

تساوي إلى ٥٠ بالمئة، فإن الشركة تستطيع أن تحقق عائداً مرتفعاً على حقوق المساهمين يساوي إلى ٢٠ بالمئة، أي ضعف العائد على الموجودات. يفترض في هذه العلاقة أن العائد على الموجودات قد حسب بالطريقة التقليدية أي صافي الأرباح على اجمالي الموجودات، وبأخذ الموجودات الثابتة صافية من الاهتلاك المتراكم.

إن العائد على الملكية لشركة منتجات الأدوية الصناعية العربية يساوي إلى ١٩,٢ بالمئة محسوباً كما يلي:

$$\text{العائد على الملكية} = \frac{\text{الأرباح الصافية}}{\text{حقوق المساهمين}} = \frac{\text{دع ٣٨٤}}{\text{دع ٢,٠٠٠}} = ١٩,٢ \text{ بالمئة}$$

بافتراض أن وسطي الصناعة = ١٦ بالمئة

وبالمقارنة مع وسطي الصناعة البالغ ١٦ بالمئة، يتضح أن الشركة تحقق عائداً مجزياً على أموال المساهمين. ولكن لربما تحقق ذلك بأخذ مخاطر في سياسة تمويل الاستثمارات.

### نسب الأسهم Stock Ratios

تعتبر نسب الأسهم ذات أهمية لحملة الأسهم، للمستثمرين المحتملين في الأسهم، لمحلي الأوراق المالية Security Analysts، لبنوك الاستثمار Investment Banks، وحتى للمقرضين. فحملة الأسهم والمستثمرون يهتمهم معرفة تأثير أداء الشركة على الدخل الناتج عن استثمارهم في أسهم الشركة، كما يهتمهم قياس العائد على الاستثمار في الأسهم. أما محللو الأوراق المالية وبنوك الاستثمار فيهمهم تحليل أداء الشركة وتحديد تأثيره على قيمة أسهم الشركة بغية عمل توصيات الاستثمار المناسبة لعملائهم، وتحديد السعر المناسب لإصدارات الأسهم العادية الجديدة التي تضمنها بنوك الاستثمار. كذلك فإن نسب الأسهم مهمة للمقرضين الذين يرغبون بأن تكون القيمة السوقية لأسهم الشركة أكبر ما يمكن لأنهم يعتبرون حقوق الملكية هامش أمان لتغطية ديون الشركة. وأخيراً يمكن الإضافة أن نسب الأسهم مهمة لإدارة الشركة لقياس تأثير أداء الشركة على أسعار الأسهم العادية في السوق، لأن الهدف في الإدارة التمويلية هو تعظيم ثروة المساهمين من طريق تعظيم القيمة السوقية

للسهم . وتهم أسعار الأسهم إدارة الشركة لسبب آخر هو أن معظم مديري الشركات يملكون خيارات أسهم Stock Options ومن مصلحتهم أن يتحسن سعر السهم في السوق لتزداد قيمة خياراتهم ، وليحققوا أرباحاً رأسمالية عند ممارسة هذه الخيارات .

### الأرباح الموزعة للسهم Dividends Per Share

وتحسب بتقسيم مجموع الأرباح المقرر توزيعها على المساهمين على عدد الأسهم العادية الصادرة . وقيس الربح الموزع للسهم الدخل الجاري الناتج عن استثمار المالكين في أسهم الشركة . وتعكس الأرباح الموزعة للسهم أداء الشركة وسياستها في توزيع الأرباح . فإذا كانت الشركة تتبع سياسة معدل توزيع أرباح ثابت Constant Dividends Payout Rate ، وازدادت أرباح الشركة ، فإن الأرباح الموزعة للسهم سوف تزداد أيضاً . كذلك من الممكن لإدارة الشركة أن تزيد الأرباح الموزعة للسهم بالرغم من عدم حصول زيادة في أرباح الشركة وذلك من طريق تغيير سياسة توزيع أرباحها برفع معدل توزيع الأرباح على المساهمين .

إن الأرباح الموزعة بالسهم لشركة منتجات الأدوية الصناعية العربية تساوي إلى ١ دينار عربي للسهم ، محسوبة كما يلي :

$$\text{الأرباح الموزعة للسهم} = \frac{\text{اجمالي الأرباح المقرر توزيعها}}{\text{عدد الأسهم العادية الصادرة}} = \frac{\text{دع } 200}{200} = 1 \text{ دينار عربي}$$

بافتراض أن وسطي الصناعة = ٠,٧٥ دينار عربي

بالمقارنة يتبين أن الشركة توزع أرباحاً على المساهمين بأكثر من وسطي الصناعة . ولكن الأهم من وجهة نظر المساهم هو زيادة الأرباح الموزعة من سنة إلى أخرى . ومن الممكن معرفة ذلك بقياس نمو الأرباح الموزعة الذي سيبحث فيما بعد ، وبقياس معدل توزيع الأرباح على المساهمين الذي يحسب كما يلي :

$$\text{معدل توزيع الأرباح على المساهمين} = \frac{\text{الأرباح المقرر توزيعها على المساهمين}}{\text{الأرباح الصافية للشركة}} = \text{بالمئة}$$

وبطرح معدل توزيع الأرباح على المساهمين من واحد (أو مئة بالمئة) يتم الحصول على معدل احتجاز الأرباح Retention Rate في الشركة. وتبين هذه النسبة مدى اعتماد الشركة على الملكية الداخلية كمصدر لتمويل استثماراتها.

### الأرباح بالسهم - EPS Earnings Per Share

وتحسب بتقسيم الأرباح الصافية (أي بعد الضريبة) للشركة على عدد الأسهم العادية الصادرة. وتعتبر الأرباح بالسهم أحد مقاييس الأداء الكلي للشركة، مثل نسب الربحية المبحوثة سابقاً، التي يمكن تحليل تطورها مع الزمن كما يمكن إجراء مقارنات عليها مع مثيلاتها لشركات أخرى. وللأرباح بالسهم أهمية خاصة حيث أنها تدخل في حساب نسب أخرى كنسبة سعر السهم إلى الأرباح بالسهم ونسبة الأرباح بالسهم إلى سعر السهم، كما أنها تدخل في إحدى النماذج الرياضية لتقييم السهم. وقد بلغت الأرباح بالسهم لشركة منتجات الأدوية الصناعية العربية ٩٢، ١ دينار عربي، محسوبة كما يلي:

$$\text{الأرباح بالسهم} = \frac{\text{الأرباح الصافية (بعد الضريبة) للشركة}}{\text{عدد الأسهم العادية الصادرة}} = \frac{\text{دع ٣٨٤}}{٢٠٠} = ١,٩٢ \text{ دينار}$$

بافتراض أن وسطي الصناعة = ١,٧٥ دينار

ومن المقارنة مع وسطي الصناعة البالغ ١,٧٥ دينار عربي، يبدو أن أداء ربحية الشركة جيد. ولعلّه من المفيد أكثر من وجهة نظر المساهم تحليل تطور الربح بالسهم مع الزمن، وهو ما سيتم عمله فيما بعد عند بحث نسب النمو.

### نسبة سعر السهم إلى الأرباح بالسهم (PE) Price Earnings Ratio

تحسب هذه النسبة بتقسيم سعر السهم العادي في السوق على الأرباح بالسهم. وتقيس النسبة السعر الذي يكون المستثمر في السوق المالي مستعداً لدفعه لكل دينار ربح بالسهم، ويعبر عن الناتج بعدد المرات. فإذا كانت نسبة الـ PE تساوي ١٠، فإن هذا يعني أن السهم يباع في السوق بعشرة أضعاف الأرباح بالسهم. وتدعى نسبة الـ PE أيضاً بالمضاعف Multiplier، لأنه إذا كانت هذه النسبة معروفة وجرى ضربها بأحدث قيمة

الفصل الرابع: تحليل النسب التمويلية

للأرباح بالسهم، يمكن الحصول على تقدير لما يجب أن تكونه قيمة السهم في السوق. وهذا هو أحد النماذج البسيطة لتقييم الأسهم.

وتكون نسبة سعر السهم إلى الأرباح بالسهم PE عالية عادة في الشركات التي تنمو بمعدلات مرتفعة. والسبب في ذلك هو أن توقعات المستثمرين في الأسواق المالية لنمو سريع في الأرباح المستقبلية للشركة وفي الأرباح الموزعة يؤدي إلى الإقبال على شراء السهم ما يرفع سعره في السوق. وبارتفاع سعر السهم في السوق عاكساً توقعات النمو المستقبلي العالي مقارنة إلى مستوى الأرباح بالسهم المنخفض نسبياً في الوقت الحاضر، تنتج نسبة الـ PE العالية. وتنخفض نسبة الـ PE عادة بانخفاض معدل نمو الشركة، فتكون صغيرة للشركات ذات النمو العادي، وأصغر للشركات التي تتراجع. والسبب في ذلك هو أن توقعات معدلات النمو المستقبلي الصغيرة تنعكس بتخفيض سعر السهم، وبالتالي تحجيم نسبة الـ PE.

