الفصل الرابع

تحليل الربحية

Profitability analysis

أهداف الفصل

بعد قراءة هذا الفصل، يجب أن تكون قادراً على:

- إدراك بنية تحليل الربحية.
- تحديد وحساب وتفسير نسب مالية رئيسية مثل العائد على رأس المال المستثمر، وهامش الربح ومعدل دوران رأس المال المستثمر.
- معرفة محددات استخدام العائد على رأس المال المستثمر.
- إدراك أهمية اتجاه ومستوى النسب المالية الرئيسية.
- إدراك أن اختبار الأداء يعتمد نموذجياً على المقارنة مع معدل العائد المطلوب أو مع المنافسين.
- إعداد تحليل الحجم المشترك بالإضافة إلى تحليل الاتجاه.
- إدراك تأثير الرفع المالي على الربحية.
- التمييز بين الحالات التي يتوجب معها قياس النسب المالية قبل الضريبة وتلك الحالات التي تستوجب قياس النسب المالية بعد الضريبة.

obeikan.com

تحليل الربحية

يعتبر قياس ربحية الشركة من المجالات الرئيسية في التحليل المالي. فالربحية من المؤشرات الهامة لضمان بقاء الشركة واستمرارها في المستقبل، ولضمان عائد مقبول لحملة الأسهم. وإذا كان مؤشر الربحية في وضع جيد ومستقر، فهذا يدل على قوة اقتصادية ويساعد الشركة في المحافظة على علاقات ايجابية مع الزبائن والموردين. كما أن الربحية التاريخية من العناصر الهامة في تحديد التوقعات والتوجهات المستقبلية للشركة.

في هذا الفصل سوف نتطرق للموضوعات التالية:

- قياس الربحية التشغيلية.
- تفسيرات بديلة للعائد على رأس المال المستثمر.
- تفكيك العائد على رأس المال المستثمر.
- تحليل هامش الربح ومعدل دوران رأس المال المستثمر.
- العائد على الملكية.

أولاً_ قياس الربحية التشغيلية:

إن الشكل رقم 4-1 يوضح هيكل تحليل الربحية والعلاقات المتداخلة فيما بين النسب المرتبطة بالعمليات. في القسم التالي سوف نحدد نسب الربحية ونقدم توصيفاً للعلاقات المتداخلة فيما بينها. ولابد من الإشارة إلى أن تحديد نسب الربحية المرتبطة بالعمليات يعتمد على البيانات المالية (بيان الدخل – الميزانية) لأغراض التحليل المالي كما وصفت في الفصل السابق.

يعتبر العائد على رأس المال المستثمر ROIC بمثابة المقياس الإجمالي للربحية التشغيلية. هذه النسبة تعبر عن العائد على رأس المال المستثمر في صافي الأصول التشغيلية للشركة كنسبة مئوية والتي يجب مقارنتها مع العوائد على

استثمارات بديلة لها نفس درجة المخاطر. ويمكن قياس العائد على رأس المال المستثمر بعد الضريبة كما يلي:

العائد على رأس المال المستثمر ROIC =

(صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT / رأس المال المستثمر) * 100

أما بالنسبة للعائد على رأس المال المستثمر قبل الضريبة، فيمكن قياسه كما يلي:

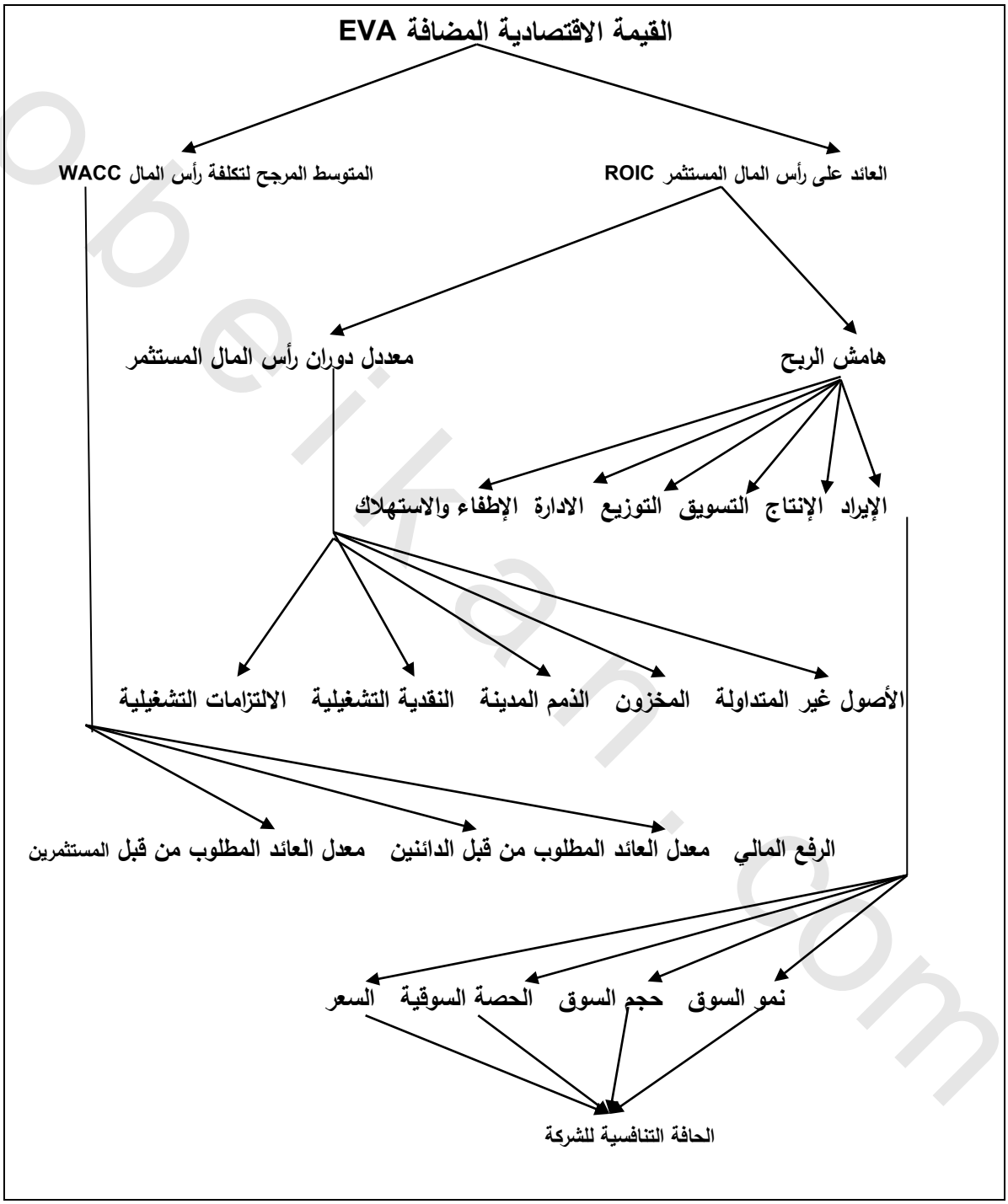
العائد على رأس المال المستثمر ROIC =

(الربح قبل الفائدة والضريبة EBIT / رأس المال المستثمر) * 100

إن العائد على رأس المال المستثمر من النسب الهامة. فعند تقييم الشركات، إذا كان معدل العائد أعلى فهذا يؤدي إلى قيمة تقديرية أعلى للشركة. أما عند التحليل الائتماني لغرض الإقراض، فكلما كان معدل العائد أعلى كلما أدى ذلك إلى زيادة فرص الشركة في الحصول على قروض من جهة، وفي تخفيض تكلفة التمويل من جهة أخرى.