فيما يتعلق بشركة منتجات الأدوية الصناعية العربية، فإن نسبة سعر السهم إلى الأرباح بالسهم تساوي إلى ٤,٧ مرة، محسوبة كما يلي:

$$\text{سعر السهم إلى الأرباح بالسهم} = \frac{\text{وسطي سعر السهم في السوق}}{\text{الأرباح بالسهم}} = \frac{٩ \text{ د ع}}{١,٩٢ \text{ د ع}} = ٤,٧ \text{ مرة}$$

بافتراض أن وسطي الصناعة = ٦ مرة

وبالمقارنة مع وسطي الصناعة البالغ ٦ مرة يمكن الاستنتاج أن نسبة الـ PE العائدة للشركة منخفضة قليلاً. ولعلّ السبب في ذلك هو التراجع في نمو الشركة في الماضي كما سيتبين فيما بعد، وعدم توقع نمو أعلى في المستقبل ما يؤثر سلباً على سعر السهم في السوق.

### نسبة الأرباح إلى سعر السهم Earnings Price Ratio (E/P)

تحسب هذه النسبة بتقسيم الأرباح بالسهم على وسطي سعر السهم في السوق ويعبر عن الناتج بنسبة مئوية. وتقيس نسبة الأرباح إلى سعر السهم العائد المطلوب من المستثمرين في الأسواق المالية لتوظيف أموالهم في أسهم الشركة، أي تكلفة التمويل من

مصدر الملكية (إصدار الأسهم العادية) في حالة ثبات معدل نمو الشركة. وتدعى هذه النسبة أيضاً معدل رسملة الملكية Equity Capitalization Rate، حيث أنها تقيس معدل الفائدة المطلوب في السوق المالية لرسملة (خصم) الأرباح بالسهم وتحويلها إلى سعر للسهم.

إن نسبة الأرباح إلى سعر السهم E/P لشركة منتجات الأدوية الصناعية العربية تساوي إلى ٢١ بالمئة، وقد حسبت كما يلي:

$$\text{الأرباح إلى سعر السهم} = \frac{\text{الأرباح بالسهم}}{\text{وسطي سعر السهم في السوق}} = \frac{\text{دع ١,٩٢}}{\text{دع ٩}} = ٢١ \text{ بالمئة}$$

بافتراض أن وسطي الصناعة = ١٨ بالمئة

ويبدو أن تكلفة التمويل بالملكية للشركة مرتفعة قليلاً بالمقارنة مع وسطي الصناعة البالغ ١٨ بالمئة. ولعلّ السبب في ذلك يعود إلى تدني سعر سهم الشركة في السوق المالية بسبب التوقعات غير المتفائلة حول معدلات نمو أرباح الشركة في المستقبل.

#### القيمة الدفترية للسهم Book Value Per Share

تحسب القيمة الدفترية للسهم بتقسيم حقوق المساهمين (أو القيمة الصافية) على عدد الأسهم العادية الصادرة. وتقيس القيمة الدفترية للسهم القيمة التاريخية لذلك الجزء من موجودات (استثمارات) الشركة الذي جرى تمويله بأموال الملكية. بكلام آخر، تعبر القيمة الدفترية للسهم عن القيمة المحاسبية للسهم، أي نصيب ذلك السهم من قيمة الرأسمال المدفوع، وعلاوات الإصدار الناتجة عن إصدارات جديدة لأسهم عادية بسعر يفوق القيمة الإسمية للسهم، والاحتياطيات والأرباح المحتجزة المتراكمة على مر السنين والتي تم تنزيلها (طرحها) من الأرباح الصافية لسنوات سابقة. وتعتبر القيمة الدفترية للسهم واحدة من عدة مفاهيم لقياس قيمة السهم، وهي مؤشر للحد الأدنى الذي يجب أن تكونه قيمة السهم. فإذا كانت الشركة تقوم بأداء جيد وتحقق أرباحاً تنمو باضطراد، فإن سعر السهم في السوق يكون عادة أعلى من القيمة الدفترية للسهم. وإذا كان أداء أرباح الشركة ونموها عادياً، فإن سعر السهم في السوق يكون في حدود القيمة الدفترية للسهم. أما إذا

كان أداء الشركة سيئاً، أي أنها تخسر وأفاقها المستقبلية لا تبشر بالخير، فإن سعر السهم في السوق يكون عادة أدنى من القيمة الدفترية للسهم.

إن القيمة الدفترية لسهم شركة منتجات الأدوية الصناعية العربية تساوي إلى ١٠ دينار عربي، محسوبة كما يلي:

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \frac{\text{حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم العادية الصادرة}} = \frac{\text{دع } 2,000}{200} = 10 \text{ دينار}$$

إن مقارنة القيمة الدفترية للسهم بوسطي الصناعة ليس له معنى. لذلك فإنه يتوجب على المحلل التمويلي مقارنة القيمة الدفترية للسهم بقيمته في السوق لاستخلاص النتائج الصحيحة، وهو ما سيتم بحثه.

### نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم

#### Market to Book Value Per Share

تحسب هذه النسبة بتقسيم سعر السهم في سوق الأوراق المالية على القيمة الدفترية للسهم، ويعبر عن قيمة النسبة بمرّة. فإذا كانت قيمة النسبة أكبر من الواحد، فإن هذا يعني أن الشركة تقوم بأداء جيد بحسب تقييم المستثمرين في الأسواق المالية وأن ذلك قد انعكس بارتفاع سعر السهم في السوق فوق القيمة الدفترية للسهم. وبالطبع كلما ازدادت قيمة هذه النسبة عن الواحد كان أداء الشركة أحسن، وينعكس ذلك في سعر مرتفع للسهم في السوق. وإذا كانت قيمة النسبة تساوي إلى الواحد، فإن هذا يعني تقييم الأسواق المالية لأداء الشركة على أنه عادي، وبالتالي فإن سعر السهم في السوق لا يتجاوز القيمة الدفترية للسهم. أما إذا كانت قيمة النسبة أقل من الواحد، فإنها تدل على تقييم سيء لأداء إدارة الشركة من قبل الأسواق المالية، وبالتالي يكون سعر السهم في السوق أدنى من قيمته الدفترية.

إن القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم تساوي إلى ٠,٩ مرة، أي أقل من الواحد بقليل، كما يتبين من الحساب:

$$\text{القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم} = \frac{\text{سعر السهم في السوق}}{\text{القيمة الدفترية للسهم}} = \frac{\text{دع ٩}}{\text{دع ١٠}} = ٠,٩ \text{ مرة}$$

من الملاحظ أن سعر سهم شركة منتجات الأدوية الصناعية العربية في السوق والبالغ ٩ دينار عربي أدنى بقليل من القيمة الدفترية للسهم البالغ ١٠ دينار عربي، مع العلم أن أداء الشركة من حيث الربحية جيد بحسب التحليل المقدم أعلاه. ولعلّ السبب في ذلك يكمن في تطور أداء مبيعات وأرباح الشركة غير المرضي في الماضي والتوقعات غير المتفائلة حول الآفاق المستقبلية للشركة. ومن الممكن التحقق من ذلك بدراسة معدلات نمو بعض المتغيرات الرئيسية، وهو ما سيتم بحثه فيما بعد.

### العائد على الاستثمار في السهم

يقيس العائد على الاستثمار في السهم Rate of Return on Investment في السهم معدل المردود الذي يحققه المستثمر من توظيف أمواله في سهم عادي لمدة سنة. ويتكون معدل المردود هذا من جزئين هما عائد الربح الموزع Dividend Yield، ومعدل الربح (أو الخسارة) الرأسمالية Capital Gains (or Loss) Rate، كما هو مبين في المعادلة التالية:

$$r_{it} = \frac{D_{it}}{P_{it-1}} + \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

بحيث أن:

$$\begin{aligned} r_{it} &= \text{معدل المردود (العائد) على الاستثمار في السهم (i) خلال الفترة (t)} \\ D_{it} &= \text{الربح الموزع بالسهم (i) خلال الفترة (t)} \\ P_{it} &= \text{سعر مبيع السهم (i) في نهاية الفترة (t)} \\ P_{it-1} &= \text{سعر شراء السهم (i) في بداية الفترة (t)} \end{aligned}$$

ويمثل التعبير الأول في المعادلة عائد الربح الموزع وهو عبارة عن الأرباح الموزعة بالسهم مقسمة على سعر شراء السهم. ويمثل التعبير الثاني معدل الربح (أو الخسارة) الرأسمالية وهو عبارة عن الفرق ما بين سعر مبيع وسعر شراء السهم مقسماً على سعر شراء

السهم. فإذا كان سعر مبيع السهم أكبر من سعر الشراء، يتحقق ربح رأسمالي. أما إذا كان سعر مبيع السهم أقل من سعر الشراء، فتتحقق خسارة رأسمالية. ويجمع العائدين يتم الحصول على عائد الاستثمار في السهم، وهو نسبة مئوية سنوية بافتراض أن (t) فترة الاستثمار في السهم تساوي سنة واحدة يشتري المستثمر السهم في بدايتها ثم يبيع السهم في نهايتها.

إن العائد على الاستثمار في سهم شركة منتجات الأدوية الصناعية العربية يساوي إلى ٢٨,٥٧ بالمئة، على افتراض أن المستثمر اشترى السهم من السوق في نهاية ١٩٩٣ بمبلغ ١٤ ديناراً عربياً، ثم باع هذا السهم في نهاية ١٩٩٤ بمبلغ ٩ دينار عربي. وقد حسب العائد كما يلي:

$$\text{عائد الاستثمار في السهم} = \frac{\text{الربح الموزع}}{\text{سعر شراء السهم}} + \frac{\text{سعر مبيع السهم - سعر شراء السهم}}{\text{سعر شراء السهم}}$$

$$\frac{(١٤ - ٩)}{١٤} + \frac{١}{١٤} = \frac{(١٤ - ٩)}{١٤} + \frac{١}{١٤} =$$

$$= ٧,١٤ \% - ٣٥,٧١ \% = ٢٨,٥٧ \text{ بالمئة}$$

أي أن العائد سلبي لكون الخسارة الرأسمالية ٣٥,٧١ بالمئة أكبر من عائد الربح الموزع ٧,١٤ بالمئة. ويعود السبب في ذلك إلى انخفاض سعر السهم في السوق متأثراً بتدني الأرباح بالسهم والأرباح الموزعة بالسهم.

### نسب النمو Growth Ratios

تقيس نسب النمو مدى التوسع والتقدم الذي تحققه الشركة على مر الزمن. فالنمو هدف مرغوب به إذ أنه يمكن من توسيع الشركة، تطوير منتجاتها، تحسين طرق انتاجها، زيادة عدد الوظائف فيها أفقياً وعمودياً مما يسمح بتدرج المديرين إلى الأعلى وخلق وظائف جديدة، وزيادة أرباحها الأمر الذي يوفر دخلاً أكبر للعاملين في الشركة (عن طريق المكافآت وزيادات الرواتب) وعائد ربح أعلى للمساهمين. ولحجم معدل النمو أهمية خاصة حيث أنه يمكن المحلل المالي من تحديد طبيعة نمو الشركة. فإذا كانت الشركة تنمو

بمعدلات تتناسب مع معدلات نمو الاقتصاد القومي، فإن هذا يدعى نمواً طبيعياً Normal Growth. أما إذا كانت الشركة تنمو بمعدلات أعلى من معدلات نمو الاقتصاد القومي، فإن ذلك يدعى بنمو سريع High Growth. وإذا كانت معدلات نمو الشركة أقل من معدلات نمو الاقتصاد القومي، فيقال عن الشركة أنها راكدة Stagnent. وفي حالة كون معدلات النمو سالبة، فإن ذلك يدل على تراجع الشركة.

ولحساب معدل النمو لمتغير ما،  $X$  مثلاً، يؤخذ التغير في قيمة  $X$  بين فترتين زمنيتين متلاحقتين ويقسم على القيمة الأولى لـ  $X$ ، وبافتراض القيمتين  $X_t$  و  $X_{t+1}$ ، فإن معدل النمو  $g_x$  يساوي إلى:

$$g_x = \frac{X_{t+1} - X_t}{X_t} = \frac{\Delta X}{X_t}$$

ولدراسة نمو شركة يجري حساب معدلات النمو للمتغيرات ذات الأهمية التمويلية مثل المبيعات، التكاليف، الأرباح، الأرباح الموزعة على المساهمين، وسعر السهم في السوق. يقدم الجدول (٤ - ٤) قيم هذه المتغيرات لشركة منتجات الأدوية الصناعية العربية للأعوام ١٩٨٩ - ١٩٩٤. وقد حسبت معدلات النمو السنوية لهذه المتغيرات وهي مقدمة في الجدول (٤ - ٥). ويتبع الجداول تحليل لنمو الشركة خلال فترة السنوات الخمس هذه.

جدول (٤ - ٤)

شركة منتجات الأدوية الصناعية العربية  
تطور المبيعات والتكاليف والأرباح وسعر السهم في السوق  
للأعوام ١٩٨٩ - ١٩٩٤

| ١٩٨٩  | ١٩٩٠  | ١٩٩١  | ١٩٩٢  | ١٩٩٣  | ١٩٩٤  |   |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---|
| ٤,٢٠٠ | ٤,٤٠٠ | ٥,٠٠٠ | ٦,٨٠٠ | ٦,٤٠٠ | ٦,٠٠٠ | معلومات اجمالية (ألف دينار)                 |
| ٣,٥٠٠ | ٣,٧٠٠ | ٤,٢٠٠ | ٥,٣٠٠ | ٥,١٠٠ | ٥,٠٠٠ | المبيعات                                    |
| ٢٤٠   | ٢٥٠   | ٣٠٠   | ٨٠٠   | ٥٠٠   | ٣٨٤   | تكلفة البضاعة المباعة                       |
| ١٢٠   | ١٢٥   | ١٥٠   | ٣٠٠   | ٢٥٠   | ٢٠٠   | الأرباح الصافية                             |
|       |       |       |       |       |       | الأرباح الموزعة على المساهمين               |
| ١,٢٠  | ١,٢٥  | ١,٥٠  | ٤,٠٠  | ٢,٥٠  | ١,٩٢  | معلومات بالسهم (٢٠٠ ألف سهم) (القيمة دينار) |
| ٠,٦٠  | ٠,٦٣  | ٠,٧٥  | ١,٥٠  | ١,٢٥  | ١,٠٠  | الربح بالسهم                                |
| ٩,٠٠  | ١٠,٠٠ | ١٢,٠٠ | ١٦,٠٠ | ١٤,٠٠ | ٩,٠٠  | الربح الموزع بالسهم                         |
|       |       |       |       |       |       | سعر السهم في السوق                          |

جدول (٤ - ٥)

شركة منتجات الأدوية الصناعية العربية  
معدلات نمو المبيعات والتكلفة والأرباح وسعر السهم في السوق  
للأعوام ١٩٩٠ - ١٩٩٤ (بالمئة)

| ١٩٩٠  | ١٩٩١  | ١٩٩٢   | ١٩٩٣  | ١٩٩٤  |                               |
|-------|-------|--------|-------|-------|-------------------------------|
| ٤,٧٦  | ١٣,٦٤ | ٣٦,٠   | ٥,٨٨  | ٦,٦٧  | المبيعات                      |
| ٥,٧١  | ١٣,٥١ | ٢٦,٢   | ٣,٧٧  | ١,٩٦  | تكلفة البضاعة المباعة         |
| ٤,١٧  | ٢٠,٠٠ | ١٦٦,٦  | ٣٧,٥٠ | ٢٣,٢٠ | الأرباح الصافية               |
| ٤,١٧  | ٢٠,٠٠ | ١٠٠,٠  | ١٦,٦٧ | ٢٠,٠٠ | الأرباح الموزعة على المساهمين |
| ٤,١٧  | ٢٠,٠٠ | ١٦٦,٦  | ٣٧,٥٠ | ٢٣,٢٠ | الربح بالسهم                  |
| ٤,١٧  | ٢٠,٠٠ | ١٠٠,٠٠ | ١٦,٦٧ | ٢٠,٠٠ | الربح الموزع بالسهم           |
| ١١,١١ | ٢٠,٠٠ | ٣٣,٣٣  | ١٢,٥٠ | ٣٥,٧١ | سعر السهم في السوق            |