obeikan.com

الشكل رقم 4-1: هيكل تحليل الربحية – نموذج دي بونت



obeikan.com

فيما يلي مثال رقمي بسيط لتوضيح كيفية حساب العائد على رأس المال المستثمر (بعد الضريبة):

البنود	المبلغ (مليون ليرة)
الإيرادات	200
المصروفات التشغيلية	(90)
الأرباح قبل الفائدة والضريبة EBIT	**110**
الضريبة على EBIT	(33)
صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT	**77**
صافي المصروفات المالية	(10)
الوفر الضريبي (ناجم عن التمويل بالاقتراض)	3
صافي المصروفات المالية بعد الضريبة	**(7)**
الأرباح الصافية (الأرباح التشغيلية بعد الضريبة + صافي المصروفات المالية بعد الضريبة)	**70**

رأس المال المستثمر (صافي الأصول التشغيلية)	**550**
إجمالي الأصول	700
النقد ومعادلات النقد	(50)
حسابات مستحقة الدفع والمستحقات الضريبية	(100)
رأس المال المستثمر (صافي الأصول التشغيلية)	**550**
رأس المال المستثمر (مصادر التمويل)	
حقوق الملكية	400
القروض (غير متداولة)	100
القروض (متداولة)	100

النقد ومعادلات النقد	(50)
رأس المال المستثمر (مصادر التمويل)	**550**

العائد على رأس المال المستثمر = (77 / 550) * 100 = 14%

هذا يدل على أن الشركة قادرة على توليد عائد قدره (14) ليرة مقابل كل (100) ليرة مستثمرة في العمليات.

فيما يلي سنقوم بحساب معدل العائد على رأس المال المستثمر بالنسبة للمجموعة X خلال السنوات الخمس الماضية. نتائج الحساب ملخصة بالجدول رقم 4-1.

الجدول رقم 4-1: العائد على رأس المال المستثمر للمجموعة X

العائد على رأس المال المستثمر	**السنة 4**	**السنة 5**	**السنة 6**	**السنة 7**	**السنة 8**
	%5.9	%5.3	%6.6	%8.2	%7.5

لابد من الإشارة إلى أننا قد اعتمدنا في الحساب على البيانات المالية (بيان الدخل والميزانية) لأغراض التحليل المالي التي تمت مناقشتها في الفصل السابق. كما اعتمدنا في العمليات الحسابية على متوسط رأس المال المستثمر.

عند تفسير العائد على رأس المال المستثمر والنسب الرئيسية الأخرى، فإنه من المهم تناول القضايا التالية:

1) مستوى العائد.
2) النمو في العائد عبر الزمن.

1) تقييم مستوى العائد:

عند تقييم العائد على رأس المال المستثمر، فإنه من المهم تحديد فيما إذا كان العائد عند مستوى مقبول أم لا. هناك أسلوبين لتحديد ذلك:

- تقدير معدل العائد المطلوب (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال – WACC).

- المقارنة مع المنافسين (اختبار الأداء).

يمكن أن نلاحظ من خلال الميزانية المعدة لأغراض التحليل المالي بأن رأس المال المستثمر يتألف من صافي الأصول التشغيلية أو صافي الديون بفائدة مضافاً لها حقوق حملة الأسهم. ولكي نتمكن من تقدير تكلفة رأس المال التي تعكس العائد المطلوب على رأس المال المستثمر، فإنه من الضروري أن نعرف:

- صافي الديون بفائدة.
- حقوق حملة الأسهم.
- معدل الفائدة على الديون بعد الضريبة.
- معدل العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم.

يدعى إجمالي معدل العائد المطلوب بالمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC) والذي يمكن حسابه كالآتي:

المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC) =

[القيمة السوقية لصافي الديون بفائدة / (القيمة السوقية لصافي الديون بفائدة + القيمة السوقية لحقوق الملكية)] * معدل الفائدة على صافي الديون بفائدة * (1- معدل الضريبة) + [القيمة السوقية لحقوق الملكية / (القيمة السوقية لصافي الديون بفائدة + القيمة السوقية لحقوق الملكية)] * معدل العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم

لابد من الإشارة إلى أن الفصل التاسع يتضمن مناقشة لكيفية حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال بالتفصيل. إن اقتطاع المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال من العائد على رأس المال المستثمر يمثل القيمة الاقتصادية المضافة EVA. وكما ذكرنا سابقاً، فإن القيمة الاقتصادية المضافة تعني الأرباح الزائدة، أو الريع الاقتصادي أو الربح الاقتصادي.

القيمة الاقتصادية المضافة EVA =

(العائد على رأس المال المستثمر – المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال) * رأس المال المستثمر

يمثل المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال العائد المتوقع على رأس المال المستثمر. فإذا كان العائد على رأس المال المستثمر ROIC أكبر من المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC، فإن الشركة تخلق عائداً زائداً أو قيمة اقتصادية مضافة (قيمة لحملة الأسهم). فالربح المحاسبي (الربح التشغيلي) لا يعني بالضرورة خلق قيمة. ولكي يخلق هذه القيمة، فإن الربح المحاسبي المقاس كنسبة مئوية من رأس المال المستثمر ROIC يجب أن يتجاوز تكلفة رأس المال WACC.

فعلى سبيل المثال، إذا افترضنا بأن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC بالنسبة للمجموعة X (8%) خلال السنوات الخمس الماضية. هذا يعني بأن المجموعة لم تخلق قيمة لحملة أسهمها إلا في السنة السابعة فقط، حيث بلغ العائد على رأس المال المستثمر في تلك السنة (8.2%) وهو أكبر من المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال الذي افترضناه (8%).

الطريقة البديلة لتقدير مستوى العائد على رأس المال المستثمر تتمثل بمقارنته مع أداء المنافسين. مثل هذه المقارنة تدعى بتحليل القطاعات المشتقة وبالتالي يجب أن يؤخذ بالحسبان القضايا المتعلقة بتحليل القطاعات المشتقة والمشار إليها في مقدمة الجزء الثاني من هذا الكتاب.

لتوضيح كيفية تنفيذ تحليل القطاعات المشتقة، سوف نقوم بالمقارنة بين المجموعة X والمجموعة Y. إن الجدول رقم 4–2 يتضمن العائد على رأس المال المستثمر للمجموعة X مقارنة مع المجموعة Y.

الجدول رقم 4-2: مقارنة العائد على رأس المال المستثمر بين المجموعتين X & Y

العائد على رأس المال المستثمر ROIC	السنة 4	السنة 5	السنة 6	السنة 7	السنة 8
في المجموعة X	%5.9	%5.3	%6.6	%8.2	%7.5
في المجموعة Y	%18	%13.8	%19.3	%13	%6.5

تركز كل من الشركتين على إنتاج وبيع المشروبات، والشركتين ضمن الخمس الكبار على مستوى العالم في قطاع المشروبات، وبالتالي فإنهما قابلتان للمقارنة.

إن المجموعة X تمكنت في السنة الثامنة فقط من تحقيق عائد على رأس المال المستثمرROIC يتجاوز العائد في المجموعة Y. وبالتالي، فإن مستوى الربحية للمجموعة X أقل بالمقارنة مع المجموعة Y خلال الفترة محل الدراسة.

ولابد من التنويه إلى أن مقارنة الربحية بين المجموعتين X & Y يبين بأن هذه الطريقة مناسبة أيضاً في تحديد الممارسة المثلى. حيث أن بعض الشركات تستغل الفرصة وتستفيد من المقارنة في جمع المعلومات وإثارة أفكار جديدة عن طريق تحليل قدرة المنافسين على خلق القيمة.

2) تقييم اتجاه التطور في النسب المالية:

القضية الثانية الواجب أخذها بعين الاعتبار عند تقييم العائد على رأس المال المستثمر والنسب المالية الرئيسية الأخرى تتمثل في تحديد فيما إذا كانت النسبة تتطور بشكل مقبول عبر الزمن. مثل هذا التقييم يمكن تنفيذه عن طريق قياس تطور النسبة بالمقارنة مع شركات أخرى. بالعودة إلى الجدول رقم 4-2 الذي يتضمن العائد على رأس المال المستثمر خلال الخمس سنوات الماضية بالنسبة للمجموعتين X & Y، يمكن أن نلاحظ بأن المجموعة Y بشكل عام أكثر ربحية من المجموعة X. لكن المجموعة Y تعاني من تناقص في العائد على رأس المال

المستثمر بينما المجموعة X تمكنت من تحسين العائد خلال الفترة محل الدراسة. وفي السنة الثامنة، فإن العائد على رأس المال المستثمر للمجموعة X تجاوز العائد للمجموعة Y. باختصار، فإن ربحية المجموعة X بشكل عام أقل بالمقارنة مع المجموعة Y، لكن وعلى الرغم من ذلك فإن المجموعة X قادرة على تحسين العائد على رأس المال المستثمر عبر الزمن.

بالنسبة للشركات المدرجة بالبورصة حيث أن القيمة السوقية للشركة معروفة، فإنه من الممكن حساب التوقع الضمني لتطور الربحية. هذا النوع من التحليل يزود الإدارة بدليل يمكن الاسترشاد به فيما يتعلق بالربحية المستقبلية للشركة من وجهة نظر السوق. وهذه الطريقة موضحة بالاعتماد على التقرير السنوي والقيمة السوقية للمجموعة X. ولحساب العائد الضمني على رأس المال المستثمر، فقد اعتمدنا على نموذج القيمة الاقتصادية المضافة EVA كالآتي:

القيمة السوقية لحقوق الملكية =

القيمة الدفترية لحقوق الملكية + [(العائد على رأس المال المستثمر – المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال) * رأس المال المستثمر] / (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال – النمو في القيمة الاقتصادية المضافة)

كما هو مبين أعلاه، فإن القيمة السوقية لحقوق الملكية لا يمكن أن تزيد على القيمة الدفترية إلا إذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة أكبر من الصفر أي أن العائد على رأس المال المستثمر أكبر من المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال. وبافتراض معدل نمو ثابت ومعدل عائد مطلوب ثابت WACC، فإن العائد الضمني (المستقبلي) على رأس المال المستثمر يمكن أن يحسب كالآتي:

obeikan.com

العائد على رأس المال المستثمر ROIC =

[[(القيمة السوقية لحقوق الملكية – القيمة الدفترية لحقوق الملكية) * (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال – النمو في القيمة الاقتصادية المضافة)] / رأس المال المستثمر] + المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال

مثال توضيحي:

إذا توافرت لديك المعلومات التالية المتعلقة بالمجموعة X:

- القيمة السوقية لحقوق الملكية: 53.2 مليون ليرة.
- القيمة الدفترية لحقوق الملكية: 55.5 مليون ليرة.
- رأس المال المستثمر: 111.7 مليون ليرة.

وإذا افترضنا بأن معدل النمو بين صفر و 3%، وأن معدل العائد المطلوب WACC بين 8% إلى 9%. بناءً على الافتراضات السابقة، سوف نقوم بحساب التوقعات الضمنية للعائد على رأس المال المستثمر للمجموعة X.

إن النتائج مبينة في الجدول رقم 4–3. فعلى سبيل المثال، إذا كان معدل النمو 2% ومعدل العائد المطلوب WACC 8%، فإن السوق تتوقع للمجموعة X أن تحقق عائداً على رأس المال المستثمر يبلغ 7.9%. وبالتالي، فإنه مع عائد على رأس المال المستثمر يبلغ 7.9%، فإن القيمة السوقية لحقوق الملكية تبلغ 53.2 مليون ليرة. وكما يظهر في الجدول رقم 4–3، فإن التوقعات الضمنية للعائد على رأس المال المستثمر للمجموعة X يتراوح بين 7.8% و 8.9%.

الجدول رقم 4–3: التوقعات الضمنية للعائد على رأس المال المستثمر للمجموعة X

		معدل العائد المطلوب WACC		
		%8	**%8.5**	**%9**
معدل النمو	**%0**	%7.8	%8.3	%8.8

	%1	%7.9	%8.3	%8.8
	%2	%7.9	%8.4	%8.9
	%3	%7.9	%8.4	%8.9

بالإضافة إلى ذلك، فلابد من مقارنة العائد المتوقع على رأس المال المستثمر من منظور السوق مع متوسط العائد المحقق خلال السنوات الخمس الماضية (من السنة 4 إلى السنة 8) والبالغ 6.7%. ومن خلال هذه المقارنة نلاحظ بأن العائد على رأس المال المستثمر للمجموعة X في اتجاه متزايد. وقد كان العائد على رأس المال المستثمر في السنة المالية الأخيرة 7.5%، وبالتالي، وحسب توقعات السوق هناك تحسن طفيف في العائد على رأس المال المستثمر في السنوات القادمة. وطالما أن القيمة السوقية للمجموعة X مماثلة تقريباً لقيمتها الدفترية، فليس لمعدل النمو من أهمية تذكر. وهذا يفسر عدم وجود انحرافات في التوقعات الضمنية للعائد على رأس المال المستثمر عند معدلات مختلفة للنمو.