يلاحظ من تفحص الجدول (٤ - ٥) أن شركة منتجات الأدوية الصناعية العربية قد تمتعت بمعدلات نمو متسارعة خلال السنوات ١٩٩٠ - ١٩٩٢. ويبدو ذلك جلياً من النظر إلى معدلات نمو المبيعات والأرباح الصافية والأرباح الموزعة على المساهمين التي تسارعت لتصل في عام ١٩٩٢ إلى ٣٦ بالمئة، ١٦٦,٦ بالمئة، و ١٠٠ بالمئة، لكل منها. وقد توافقت الزيادة في المبيعات بنمو في تكلفة البضاعة المباعة ولكن بمعدلات أصغر اجمالاً حيث وصلت إلى ٢٦,٢ بالمئة عام ١٩٩٢. وقد أدى النمو السريع في أرباح الشركة والأرباح الموزعة على المساهمين إلى تحسن سعر السهم في السوق حيث ارتفعت قيمته بـ ١١ بالمئة عام ١٩٩٠، و ٢٠ بالمئة عام ١٩٩١، و ٣٣,٣ بالمئة عام ١٩٩٢. وبذلك تكون قيمة السهم قد ازدادت من ٩ دينار عربي عام ١٩٨٩ إلى ١٦ ديناراً عربياً عام ١٩٩٢، أي بنسبة ٧٨ بالمئة خلال ثلاث سنوات. ولكن بحلول عام ١٩٩٣ بدأت المبيعات والأرباح الصافية والأرباح الموزعة على المساهمين بالتراجع ما أدى إلى تدهور سعر السهم بسرعة في السوق المالي. فقد انخفضت المبيعات بـ ٩, ٥ بالمئة عام ١٩٩٣ وبـ ٦, ٦٧ بالمئة عام ١٩٩٤. أما الأرباح الصافية، فقد انخفضت بمعدلات أشد حدة وصلت إلى ٥, ٣٧ بالمئة عام ١٩٩٣ و ٢, ٢٣ بالمئة عام ١٩٩٤. ولعلّ السبب في ذلك يعود إلى أن معدلات النمو في تكلفة البضاعة المباعة لم تتراجع إلا بمعدلات صغيرة بالمقارنة مع معدلات تراجع المبيعات. وقد أدى التراجع المتسارع للأرباح بالسهم والأرباح الموزعة بالسهم وما نتج عنها من توقعات غير متفائلة عن مستقبل الشركة إلى تدهور سريع في سعر السهم في السوق، فانخفضت قيمته بـ ٥, ١٢ بالمئة عام ١٩٩٣ وبـ ٧, ٣٥ بالمئة عام ١٩٩٤ ليصل إلى ٩ دينار.

### تحليل النسب الشامل

لا يكفي في تحليل أداء الشركة وتحديد مركزها المالي الاعتماد على بعض النسب التمويلية أو على مجموعة أو أكثر من هذه النسب. لأن مثل هذا التحليل يعتبر مجتزئاً ولا يعطي الشمولية أو العمق اللازمين للتحليل. لذلك يجب بعد تقييم أداء الشركة حسب كل نسبة على حدة، وهو ما جرى عمله فيما سبق، إدراج النسب كافة في لائحة واحدة ودراستها مع بعض لأخذ صورة شاملة ومتكاملة لأداء الشركة ولرؤية الترابط ما بين

المشاكل التي تم تشخيصها. إن هذه الطريقة تؤدي إلى وضوح أكبر في تحديد المشكلات التي تواجه الشركة، أبعاد كل من هذه المشكلات، والتشابك فيما بينها. يعرض الجدول (٤ - ٦) ملخصاً للنسب التمويلية وقيمتها كما حسبت لشركة منتجات الأدوية الصناعية العربية. ويتبع الجدول تحليل شامل لأداء الشركة.

يتبين من النسب أن الشركة تتمتع بسيولة مرضية. وكذلك الأمر بالنسبة لدوران المخزون ووسطي فترة التحصيل. فالشركة تحتفظ بمستوى مقبول للمخزون، كما أنها تحصل حساباتها المدينة خلال فترة زمنية وسطية معقولة. لكن دوران الموجودات الثابتة منخفض جداً ما يدل على أن الشركة لا تولد حجم مبيعات يتناسب مع حجم الاستثمارات في الموجودات الثابتة، الأمر الذي يساهم في ارتفاع التكاليف بسبب ارتفاع التكلفة الثابتة لوحدة الإنتاج. وقد أدى ذلك إلى انخفاض دوران اجمالي الموجودات. ومن ناحية الاقتراض، يبدو أن نسبة الديون إلى اجمالي الموجودات تتجاوز كثيراً مستوى الدين المقبول في الأسواق المالية لشركة في مثل هذه الصناعة. ويتضح إفراط الشركة في الاعتماد على الدين في التمويل من نسب المديونية الأخرى مثل عدد مرات تغطية الأرباح للفائدة، تغطية الالتزامات المالية الثابتة، تغطية التدفقات النقدية، وهي كلها منخفضة. ذلك أن أي انخفاض في الأرباح المحققة عن الأرباح المتوقعة قد يؤدي إلى توقف الشركة عن دفع الفائدة على الديون وعن دفع الالتزامات المالية الثابتة الأخرى ما يعرض الشركة إلى خطر الإفلاس والتصفية. إن ارتفاع نسبة المديونية يزيد الخطر التمويلي للشركة مما يؤدي إلى إعادة النظر في التصنيف الائتماني للشركة وبالتالي ارتفاع تكاليف التمويل في المستقبل. كذلك فإن الزيادة في الخطر التمويلي قد يجعل أسهم الشركة أقل جاذبية للمستثمرين مما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم في السوق. أما من ناحية الربحية، فيبدو أن أداء الشركة جيد بحسب نسبي هامش الربح والعائد على الموجودات، وذلك بالرغم من عدم استغلال الموجودات الثابتة للشركة على الشكل الأمثل. وقد ساهمت نسبة الدين العالية في تحقيق عائد جيد جداً على حقوق المساهمين.

الفصل الرابع: تحليل النسب التمويلية

|   |   |  |   |  |   |      |                  |                |
|---|---|--|---|--|---|------|------------------|----------------|
| معدل الديون إلى إجمالي الموجودات          | = | $\frac{\text{اجمالي الديون}}{\text{اجمالي الموجودات}}$   | = | $\frac{\text{دع ٢,٠٠٠}}{\text{دع ٥٠ بالمئة ٣٠ بالمئة ٥٠}}$ | = | ٤    | مرة              | قليل، سيء      |
| عدد مرات تغطية الأرباح للفائدة            | = | $\frac{\text{الأرباح قبل الفائدة والضريبة}}{\text{الفائدة على الديون}}$  | = | $\frac{\text{دع ٨٥٠}}{\text{دع ٢١٠}}$                      | = | ٤    | مرة              | قليل، سيء جداً |
| عدد مرات تغطية الالتزامات المالية الثابتة | = | $\frac{\text{الأرباح قبل الفائدة والضريبة + الأرباح}}{\text{الفائدة + الإيجارات + احتياطي تسديد سندات الدين}}$ | = | $\frac{\text{دع ٩٠٦}}{\text{دع ٣٠٦}}$                      | = | ٢,٩٦ | مرة              | قليل، سيء      |
| عدد مرات تغطية التدفقات النقدية           | = | $\frac{\text{التدفقات النقدية الداخلة}}{\text{الالتزامات أرباح الأسهم العادية + دفعات تسديد الدين}}$           | = | $\frac{\text{دع ١,٠٠٦}}{\text{دع ٥١٩,٣}}$                  | = | ١,٩٤ | مرة              | قليل، سيء      |
| هامش الربح                                | = | $\frac{\text{الأرباح الصافية}}{\text{المبيعات}}$   | = | $\frac{\text{دع ٣٨٤}}{\text{دع ٦,٠٠٠}}$                    | = | ٦,٤  | بالمئة ٥ بالمئة  | جيد            |
| العائد على الموجودات                      | = | $\frac{\text{الأرباح الصافية + الاهتلاك السنوي}}{\text{اجمالي الموجودات}}$                                     | = | $\frac{\text{دع ٥٨٤}}{\text{دع ٥,٠٠٠}}$                    | = | ١١,٧ | بالمئة ١٠ بالمئة | جيد            |
| العائد على الملكية                        | = | $\frac{\text{الأرباح الصافية}}{\text{حقوق المساهمين}}$   | = | $\frac{\text{دع ٣٨٤}}{\text{دع ٢,٠٠٠}}$                    | = | ١٩,٢ | بالمئة ١٦ بالمئة | جيد جداً       |

الفصل الرابع: تحليل النسب التمويلية

جدول (٤-٦)  
شركة منتجات الأدوية الصناعية العربية  
ملخص النسب التمويلية لعام ١٩٩٤

| التقييم   | وسطي الصناعة | قيمة النسبة للشركة | طريقة الحساب                  | النسبة                       |
|-----------|--------------|--------------------|-------------------------------|------------------------------|
| مرضٍ      | ٢,٥ مرة      | ١,٤٠٠ دج =         | الموجودات المتداولة           | النسبة الجارية               |
|           |              | ٢,٣٣ مرة =         | المطلوبات المتداولة           |                              |
|           |              | ٨٠٠ دج =           | الموجودات المتداولة - المخزون | النسبة السريعة               |
| جيد       | ١ مرة        | ٦٠٠ دج =           | المطلوبات المتداولة           |                              |
|           |              | ٥,٠٠٠ دج =         | تكلفة البضاعة المباعة         |                              |
| مرضٍ      | ٧ مرة        | ٧,٦ مرة =          | وسطي المخزون                  | معدل دوران المخزون           |
|           |              | ٤٠٠ دج =           | الحسابات المدينة              |                              |
| مرضٍ      | ٢٠ يوم       | ٢٤ يوم =           | المبيعات بالدين / ٣٦٠         | وسطي فترة التحصيل            |
|           |              | ١٦,٦٧ دج =         | المبيعات                      |                              |
| قليل، سيء | ٤ مرة        | ١,٦٧ مرة =         | الموجودات الثابتة الاجمالية   | معدل دوران الموجودات الثابتة |
|           |              | ٦,٠٠٠ دج =         | المبيعات                      |                              |
| قليل، سيء | ٢ مرة        | ١,٢ =              | اجمالي الموجودات              | معدل دوران اجمالي الموجودات  |
|           |              | ٥,٠٠٠ دج =         |                               |                              |

| النسبة                                   | طريقة الحساب   | قيمة النسبة للشركة                             | وسطي الصناعة | التقييم   |
|--|--|--|--------------|-----------|
| الأرباح بالسهم                           | $\frac{\text{الأرباح الصافية}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$       | $\frac{\text{دع } 384}{200} = \text{دع } 1,92$ | دع 1,75      | جيد       |
| سعر السهم إلى الأرباح بالسهم             | $\frac{\text{وسطي سعر السهم في السوق}}{\text{الأرباح بالسهم}}$   | $\frac{\text{دع } 9}{1,92} = \text{دع } 4,7$   | ٦ مرة        | صغير، سيء |
| الأرباح إلى سعر السهم                    | $\frac{\text{الأرباح بالسهم}}{\text{وسطي سعر السهم في السوق}}$   | $\frac{\text{دع } 1,92}{9} = \text{دع } 21$    | ١٨ بالمنة    | عال، سيء  |
| القيمة الدفترية للسهم                    | $\frac{\text{حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$        | $\frac{\text{دع } 2,000}{200} = \text{دع } 10$ | —            | —         |
| القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم | $\frac{\text{سعر السهم في السوق}}{\text{القيمة الدفترية للسهم}}$ | $\frac{\text{دع } 9}{10} = \text{دع } 0,9$     | —            | صغير، سيء |

العائد على الاستثمار في السهم = عائد الربح الموزع + عائد الربح (الخسارة) الرأسمالية =  $7,14\% - 35,71\% = 28,57\%$

إن أداء الربحية الجيد للشركة كان من المفروض أن يكون له تأثير ايجابي على سعر السهم في السوق، لكن سعر السهم في السوق لا يزال متدنياً. وقد أدى ذلك إلى تدني نسبة سعر السهم إلى الأرباح بالسهم (ال PE Ratio)، وإلى انخفاض سعر السهم في السوق إلى أقل من قيمته الدفترية. أما العائد السنوي المحقق على الاستثمار في السهم، فهو عائد سالب وبمقدار كبير بسبب عائد الخسارة الرأسمالية الكبير جداً والبالغ ٣٦ بالمئة تقريباً. وقد يبدو من مقارنة أداء الربح الجيد للشركة بأداء سعر السهم في السوق أن هناك نوعاً من التناقض لا يمكن تبريره نظرياً. ولكن احياءات مثل هذا التناقض تختفي تماماً إذا أضفينا على تحليل النسب الجامد Static بعض الحركية Dynamic وذلك بدراسة تطور متغيرات أداء الشركة على مر الزمن، عوضاً من التركيز على تحليل الأداء في سنة واحدة فقط. ويتم ذلك بدراسة معدلات النمو للمتغيرات الاقتصادية للشركة وبدراسة اتجاهات تطور النسب التمويلية على مر الزمن.

#### التحليل الاتجاهي Trend Analysis

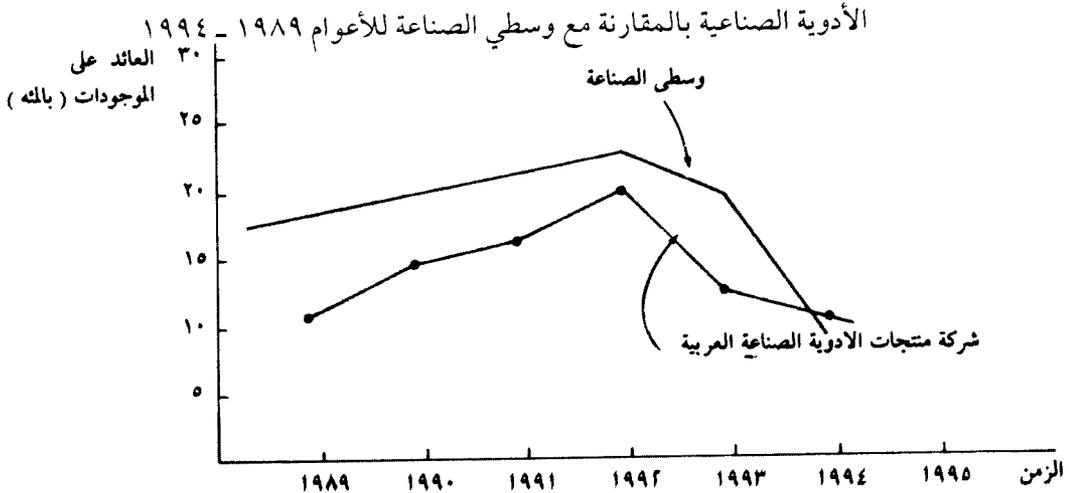
اتضح مما تقدم أن التركيز على مجموعة واحدة من النسب التمويلية يؤدي إلى نتائج متناقضة ومضللة. فمثلاً من الممكن لشركة أن يكون أداؤها من حيث الربحية جيد في سنة ما، ولكنه بالمقارنة مع السنوات السابقة يمثل تراجعاً، الأمر الذي يفسر السلوك غير المرضي لسعر سهم الشركة في السوق في السنة قيد الدراسة. كذلك فإنه من الممكن لشركة أن لا يكون أداؤها عظيماً في سنة ما، ولكن هذا الأداء يمثل تحسناً ملموساً عن أداء الشركة في السنوات السابقة، وهو مؤشر ايجابي بحد ذاته. يستنتج من ذلك أن تحليل النسب التمويلية المرتكز على سنة واحدة هو تحليل جامد Static Analysis، ويؤدي إلى التوصل إلى نتائج خاطئة. لذلك يتوجب لاستكمال التحليل ولتفادي الوقوع في استنتاجات غير صحيحة، إجراء تحليل حركي (ديناميكي) Dynamic Analysis بأخذ التطور مع الزمن في الاعتبار. ويتم ذلك بعمل تحليل اتجاهي Trend Analysis.

ويجري التحليل الاتجاهي باستعمال الأشكال الهندسية. بالتحديد يتم رسم نقاط القيم التاريخية لنسبة تمويلية ما، العائد على الموجودات مثلاً، في فراغ شكل هندسي يقيس قيمة النسبة على محوره العامودي والسنوات (الزمن) على محوره الأفقي. ويتوصيل

النقاط بخط، يتبين بوضوح اتجاه ربحية الشركة مع الزمن، وفيما إذا كان يتطور نحو الأحسن أو نحو الأسوأ. ولمعرفة ما إذا كان أداء الشركة يساير أداء الصناعة التي تعمل بها أو يبتعد عنه، يمكن رسم خط يمثل تطور قيمة وسطي الصناعة للنسبة عينها على الشكل الهندسي نفسه. ويوضح الشكل (٤-١) منحنيين لتطور العائد على الموجودات على مر السنين، الأول يخص شركة منتجات الأدوية الصناعية العربية، والثاني يخص وسطي الصناعة. وبتحليل تطور الاتجاه يتبين أن ربحية الشركة كانت آخذة بالتحسن باستمرار وتقترب من وسطي الصناعة خلال الفترة ١٩٨٩ - ١٩٩٢. ويبدو أن فرص الربح كانت جيدة للصناعة وللشركة في تلك الفترة. ولكن في العام ١٩٩٣ تقلصت الربحية في الصناعة فانخفض وسطي الصناعة للعائد على الموجودات، لكن عائد الشركة انخفض بحدّة أكبر. وفي العام ١٩٩٤ تابع وسطي الصناعة انخفاضه وبتحليله. بينما لم يطرأ على عائد الموجودات للشركة إلا انخفاض طفيف.