بناءً عليه، فقد يكون من المفيد بالنسبة للمحللين القيام بتقدير العائد الضمني لما له من أهمية في توضيح التوقعات حول الربحية في المستقبل. وفي حالة المجموعة X، فإنه يتوجب على المحلل أن يقدر فيما إذا كانت المجموعة قادرة في المستقبل على تحسين العائد على رأس المال المستثمر ROIC من 7.5% إلى (7.8% – 8.9%).

ثانياً_ تفسيرات بديلة للعائد على رأس المال المستثمر:

عند تقييم العائد على رأس المال المستثمر، فإنه من المهم إدراك وفهم المعلومات التي يمكن استنتاجها من النسبة (نسبة العائد). يرى الكثير من المحللين بأن التحسن الكبير والإيجابي في العائد على رأس المال المستثمر يمكن أن يكون عاملاً جاذباً، وذلك لأنه يشير إلى زيادة خلق القيمة في الشركة. وغالباً ما يكون

ذلك صحيحاً، لكن هناك بعض الاعتبارات الواجب أخذها بالحسبان عند تفسير العائد على رأس المال المستثمر. فعلى سبيل المثال، فإن العائد على رأس المال المستثمر ROIC يتأثر بما يلي:

1) الاختلافات في السياسات المحاسبية.
2) متوسط عمر الأصول.
3) الاختلافات في المخاطر التشغيلية.
4) دورة حياة المنتج.

1) الاختلافات في السياسات المحاسبية:

إنه من المهم أن لا تختلف السياسات المحاسبية عبر الزمن (تحليل السلسلة الزمنية) وعبر الشركات (تحليل القطاعات المشتقة). فعند ثبات السياسات المحاسبية، فإن التغيرات في العائد على رأس المال المستثمر عبر الزمن وعبر الشركات لا تعزى إلى التغيرات في السياسات المحاسبية وإنما تعزى إلى التغيرات في ربحية العمليات.

وفي هذا السياق، يتوجب على المحلل فحص جودة البيانات المتاحة للتحليل وتحديد أثر التغيرات في السياسات المحاسبية.

2) متوسط عمر الأصول:

في النظرية المالية يستخدم معدل العائد الداخلي IRR على أنه نسبة مالية لقياس العائد على رأس المال المستثمر. حيث أن معدل العائد الداخلي يبين توقعات المستثمرين لمتوسط الربح السنوي (معبر عنه بنسبة مئوية) خلال عمر المشروع. ولكي نحسب معدل العائد الداخلي IRR، فإن يتوجب على المحلل تقدير كافة التدفقات النقدية المستقبلية. ولتوضيح كيفية حساب معدل العائد الداخلي IRR يمكن أن نضرب المثال التالي:

إذا افترضنا أن مستثمر يرغب بالاستثمار في مشروع للمحركات المدارة بطاقة الرياح، وأن التكلفة الإجمالية للاستثمار (100) مليون ليرة، والعمر المتوقع للمشروع (20) سنة. وعلى افتراض أنه قد تم تقدير التدفقات النقدية المستقبلية بمبلغ (11.75) مليون ليرة سنوياً. بالاعتماد على البيانات السابقة، فإنه من الممكن تقدير معدل العائد الداخلي IRR بـ 10% (تم تقدير معدل العائد الداخلي بالاعتماد على أنه المعدل الذي يجعل صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية تساوي الصفر). بالتالي، فإن الاستثمار سوف يعطي في كل سنة من سنوات المشروع العشرين عائداً سنوياً بنسبة 10%.

إن العائد على رأس المال المستثمر ROIC يمثل المعادل المحاسبي لمعدل العائد الداخلي IRR. وعملياً، غالباً ما يتم استخدام العائد على رأس المال المستثمر ROIC، وذلك لأن معدل العائد الداخلي IRR يعتمد على التوقعات والتقديرات بينما العائد على رأس المال المستثمر ROIC يعتمد على أرقام محققة مما يجعل النسبة أكثر موثوقية وأسهل للتقدير. وإذا استخدمنا المعلومات المذكورة أعلاه والمتعلقة بمشروع المحركات المدارة بطاقة الرياح، فإنه من الممكن تقدير المعدل السنوي للعائد على رأس المال المستثمر ROIC الذي يكافئ معدل العائد الداخلي IRR (الجدول رقم 4-4).

الجدول رقم 4-4: تقدير معدل العائد الداخلي IRR

السنة	1 صافي التدفق النقدي الداخل	2 الاستهلاك	3 (2-1) الربح قبل الفائدة والضريبة EBIT	4 (2-4) رأس المال المستثمر (نهاية السنة)	5 (4/3) ROIC = IRR
0				100	

%10	98	10	1.7	11.75	1
%10	96	9.8	1.9	11.75	2
%10	94	9.6	2.1	11.75	3
%10	92	9.4	2.3	11.75	4
%10	89	9.2	2.6	11.75	5
%10	87	8.9	2.8	11.75	6
%10	83	8.7	3.1	11.75	7
%10	80	8.3	3.4	11.75	8
%10	76	8	3.7	11.75	9
%10	72	7.6	4.1	11.75	10
%10	68	7.2	4.5	11.75	11
%10	63	6.8	5	11.75	12
%10	57	6.3	5.5	11.75	13
%10	51	5.7	6	11.75	14
%10	45	5.1	6.6	11.75	15
%10	37	4.5	7.3	11.75	16
%10	29	3.7	8	11.75	17
%10	20	2.9	8.8	11.75	18
%10	11	2	9.7	11.75	19
%10	0	1.1	10.7	11.75	20

كما هو مبين في الجدول رقم 4-4، فإن الاستهلاك يجب أن يزداد عبر الزمن. ولضمان أن معدل العائد الداخلي IRR يساوي العائد على رأس المال المستثمر

ROIC يجب تبني طريقة الاستهلاك المتزايد. لكن في الحقيقة، ولأغراض إعداد التقارير الخارجية، فإن معظم الشركات تستخدم طريقة القسط الثابت في احتساب الاستهلاك. وبالتالي، فإن الانتقال من طريقة قسط الاستهلاك المتزايد إلى قسط الاستهلاك الثابت يعطينا صورة أكثر واقعية عن الممارسات الفعلية لإعداد التقارير. وباستخدام طريقة قسط الاستهلاك الثابت، فإن العائد على رأس المال المستثمر ROIC يزداد عبر الزمن كما هو موضح في الجدول رقم 4-5.