يستنتج من تحليل الاتجاه المبحوث فيما تقدم أنه بالرغم من أن ربحية شركة منتجات الأدوية الصناعية العربية بحسب العائد على الموجودات كانت أحسن من وسطي الصناعة بقليل عام ١٩٩٤، لكنها تمثل تراجعاً في أداء الربحية للسنة الثانية على التوالي بالمقارنة مع القيمة التي وصل إليها العائد على الموجودات عام ١٩٩٢. كذلك فإن التدني المستمر للعائد يمثل انعكاساً للاتجاه التصاعدي للربحية الذي ساد الفترة ١٩٨٩ - ١٩٩٢. إن هذا يفسر التدهور الحاصل على سعر سهم الشركة في السوق المالية من ١٦ دينار عربي عام ١٩٩٢ إلى ٩ دينار عربي عام ١٩٩٤، أي بنسبة ٤٤ بالمئة.

الشكل (٤-١) إيضاح للتحليل الاتجاهي: تطور العائد على الموجودات لشركة منتجات



## مصادر نسب المقارنة

في البلاد التي توجد فيها أسواق مالية متطورة، هناك مؤسسات مالية متخصصة تنشر بشكل دوري، كل ربع سنة، نسب مقارنة للصناعات المختلفة. فمثلاً تنشر شركة دن اند برادستريت Dun & Bradstreet تقريراً دورياً بعنوان نسب الأعمال الرئيسية Key Business Ratios. يتضمن هذا التقرير نسب مقارنة لـ ١٤ نسبة تمويلية لعدد كبير (١٢٥) من فروع النشاط الصناعي والتجاري في الولايات المتحدة الأمريكية. كذلك يمكن الحصول على نسب المقارنة من التقارير والمنشورات الدورية للاتحادات الصناعية مثل اتحاد الصناعات الكيماوية، اتحاد صناعة الحديد والصلب، اتحاد صناعة الإسمنت... الخ، ومن غرف التجارة والصناعة. وبما أن البنوك التجارية تقوم بفحص دقيق للتقارير المالية لعملائها من الشركات قبل منحهم أية قروض، فإن البنوك تمثل مصدراً آخر لنسب المقارنة. ويستطيع المحلل التمويلي حصر الشركات العاملة في صناعة ما، الحصول على التقارير المالية لكل من هذه الشركات، حساب النسب التمويلية لكل من هذه الشركات، ثم احتساب الوسطي لكل نسبة. إن الوسطي في هذه الحالة هو عبارة عن نسبة المقارنة. وأخيراً يمكن للمحلل اللجوء إلى الشركة نفسها للحصول على معايير الأداء المثلى.

## تطبيقات تحليل النسب التمويلية على الحاسب الشخصي

يستفاد من الكمبيوتر الشخصي بشكل كبير في موضوع تحليل النسب التمويلية. فباستعمال برامج الجداول الالكترونية مثل لوتس ١ - ٢ - ٣ يمكن القيام بجميع أنواع التحليل المالي بما فيها الآتي:

- ١ - ادخال التقارير المالية لشركة في الحاسب لعدد من السنوات.
- ٢ - حساب النسب المالية لكل سنة من السنوات ومقارنتها مع وسطيات الصناعة وتخزينها.
- ٣ - رسم أشكال هندسية لتطور نسب مختارة أو للنسب كافة ومقارنتها مع وسطيات الصناعة على مر الزمن للقيام بالتحليل الاتجاهي.

## ملخص

تستعمل النسب التمويلية لتشخيص وتحليل المشاكل التشغيلية والاستثمارية والتمويلية للشركة وتحديد مركزها المالي. ويتم ذلك بتطبيق النسب على التقارير المالية للشركة لحساب قيمة النسب، ومن ثم مقارنتها مع النسب المعيارية والتي تمثل وسطي الصناعة عادة. وهناك ست مجموعات من النسب تقيس كل منها جانباً من جوانب أداء الشركة وتشمل هذه المجموعات نسب السيولة والتشغيل والمديونية والربحية ونسب الأسهم والنمو، وقد قدم ملخص لها في الجدول (٤ - ٦). وتجدر الإشارة هنا إلى أن التحليل التمويلي يجب أن لا يكون مجتزأً. أي يجب تجنب استعمال مجموعة واحدة من النسب، ولو كان المحلل مهتماً بذلك الجانب من جوانب الأداء فقط، لأن ذلك يعطي صورة غير كاملة عن وضع الشركة. كذلك يجب عدم الاكتفاء بإجراء التحليل التمويلي لسنة واحدة فقط لأن ذلك لا يظهر ما إذا كان أداء الشركة في تقدم مع الزمن أو أنه يسير نحو الأسوأ. لذلك يوصى باستعمال التحليل الاتجاهي لمعرفة منحى تطور أداء الشركة ومقارنته بمنحى تطور الصناعة على مر الزمن.

### مسائل على (الفصل ٤) : تحليل النسب التمويلي

٤ - ١ - كيف يجب أن تكون ميزانية شركة الزجاج العربية ومبيعاتها باستعمال النسب التمويلية لشركة مثالية والمقدمة فيما يلي؟

#### النسبة

الديون إلى حقوق المساهمين : ٥٠ بالمئة

السيولة السريعة : ١,٢ مرة

دوران اجمالي الموجودات : ٢ مرة

عدد أيام المبيعات في الحسابات المدينة : ٣٠ يوماً

هامش الربح الاجمالي : ٣٠ بالمئة

دوران المخزون : ٥ مرة

#### الميزانية

|    |                  |    |                       |
|----|------------------|----|-----------------------|
| —  | حسابات دائنة     | —  | نقد                   |
| ٢٥ | أسهم عادية       | —  | حسابات مدينة          |
| ٣٥ | أرباح محتجزة     | —  | مخزون                 |
| —  |                  | —  | موجودات ثابتة         |
|    | اجمالي المطلوبات |    | اجمالي الموجودات      |
|    | وحقوق المساهمين  |    |                       |
| == |                  | == |                       |
|    |                  | —  | تكلفة البضاعة المباعة |

٤ - ٢ - مقدم فيما يلي أحدث ميزانية وحساب أرباح وخسائر لشركة الأدوية العربية ووسطيات الصناعة لبعض النسب التمويلية .

شركة الأدوية العربية  
الميزانية ٣١ كانون أول ١٩٩٥  
(ألف دينار)

|              |                                  |              |                            |
|--------------|----------------------------------|--------------|----------------------------|
| ٣٠٠          | حسابات دائنة                     | ٢٠٠          | نقد                        |
| ٢٠٠          | أوراق دفع (بـ ١٠٪)               | ٨٠٠          | حسابات مدينة               |
| ٣٠٠          | مطلوبات متداولة أخرى             | ٦٠٠          | مخزون                      |
| <hr/>        |                                  | <hr/>        |                            |
| ٨٠٠          | اجمالي المطلوبات المتداولة       | ١,٦٠٠        | اجمالي الموجودات المتداولة |
| ٦٠٠          | ديون طويلة الأجل (بـ ١٠٪)        | ٦٠٠          | صافي الموجودات الثابتة     |
| ٨٠٠          | حقوق المساهمين                   |              |                            |
| <hr/>        |                                  | <hr/>        |                            |
| <u>٢,٢٠٠</u> | اجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين | <u>٢,٢٠٠</u> | اجمالي الموجودات           |

شركة الأدوية العربية  
حساب الأرباح والخسائر للسنة  
المنتهية في ٣١ كانون أول ١٩٩٥  
(ألف دينار)

|                   |       |                         |
|-------------------|-------|-------------------------|
|                   | ٤,٠٠٠ | المبيعات                |
|                   | ٣,٤٠٠ | تكلفة البضاعة المباعة   |
|                   | <hr/> |                         |
| ٦٠٠               |       | الربح الاجمالي          |
|                   | ٢٥٠   | مصاريف البيع            |
| ٤٥٠               | ٢٠٠   | مصاريف إدارية وعامة     |
| <hr/>             | <hr/> |                         |
| ١٥٠               |       | صافي ربح التشغيل        |
| ٨٠                |       | الفائدة                 |
| ٧٠                |       | الربح قبل الضريبة       |
| ١٥                |       | ضريبة الدخل (٢١ بالمئة) |
| <hr/>             | <hr/> |                         |
| <u>٥٥ ديناراً</u> |       | الربح بعد الضريبة       |

| النسب                       | الشركة | وسطي الصناعة |
|-----------------------------|--------|--------------|
| السيولة                     |        | ١,٩٧ مرة     |
| الديون إلى اجمالي الموجودات |        | ٦٠ بالمئة    |
| عدد مرات الفائدة المرتبحة   |        | ٣,٧٩ مرة     |
| دوران المخزون               |        | ٦,٧ مرة      |
| وسطي فترة التحصيل           |        | ٣٦ يوماً     |
| دوران اجمالي الموجودات      |        | ٢,٩٤ مرة     |
| هامش الربح                  |        | ١,١٤ بالمئة  |
| العائد على الاستثمار        |        | ٣,٣٥ بالمئة  |
| العائد على حقوق المساهمين   |        | ٨,٢٩ بالمئة  |

المطلوب

- ١ - احسب النسب لشركة الأدوية العربية .
- ٢- حلل النتائج بالمقارنة مع وسطيات الصناعة وبين المشاكل التي تعاني منها الشركة وما يجب عمله لتحسين الأداء .
- ٣ - ٤ - مقدم فيما يلي الميزانية وحساب الأرباح والخسائر لشركة الكابلات العربية ووسطيات الصناعة لبعض النسب التمويلية .

شركة الكابلات العربية

الميزانية في ٣١ كانون أول ١٩٩٥  
(القيمة ألف دينار)

|       |                                  |       |                            |
|-------|----------------------------------|-------|----------------------------|
| ٤٥٠   | حسابات دائنة                     | ٩٠    | نقد                        |
| ٣٨٠   | أوراق دفع (ب.١١٪)                | ٤٠    | حسابات مدينة               |
| ٢٨٠   | مطلوبات متداولة أخرى             | ١,٥٥٠ | مخزون                      |
| ١,١١٠ | اجمالي المطلوبات المتداولة       | ١,١٩٠ | أوراق مالية                |
| ٨٨٠   | ديون طويلة الأجل                 | ٢,٨٧٠ | اجمالي الموجودات المتداولة |
| ١,٩٩٠ | اجمالي الديون                    | ١,١٣٠ | صافي الموجودات الثابتة     |
| ٢,٠١٠ | حقوق المساهمين                   |       |                            |
| ٤,٠٠٠ | اجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين | ٤,٠٠٠ | إجمالي الموجودات           |

الفصل الرابع : تحليل النسب التمويلية

شركة الكابلات العربية  
حساب الأرباح والخسائر للسنة  
المنتهية في ٣١ كانون أول ١٩٩٥  
(ألف دينار)

|                           |                         |
|---------------------------|-------------------------|
| ٦,٢٠٠                     | المبيعات                |
|                           | تكلفة البضاعة المباعة:  |
|                           | مواد                    |
| ٢,٤٧٠                     | عمالة مباشرة            |
| ١,٥٤٠                     | طاقة                    |
| ٢٣٠                       | عمالة غير مباشرة        |
| ٣٧٠                       | اهتلاك                  |
| <u>٤,٧٥٠</u>              |                         |
|                           | اجمالي الربح            |
| ١,٤٥٠                     | مصاريف المبيعات         |
|                           | مصاريف إدارية وعمامة    |
| <u>١,٠٢٠</u>              |                         |
|                           | صافي دخل التشغيل (EBIT) |
| ٤٣٠                       | الفائدة على الديون      |
| <u>١٢١</u>                |                         |
|                           | الربح قبل الضريبة       |
| ٣٠٩                       | ضريبة الدخل (٤٠ بالمئة) |
| <u>١٢٣</u>                |                         |
| <u><u>١٨٦</u></u> ديناراً | الربح بعد الضريبة       |

| النسب                       | الشركة | وسطيات الصناعة |
|-----------------------------|--------|----------------|
| السيولة                     |        | ٢,٢ مرة        |
| السيولة السريعة             |        | ١,٠ مرة        |
| الديون إلى اجمالي الموجودات |        | ٥٠,٠ بالمئة    |
| عدد مرات الفائدة المرتبحة   |        | ٥,٢ مرة        |
| دوران المخزون               |        | ٥,١ مرة        |
| وسطي فترة التحصيل           |        | ٥٢ يوماً       |
| دوران الموجودات الثابتة     |        | ٩,٢٥ مرة       |
| دوران اجمالي الموجودات      |        | ١,٨٥ مرة       |
| هامش الربح                  |        | ٣,١٩ بالمئة    |
| العائد على الموجودات        |        | ٥,٩٠ بالمئة    |
| العائد على حقوق المساهمين   |        | ١٠,٨ بالمئة    |

المطلوب :

١ - احسب النسب لشركة الكابلات العربية.

٢ - حلّل النتائج بالمقارنة مع وسطيات الصناعة، حدد المشاكل التي تواجهها الشركة، واقترح التوصيات المناسبة للتغلب على هذه المشاكل.

٤ - ٤ - تنتج شركة المتوسط للكونسروة الفواكه والخضار والعصيرات المعلبة. تمول الشركة رأسمالها العامل من البنك التجاري. تسمح الاعتمادات الممنوحة حالياً للشركة بأن تقترض حتى ٣٦٠,٠٠٠ دينار عربي. وتنص اتفاقية الاقتراض على أن يسدد القرض بالكامل خلال السنة، أي في شباط ١٩٩٧ في هذه الحالة. بلغت الفوائد على الديون ٤٨,٠٠٠ دينار عربي في عام ١٩٩٦.

أدى انخفاض في أسعار المأكولات المعلبة وارتفاع التكاليف إلى انخفاض هامش الربح والدخل الصافي للشركة في النصف الثاني لعام ١٩٩٥ ومعظم عام ١٩٩٦. وقد ازدادت المبيعات في كل من هاتين السنتين بسبب برنامج الشركة التسويقي النشط.

وضع البنك التجاري موضع التطبيق حديثاً برنامج تحليل للقروض على الحاسب الآلي (الكومبيوتر). وقد نبه هذا البرنامج موظف التسليف المختص بالشركة إلى تدهور

الفصل الرابع: تحليل النسب التمويلية

المركز المالي لشركة المتوسط، فقام ببحث الموضوع مع مدير التسليف بالبنك، وتقرر بأن يطلب البنك من الشركة تسديد كامل القرض جالاً إذا لم تتقدم إدارة الشركة ببرنامج واقعي يبين كيف ستعمل الشركة على تحسين أوضاعها المالية المتردية. فيما يلي ميزانيات وحسابات أرباح وخسائر للمقارنة لشركة المتوسط للأعوام ١٩٩٤ - ١٩٩٦، ووسطيات الصناعة لبعض النسب الهامة.

ميزانيات مقارنة لشركة المتوسط، القيمة الف دينار عربي

| ١٩٩٦    | ١٩٩٥    | ١٩٩٤    |                            |
|---------|---------|---------|----------------------------|
| ٢٥,٥    | ٣٥,٧    | ٧٦,٥    | نقد                        |
| ٤٨٤,٥   | ٣٤٦,٨   | ٣٠٦     | حسابات مدينة               |
| ١,٠٣٢,٨ | ٦٣٧,٥   | ٣٨٢,٥   | مخزون                      |
| ١,٥٤٢,٨ | ١,٠٢٠,٠ | ٧٦٥,٠   | اجمالي الموجودات المتداولة |
| ١٥٣,٠   | ١٦٣,٢   | ٦١,٢    | أراضٍ وأبنية               |
| ١٢٧,٥   | ١٤٧,٩   | ١٨٨,٧   | آلات وتجهيزات              |
| ٧,٦     | ١٠,٢    | ٣٥,٧    | موجودات ثابتة أخرى         |
| ١,٨٣٠,٩ | ١,٣٤١,٣ | ١,٠٥٠,٦ | اجمالي الموجودات           |
| ٣٥٧,٠   | ١٢٧,٥   | —       | حسابات دائنة               |
| ٣٨٣,٥   | ١٩٣,٨   | ١٢٢,٤   | أوراق دفع                  |
| ٩٦,٩    | ٧١,٤    | ٦١,٢    | متأخرات                    |
| ٨٣٦,٤   | ٣٩٢,٧   | ١٨٣,٦   | اجمالي المطلوبات المتداولة |
| ٤٥,٩    | ٥١,٠    | ٥٦,١    | قروض طويلة الأجل           |
| ٤٥٩,٠   | ٤٥٩,٠   | ٤٥٩,٠   | أسهم عادية                 |
| ٤٨٩,٦   | ٤٣٨,٦   | ٣٥١,٩   | أرباح محتجزة               |
| ١,٨٣٠,٩ | ١,٣٤١,٣ | ١,٠٥٠,٦ | اجمالي المطلوبات والملكية  |