الجدول رقم 4-5: تقدير العائد على رأس المال المستثمر ROIC

	1	2	3	4	5
السنة	صافي التدفق النقدي الداخل	الاستهلاك	(2-1) الربح قبل الفائدة والضريبة EBIT	(2-4) رأس المال المستثمر (نهاية السنة)	(4/3) ROIC
0				100	
1	11.75	5	6.7	95	%6.7
2	11.75	5	6.7	90	%7.1
3	11.75	5	6.7	85	%7.5
4	11.75	5	6.7	80	%7.9
5	11.75	5	6.7	75	%8.4
6	11.75	5	6.7	70	%9
7	11.75	5	6.7	65	%9.6
8	11.75	5	6.7	60	%10.4
9	11.75	5	6.7	55	%11.2
10	11.75	5	6.7	50	%12.3

11	11.75	5	6.7	45	%13.5
12	11.75	5	6.7	40	%15
13	11.75	5	6.7	35	%16.9
14	11.75	5	6.7	30	%19.3
15	11.75	5	6.7	25	%22.5
16	11.75	5	6.7	20	%27
17	11.75	5	6.7	15	%33.7
18	11.75	5	6.7	10	%45
19	11.75	5	6.7	5	%67.5
20	11.75	5	6.7	0	%134.9

من خلال الجدول السابق، نلاحظ بأن العائد على رأس المال المستثمر ROIC في بداية المشروع أقل من معدل العائد الداخلي IRR، بينما العكس صحيح عند نهاية المشروع. وإذا استبعدنا الفترة الواقعة بين السنة (6) والسنة (10) حيث أن العائد على رأس المال المستثمر ROIC ضمن هذه الفترة يعتبر مؤشر مقبول لمعدل العائد الداخلي، فإن المعلومات المشتقة من العائد على رأس المال المستثمر ROIC بالنسبة للفترات الإضافية أي في السنوات (1−5) وفي السنوات (11−20) قد تؤدي إلى التضليل واتخاذ قرارات غير رشيدة.

3) الاختلاف في المخاطر التشغيلية:

وفقاً للنظرية الاقتصادية، فإن المستثمرين يطالبون بتعويض لقاء زيادة المخاطر التي يتحملونها. فالعلاقة بين المخاطر والعائد علاقة طردية، حيث كلما ازدادت المخاطر كلما ازداد العائد المتوقع. وإذا افترضنا عدم الاعتماد على الرفع المالي، يمكن تقدير العائد المتوقع باستخدام المعادلة التالية:

العائد المتوقع = معدل العائد الخالي من المخاطرة + معامل بيتا * علاوة المخاطرة

حيث أن معامل بيتا مقياس إحصائي للمخاطر النظامية (المخاطر التشغيلية) التي تتعلق بأحداث وأخبار ذات أهمية وتأثير على جميع الشركات، أي أن المخاطر النظامية تتميز بالعمومية والشمولية حيث أن تأثيرها يشمل معظم قطاعات السوق ولا ينحصر بشركة أو استثمار ما.

وإذا افترضنا بأن المخاطر التشغيلية قد حددت بشكل ملائم ومقبول ضمن قطاعات السوق المختلفة، فإنه يصبح من الممكن حساب العائد المتوقع بالنسبة لأي شركة ضمن قطاع ما. على سبيل المثال، إذا كان معدل العائد الخالي من المخاطرة (4%) وعلاوة المخاطرة (4.5%)، ومعامل بيتا بالنسبة للقطاع الذي تنتمي إليه الشركة (0.79). وفقاً للافتراضات السابقة، فإن العائد المتوقع يبلغ (7.6%). في الفصل التاسع (تكلفة رأس المال)، سوف نناقش بالتفصيل منهجية تقدير معدل العائد المطلوب.

بناءً عليه، فإن العائد المطلوب من قبل المستثمرين مرتبط بالقطاع. على سبيل المثال، فإن معدل العائد الذي يطلبه المستثمر في قطاع توزيع النفط والغاز يصل إلى حوالي 6.3% (على افتراض معامل بيتا 0.52)، بينما قد يصل إلى حوالي 13.1% في قطاع التجارة الالكترونية نظراً للمخاطر الهامة التي يتضمنها هذا القطاع (معامل بيتا 2.02). وبالنتيجة، فإن مقارنة الربحية بين هذين القطاعين لا معنى لها نظراً للاختلافات الهامة في المخاطر التشغيلية.

4) دورة حياة المنتج:

تمر المنتجات بمراحل زمنية مختلفة وتتشابه في ذلك مع المنشآت الاقتصادية بشكل عام. ويوضح التوصيف التالي دورة الحياة على مستوى المنتج، ولكن يمكن استخدام ذلك التوصيف على مستوى المشروع أيضاً.

تمر المنتجات بأربع مراحل خلال دورة حياتها: التقديم والنمو والنضوج والانحدار. في المرحلة الأولى (التقديم) يتم التركيز على الاستثمار في البحث والتطوير والإنفاق على نشاطات الترويج على أمل تعظيم المبيعات. أما في المرحلة الثانية (النمو) فإن الشركة تسعى لبناء التفضيل للمنتج كما تعمل على زيادة حصة المنتج من السوق. ولابد من الإشارة إلى أنه في مرحلتي التقديم والنمو هناك حالة من عدم التأكد حول مدى قبول الزبائن للمنتج من جهة، وحول إمكانية الشركة على التعامل مع الانتقال من التقديم إلى النمو من جهة أخرى. وعندما تزداد سرعة نمو المنتج ويصبح مقبولاً في السوق، فإنه ينتقل إلى مرحلة النضوج. عند هذه المرحلة تبدأ الشركات بقطف المكاسب من الاستثمارات في المراحل السابقة، وغالباً لا تحتاج لاستثمارات إضافية، كما أنه من المحتمل تحقيق عائد جيد على رأس المال المستثمر. لكن بالمقابل، غالباً ما يبدأ النمو بالانخفاض في مرحلة النضوج من دورة حياة المنتج نتيجة لزيادة المنافسة. هذه المنافسة المتزايدة سوف تؤدي تدريجياً للضغط على هوامش الربح ومن ثم على العائد على رأس المال المستثمر. وبما أن التطور التكنولوجي في مرحلة النضوج يؤدي إلى تقادم المنتجات، فإن الطلب سينخفض والمنتجات سوف تلغى تدريجياً حيث تصبح غير مربحة.

بناءً على الأفكار المذكورة أعلاه، فإن العائد على رأس المال المستثمر يكون سالباً في المرحلة المبكرة من دورة حياة المنتج، ثم يصبح ايجابياً ويبلغ الذروة في الجزء الأخير من مرحلة النمو وفي الجزء الأول من مرحلة النضوج. بعد ذلك، فإن العائد على رأس المال المستثمر ينخفض عبر الزمن ويصبح سالباً، إلا إذا تم سحب المنتج تدريجياً واستبدل بمنتج آخر يتمتع بخصائص جذابة أكثر.