حساب الأرباح والخسائر لشركة المتوسط  
(القيمة الف دينار عربي)

| ١٩٩٦  | ١٩٩٥    | ١٩٩٤    |                                     |
|-------|---------|---------|-------------------------------------|
| ٣,٥٧٠ | ٣,٤٤٢,٥ | ٣,٣١٥,٠ | صافي المبيعات                       |
| ٢,٨٧٣ | ٢,٧٨٢,٩ | ٢,٦٩٤,٥ | تكلفة البضاعة المباعة               |
| ٦٩٧   | ٦٥٩,٦   | ٦٢٠,٥   | اجمالي ربح التشغيل                  |
| ٣٠٦   | ٢٨٠,٥   | ٢٥٥,٠   | المصاريف الإدارية والعامه والمبيعات |
| ١٥٣   | ١٢٧,٥   | ١٠٢,٠   | الاهتلاك                            |
| ١٥٣   | ١٠٧,١   | ٥١,٠    | مصاريف متنوعة                       |
| ٨٥    | ١٤٤,٥   | ٢١٢,٥   | الربح قبل الضريبة                   |
| ٣٤    | ٥٧,٨    | ٨٥,٠    | الضريبة (٤٠ بالمئة)                 |
| ٥١    | ٨٦,٧    | ١٢٧,٥   | الربح الصافي                        |

النسب الوسطية في صناعة المأكولات المعلبة السائد  
خلال الأعوام ١٩٩٤ - ١٩٩٦

| القيمة     | النسبة                    |
|------------|---------------------------|
| ١ مرة      | النسبة السريعة            |
| ٢,٧ مرة    | النسبة الآنية (الجارية)   |
| ٧ مرة      | دوران المخزون             |
| ٣٢ يوماً   | وسطي فترة التحصيل         |
| ١٣ مرة     | دوران الموجودات الثابتة   |
| ٢,٦ مرة    | دوران اجمالي الموجودات    |
| ٩ بالمئة   | العائد على الموجودات      |
| ١٨ بالمئة  | العائد على حقوق المساهمين |
| ٥٠ بالمئة  | نسبة المديونية            |
| ٣,٥ بالمئة | هامش الربح على المبيعات   |

المطلوب

أ - احسب النسب المالية للشركة للسنوات ١٩٩٤ - ١٩٩٦ وارسم النتائج هندسياً وقارنها بوسطيات الصناعة لتحليل الاتجاه .

ب - ما هي نقاط الضعف والقوة في الشركة كما تراها من خلال تحليل النسب؟

ج - ماذا يجب أن تعمل الشركة لتحسين أوضاعها المالية المتردية؟ ضع ذلك بشكل برنامج عمل .

د - ماذا يجب أن يفعل البنك؟ هل يطلب تسديد القرض حالاً، أو ينتظر على الشركة؟

٤ - ٥ - فيما يلي أحدث ميزانية وحساب أرباح وخسائر ونسب مالية للسنتين السابقتين لشركة الخردوات التجارية :

شركة الخردوات التجارية

ميزانية في ٣١ كانون أول ١٩٩٦

(القيمة الف دينار)

|               |                          |               |                    |
|---------------|--------------------------|---------------|--------------------|
| ٢,٠٠٠         | حسابات دائنة             | ١,٠٠٠         | نقد                |
| ٤,٠٠٠         | أوراق دفع للبنك          | ٥,٠٠٠         | حسابات مدينة       |
| ٢,٠٠٠         | متأخرات (أجور وضرائب)    | ٧,٠٠٠         | مخزون              |
| ١٢,٠٠٠        | ديون طويلة الأجل         | ١٥,٠٠٠        | صافي موجودات ثابتة |
| ٤,٠٠٠         | أسهم تفضيلية             | ٢,٠٠٠         | موجودات أخرى       |
| ٢,٠٠٠         | أسهم عادية               |               |                    |
| ٤,٠٠٠         | أرباح محتجزة             |               |                    |
| <u>٣٠,٠٠٠</u> | اجمالي المطلوبات والحقوق | <u>٣٠,٠٠٠</u> | اجمالي الموجودات   |

شركة الخردوات

حساب الأرباح والخسائر للسنة المنتهية في ١٩٩٦/١٢/٣١  
(القيمة الف دينار)

|                     |   |
|---------------------|---|
| ١٦,٠٠٠              | المبيعات لأجل                               |
| ٤,٠٠٠               | المبيعات النقدية                            |
| <u>٢٠,٠٠٠</u>       | اجمالي المبيعات                             |
|                     | التكاليف والنفقات :                         |
| ١٢,٠٠٠              | تكلفة البضاعة المباعة                       |
| ٢,٠٠٠               | نفقات البيع وإدارية وعامة                   |
| ١,٤٠٠               | اهتلاك                                      |
| <u>١٦,٠٠٠</u>       | الفائدة على الديون                          |
| ٤,٠٠٠               | الأرباح قبل الضريبة                         |
| ٢,٠٠٠               | ضريبة الدخل (٥٠ بالمئة)                     |
| <u>٢,٠٠٠</u>        | الأرباح بعد الضريبة                         |
| ٢٤٠                 | ناقص : الأرباح الموزعة على الأسهم التفضيلية |
| ١,٧٦٠               | صافي الأرباح المتاحة للمساهمين              |
| ٢,٦٠٠               | الأرباح المحتجزة في بداية السنة             |
| <u>٤,٣٦٠</u>        | المجموع                                     |
| ٣٦٠                 | ناقص : الأرباح الموزعة على الأسهم العادية   |
| <u><u>٤,٠٠٠</u></u> | دينار                                       |

بعض النسب التمويلية للشركة ووسطيات الصناعة

| النسب  | ١٩٩٤    | ١٩٩٥     | ١٩٩٦     | وسطي الصناعة |
|--|---------|----------|----------|--------------|
| ١ - النسبة الآنية (الجارية)                  | ٢,٥ مرة | ٢,٠ مرة  | ٢,٢٥ مرة |              |
| ٢ - النسبة السريعة                           | ١,٠ مرة | ٠,٩٠ مرة | ١,١٠ مرة |              |
| ٣ - دوران الحسابات المدينة                   | ٥,٠ مرة | ٤,٥ مرة  | ٦,٠٠ مرة |              |
| ٤ - دوران المخزون                            | ٤,٠ مرة | ٣,٠ مرة  | ٤,٠٠ مرة |              |
| ٥ - الديون الطويلة الأجل /<br>اجمالي الرسملة | ٠,٣٥    | ٠,٤٠     | ٠,٣٣     |              |
| ٦ - هامش الربح الاجمالي                      | ٠,٣٩    | ٠,٤١     | ٠,٤٠     |              |
| ٧ - هامش الربح الصافي                        | ٠,١٧    | ٠,١٥     | ٠,١٥     |              |
| ٨ - العائد على الملكية                       | ٠,١٥    | ٠,٢٠     | ٠,٢٠     |              |
| ٩ - العائد على الموجودات                     | ٠,١٥    | ٠,١٢     | ٠,١٠     |              |
| ١٠ - دوران الموجودات                         | ٠,٩     | ٠,٨      | ١,٠      |              |
| ١١ - تغطية الفائدة                           | ١١ مرة  | ٩ مرة    | ١٠,٠     |              |
| ١٢ - التدفق النقدي /<br>الديون الطويلة       | ٠,٤٦    | ٠,٣٩     | ٠,٤٠     |              |

المطلوب

- أ - احسب النسب التمويلية للشركة لعام ١٩٩٦ .
- ب - حلل المركز المالي للشركة باستعمال المعلومات المبينة أعلاه بالمقارنة مع وسطيات الصناعة والاتجاهات .
- ج - بين النسبة (أو مجموعة النسب) التي تهتمك أكثر من غيرها والقرار الذي قد تتخذه في كل من الحالات التالية :
- ١ - ترغب الشركة بشراء ما قيمته ٥٠٠,٠٠٠ دينار من المواد الأولية منك على أن تسدد بعد فترة ٩٠ يوماً .

- ٢ - ترغب الشركة أن تقترض منك كبنك مبلغ ٤ مليون دينار لمدة عشر سنوات بمعدل الفائدة السائد في السوق والبالغ ١٤ بالمئة، على أن تستعمل هذه الأموال لتسديد قروضها القصيرة الأجل المستحقة لبنك آخر.
- ٣ - لدى الشركة ١٠٠,٠٠٠ سهم قائم، ويبيع السهم في السوق بـ ٨٠ ديناراً. تعرض الشركة عليك ٥٠,٠٠٠ سهم إضافية بسعر السوق.