والآن إذا نقلنا هذه الفلسفة من مستوى المنتج إلى مستوى الشركات، فمن الواضح أنه لا يمكن المقارنة بين الشركات في المرحلة المبكرة من دورة حياتها مع تلك

الشركات التي تكون في المراحل الأخيرة من دورة حياتها. وهذا ينطبق حتى لو كانت الشركات تعمل في نفس القطاع.

ثالثاً_ تفكيك العائد على رأس المال المستثمر:

إن العائد على رأس المال المستثمر يقيس العائد على رأس المال المستثمر في العمليات. لكنه غير قادر على تفسير فيما إذا كانت الربحية مدارة بشكل جيد أو إذا كان هناك استغلال أفضل لرأس المال. لذلك وللإجابة على تلك التساؤلات، فإنه من الضروري تفكيك نسبة العائد على رأس المال المستثمر ROIC إلى:

1) هامش الربح.
2) معدل دوران رأس المال المستثمر.

العائد على رأس المال المستثمر ROIC = هامش الربح * معدل دوران رأس المال المستثمر

يحسب هامش الربح بعد الضريبة كالآتي:

هامش الربح = (صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT) / صافي الإيرادات) * 100

بينما يحسب هامش الربح قبل الضريبة كالآتي:

هامش الربح = (الأرباح قبل الفائدة والضريبة (EBIT) / صافي الإيرادات) * 100

إن هامش الربح يدعى أحياناً هامش الربح التشغيلي، حيث أنه يمثل الدخل التشغيلي كنسبة مئوية من صافي الإيرادات.

بالاعتماد على المثال الرقمي البسيط المذكور سابقاً، سنقوم بحساب هامش الربح:

هامش الربح = (77 / 200) * 100

= 38.5%

إن هامش الربح البالغ 38.5% يعني بأن الشركة تولد أرباح بمقدار (38.5) ليرة عن كل (100) ليرة من صافي الإيرادات.

أما بالنسبة لمعدل دوران رأس المال المستثمر، يمكن حسابه كالآتي:

معدل دوران رأس المال المستثمر = صافي الإيرادات / رأس المال المستثمر

يعبر معدل الدوران عن مدى قدرة الشركة على استغلال رأس المال المستثمر. فإذا كان معدل الدوران (2) مرة، فهذا يدل على أن الشركة تستطيع خلال (180 يوم، 2/360) أن تولد مبيعات تعادل قيمة رأس المال المستثمر. بمعنى آخر، كل ليرة مستثمرة في العمليات (صافي الأصول التشغيلية) يمكن أن تولد ليرتين كمبيعات.

بالاعتماد على المثال الرقمي البسيط، سنقوم بحساب معدل دوران رأس المال المستثمر:

معدل دوران رأس المال المستثمر = 200 / 550

= 0.36 مرة

إن معدل دوران رأس المال المستثمر البالغ (0.36) مرة يعني بأن كل (100) ليرة مستثمرة في العمليات يمكن أن تولد مبيعات بمقدار (36) ليرة.

من خلال مستوى هامش الربح ومعدل الدوران يمكن توصيف نوع المشروع محل التحليل. فالصناعات الخدمية مثلاً تمتاز باستثمارات قليلة وبمعدل دوران عالي. لكن من جهة أخرى، فإنه من الصعب المحافظة على هامش ربح عالي لأن السعر غالباً ما يكون العامل الرئيسي في المنافسة. بينما في شركات الأدوية مثلاً، فإنها تمتاز باستثمارات ضخمة وبمعدلات دوران منخفضة نسبياً. لكن بالمقابل، فإن السعر هنا لا يمثل العامل الرئيسي في المنافسة. في هذه الحالة، فإن العامل التنافسي الحاسم يتمثل بقدرة المنتج على مساعدة المرضى. وبالتالي، فإنه من الممكن المحافظة على هامش ربح عالي.

إن الشركات ذات الاستثمارات الضخمة مثل شركات الأدوية تمتاز بارتفاع التكاليف الثابتة، وغالباً ما تكون معدلات الدوران فيها منخفضة. وبالتالي، وحتى تكون قادراً على جذب رأس المال إلى هذا القطاع، فإنه من الضروري أن تكون هوامش الأرباح عالية لتعويض معدلات الدوران المنخفضة. وعادةً ما تتحقق أرباح عالية وذلك لأن المنتج يمتلك ميزات خاصة يصعب تقليدها أو ميزات تنافسية أخرى تؤثر بشكل ايجابي على الحصة السوقية.

أما الشركات الخدمية، فغالباً ما تعمل في مناطق تتسم بالمنافسة الحادة. وطالما أن المنتجات أو الخدمات لا تختلف بين المنافسين بشكل جوهري، لذلك يكون السعر بمثابة العامل الأكثر أهمية في المنافسة. وبالتالي، ولكي نكون قادرين على جذب رأس المال إلى مثل هذه القطاعات، فلابد من أن تكون معدلات الدوران عالية.

باختصار، إذا كان هامش الربح التشغيلي منخفضاً، فإنه لابد من رفع معدل الدوران وذلك للمحافظة على عائد مقبول على رأس المال المستثمر. لكن عملياً، هناك صناعات يصعب فيها تحقيق عائد مقبول ROIC، حيث تكون هذه الصناعات ناضجة والطلب في حالة انحسار.

إن المثال التالي يوضح الارتباط بين هامش الربح ومعدل الدوران وكيف تؤثر التغيرات في هذه النسب على خلق القيمة. والمثال قائم على الافتراضات التالية:

- رأس المال المستثمر = 1,000
- الإيرادات = 1,000
- هامش الربح = 10%
- المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC = 10%

بالاعتماد على هذه الأرقام يمكن حساب نسب مالية مختلفة، بالإضافة إلى إمكانية حساب النتائج الاقتصادية لإدارة النقدية (أي النقدية المجمدة في رأس

المال المستثمر). بناءً على الافتراضات المذكورة أعلاه، فإن معدل الدوران 1، وهذا يعني بأن الشركة تجمد رأسمالها المستثمر لمدة سنة واحدة بالمتوسط (1/360).

وبالاعتماد على الافتراضات السابقة، سوف نوضح إمكانية تحسين عملية خلق القيمة. فإذا افترضنا بأن الشركة قادرة على تخفيض النقدية المجمدة في رأس المال المستثمر 60 يوم، أي من 360 إلى 300 يوم. هذا سيؤدي إلى تحسين الربحية بشكل عام، حيث أن القيمة الاقتصادية المضافة EVA تزداد من صفر إلى 16.7.

رأس المال المستثمر المطلوب (الجديد) =

(1,000 * 300) / 360 = 833.3

العائد على رأس المال المستثمر ROIC =

صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة / رأس المال المستثمر

العائد على رأس المال المستثمر ROIC = (100 / 833.3) * 100 = 12%

بالتالي، يمكن حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA كالآتي:

القيمة الاقتصادية المضافة EVA =

(العائد على رأس المال المستثمر ROIC – المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC) * رأس المال المستثمر

القيمة الاقتصادية المضافة EVA = (12% – 10%) * 833.3

= 16.7

بالإضافة إلى ذلك، يمكننا حساب هامش الربح اللازم لإحداث نفس التأثير على الربحية (EVA) الذي أحدثه تخفيض النقدية المجمدة في رأس المال المستثمر 60 يوم. في هذا المثال، فإن تخفيض النقدية المجمدة في رأس المال المستثمر 60

يوم تعادل تحسين هامش الربح التشغيلي من 10% إلى 11.7% أي بزيادة تقارب 17%. ويمكن حساب ذلك كالآتي:

رأس المال المستثمر = 1,000

القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) = 16.7

معدل دوران رأس المال المستثمر = 1

هامش الربح = ؟

العائد على رأس المال المستثمر = ؟

القيمة الاقتصادية المضافة EVA =

(العائد على رأس المال المستثمر ROIC – المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC) * رأس المال المستثمر

16.7 = (العائد على رأس المال المستثمر ROIC – 10%) * 1,000

العائد على رأس المال المستثمر ROIC = **11.7%**

بناءً عليه:

العائد على رأس المال المستثمر ROIC = هامش الربح * معدل دوران رأس المال المستثمر

هامش الربح = 11.7% / 1

هامش الربح = 11.7%

إن الجدول رقم 4–6 يمثل مقارنة العائد على رأس المال المستثمر ROIC (هامش الربح ومعدل دوران رأس المال المستثمر) بين الشركتين Y&X.

الجدول رقم 4–6: مقارنة هامش الربح ومعدل الدوران رأس المال المستثمر ROIC بين الشركتين Y&X

البنود	السنة4	السنة 5	السنة 6	السنة7	السنة8
هامش الربح للشركة X	5.7	6	6.8	7.8	9.7

هامش الربح للشركة Y	9.6	8.9	12.2	9	5.1
معدل الدوران للشركة X	1.02	0.89	0.97	1.05	0.77
معدل الدوران للشركة Y	1.87	1.55	1.59	1.45	1.28
العائد على رأس المال المستثمر للشركة X	%5.9	%5.3	%6.6	%8.2	%7.5
العائد على رأس المال المستثمر للشركة Y	%18	%13.8	%19.3	%13	%6.5

من خلال الجدول السابق، نلاحظ بأن هامش الربح للشركة X قد ازداد من 5.7% في السنة 4 إلى 9.7% في السنة 8. في السنة 8 تمكنت الشركة X من تحقيق هامش ربح أعلى من هامش ربح الشركة Y. أما بالنسبة لمعدل دوران رأس المال المستثمر، فهناك تناقص في معدل الدوران عبر الزمن بالنسبة للشركتين.

إن تفكيك العائد على رأس المال المستثمر ROIC إلى هامش ربح ومعدل دوران يبين بأن الزيادة في العائد على رأس المال المستثمر في الشركة X إنما يعود إلى التحسن في هامش الربح. بينما تراجع العائد على رأس المال المستثمر في الشركة Y يعود إلى انخفاض هامش الربح بالإضافة إلى انخفاض معدل الدوران.

رابعاً_ تحليل هامش الربح ومعدل دوران رأس المال المستثمر:

إن تحليل هامش الربح ومعدل دوران رأس المال المستثمر يساعد في شرح وتفسير فيما إذا كان هناك تحسن أو تدهور في علاقة الإيرادات إلى المصروفات من جهة، وفي استغلال رأس المال من جهة أخرى. وفي سبيل تعميق فهمنا وإدراكنا لتطور ونمو هاتين النسبتين، فإنه من الضروري تفكيكهما أكثر. ويمكن تنفيذ ذلك بأسلوبين:

1) تحليل الاتجاه Trend analysis.

2) تحليل الحجم المشترك Common-size analysis.

تحليل الاتجاه وتحليل الحجم المشترك للإيرادات والمصروفات:

يعتبر تحليل الاتجاه طريقة مناسبة وتحدد بشكل سريع اتجاهات البنود المختلفة للإيرادات والمصروفات. حيث يمكننا ملاحظة ذلك من خلال الجدول رقم 4-7 الذي يتضمن تحليل الاتجاه للإيرادات والمصروفات التشغيلية للشركة X. ومن زاوية تحليلية، كان من المفيد المقارنة بين الشركتين Y&X، لكن الشركة X تصنف المصروفات وفقاً لوظيفتها بينما الشركة Y تصنفها وفقاً لطبيعتها مما يجعل مقارنة المصروفات عملية غير ملائمة.

الجدول رقم 4-7: تحليل الاتجاه للإيرادات والمصروفات التشغيلية للشركة X

بيان الدخل (مليون ليرة)	السنة 4	السنة 5	السنة 6	السنة 7	السنة 8
صافي الإيرادات	**100**	**105**	**113**	**123**	**165**
يطرح: تكلفة المبيعات	100	105	112	126	175
مجمل الربح	**100**	**105**	**114**	**121**	**157**
تكاليف البيع والتوزيع	100	104	110	113	139
المصروفات الإدارية	100	107	112	114	145
دخل تشغيلي آخر	100	143	108	152	192
مصروفات تشغيلية أخرى		100	85	96	97
حصة من أرباح الشركات الزميلة (بعد الضريبة)	100	110	40	48	39
الضريبة على الأرباح من الشركات الزميلة	100	100	37	37	30
الربح التشغيلي قبل البنود الاستثنائية	**100**	**102**	**113**	**132**	**189**
دخل استثنائي					
مصروفات استثنائية	100	66	96	56	225

186	**140**	**126**	**106**	**100**	**الربح التشغيلي قبل الفائدة والضريبة والاستهلاك والإطفاء EBITDA**
147	107	114	100	100	الاستهلاك والإطفاء
220	**168**	**135**	**111**	**100**	**الربح قبل الفائدة والضريبة EBIT**
(85)	272	225	136	100	الضريبة
30	37	37	100	100	الضريبة على أرباح الشركات الزميلة
250	87	69	100	100	الوفر الضريبي، صافي المصروفات المالية
279	**168**	**134**	**109**	**100**	**صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT**

من خلال الجدول السابق، نلاحظ بأن صافي إيرادات الشركة X قد ازدادت بنسبة 65% من السنة 4 إلى السنة 8. وخلال نفس الفترة ازدادت تكلفة المبيعات بنسبة 75%، وهذا أثر على هامش الربح بشكل سلبي. بالنسبة للمصروفات التشغيلية الأخرى مثل مصروفات البيع والتوزيع والمصروفات الإدارية ومصروفات الاستهلاك والإطفاء كلها ازدادت بمعدل أقل من معدل النمو في الإيرادات. وهذا يشير إلى قدرة الشركة على إدارة هذه المصروفات والتحكم بها نسبياً.

بناءً عليه، فإن تحليل الاتجاه يساعد في بيان التطور في البنود التشغيلية الهامة، لكنه لا يظهر الحجم النسبي لكل بند من تلك البنود. ولاستدراك ذلك نحن بحاجة إلى تنفيذ تحليل الحجم المشترك. يقوم تحليل الحجم المشترك على قياس كل بند كنسبة مئوية من الإيرادات، ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول رقم 4-8.

إن تحليل الحجم المشترك يبين بأن تكلفة المبيعات كنسبة مئوية من صافي الإيرادات قد ارتفعت من 45% في السنة 4 إلى 48% في السنة 8. إن مصروفات البيع والتوزيع والمصروفات الإدارية ومصروفات الاستهلاك والإطفاء قد شكلت 40% من صافي الإيرادات في السنة 8، بينما كانت 47% في السنة

4. بالتالي، وعلى الرغم من أن بند تكلفة المبيعات قد ازداد بمعدل أسرع بالمقارنة مع صافي الإيرادات، إلا أن الشركة X قادرة على تحسين هامش الربح من خلال رقابة فعالة على المصروفات التشغيلية الأخرى. لكن التحليل يبين وبشكل واضح بأنه من الممكن تحقيق وفورات في التكلفة عن طريق إدارة تكلفة المبيعات بكفاءة أعلى.

الجدول رقم 4-8: تحليل الحجم المشترك للإيرادات والمصروفات التشغيلية للشركة X

بيان الدخل (مليون ليرة)	السنة 4	السنة 5	السنة 6	السنة 7	السنة 8
صافي الإيرادات	**%100**	**%100**	**%100**	**%100**	**%100**
يطرح: تكلفة المبيعات	(%45)	(%45)	(%45)	(%46)	(%48)
مجمل الربح	**%55**	**%55**	**%55**	**%54**	**%52**
تكاليف البيع والتوزيع	(%33)	(%33)	(%32)	(%31)	(%28)
المصروفات الإدارية	(%7)	(%7)	(%7)	(%7)	(%6)
دخل تشغيلي آخر	%2	%2	%2	%2	%2
مصروفات تشغيلية أخرى	%0	(%1)	(%1)	(%1)	(%1)
حصة من أرباح الشركات الزميلة (بعد الضريبة)	%1	%1	%0	%0	%0
الضريبة على الأرباح من الشركات الزميلة	%0	%0	%0	%0	%0
الربح التشغيلي قبل البنود الاستثنائية	**%17**	**%16**	**%17**	**%18**	**%19**
دخل استثنائي	%0	%0	%1	%0	%0
مصروفات استثنائية	(%2)	(%1)	(%1)	(%1)	(%2)
الربح التشغيلي قبل الفائدة والضريبة والاستهلاك والإطفاء EBITDA	**%15**	**%15**	**%17**	**%17**	**%17**
الاستهلاك والإطفاء	(%7)	(%7)	(%7)	(%6)	(%6)

الربح قبل الفائدة والضريبة EBIT	%8	%8	%10	%11	%11
الضريبة	(%1)	(%1)	(%2)	(%2)	%1
الضريبة على أرباح الشركات الزميلة	%0	%0	%0	%0	%0
الوفر الضريبي، صافي المصروفات المالية	(%1)	(%1)	(%1)	(%1)	(%1)
صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT	**%6**	**%6**	**%7**	**%8**	**%10**

تحليل الاتجاه وتحليل الحجم المشترك لرأس المال المستثمر:

إن تحليل معدل دوران رأس المال المستثمر للشركة X كما هو مبين في الجدول رقم 4–6 يظهر انخفاضاً عبر الزمن من 1.02 في السنة 4 إلى 0.77 في السنة 8. وهذا يعني بأن الشركة X قد جمدت رأس المال المستثمر 117 يوم إضافي. أي أن الشركة بحاجة إلى 474 يوم لتولد مبيعات تعادل قيمة رأس المال المستثمر في السنة 8، بينما كانت بحاجة إلى 357 يوم فقط في السنة 4 (360 يوم / معدل دوران رأس المال المستثمر).

لقد قمنا بتنفيذ تحليل الاتجاه وتحليل الحجم المشترك للوصول إلى فهم أفضل للتطور في استغلال رأس المال. وبما أن الشركتين Y&X تستخدمان تقريباً نفس الأسلوب في تصنيف الأصول والالتزامات في الميزانية، لذلك فقد نفذنا الإجراءات التحليلية في الشركتين. حيث يسمح لنا ذلك بالمقارنة بين الشركتين من حيث مدى الكفاءة في استغلال رأس المال المستثمر (الجدول رقم 4–9).

كل من الشركتين قد ضاعفت (وأكثر) حجم رأس مالها المستثمر خلال الفترة محل التحليل. بالنسبة للشركة X فقد ازداد رأس مالها المستثمر بنسبة 119% من السنة 4 إلى السنة 8، بينما بلغت نسبة زيادة رأس المال المستثمر للشركة Y 108%. وكما لاحظنا فقد ازدادت الإيرادات بالنسبة للشركة X في نفس الفترة بنسبة 65% مما أدى إلى انخفاض في معدل دوران رأس المال المستثمر.

وكذلك فإن صافي الإيرادات للشركة Y قد نمت بنسبة 42% مما أدى أيضاً إلى انخفاض معدل دوران رأس المال المستثمر. بالنسبة للشركة X، فإن الزيادة في رأس المال المستثمر تعزى بشكل رئيسي إلى الاستثمارات في الأصول غير الملموسة (الشهرة بشكل أساسي). أما بالنسبة للشركة Y، فإن الاستثمارات في الشركات الزميلة والأصول غير الملموسة تفسر الزيادة في رأس المال المستثمر.

الجدول رقم 4-9: تحليل الاتجاه لرأس المال المستثمر في الشركتين Y&X

الشركة X					رأس المال المستثمر	الشركة Y				
س4	س5	س6	س7	س 8		س4	س5	س6	س7	س8
					الأصول غير المتداولة					
100	160	167	169	421	الأصول غير الملموسة	100	141	162	153	309
					الأصول الملموسة	100	0	0	0	0
100	103	103	107	142	الممتلكات والمصانع والمعدات	100	206	210	201	230
100	84	50	36	84	الاستثمارات في الشركات الزميلة	100	228	267	804	1,520
100	74	69	76	93	الذمم المدينة					
					قروض للزبائن	0	0	100	149	143
					سلف للزبائن	0	0	0	100	266
100	117	114	97	124	أصول ضريبية مؤجلة	100	206	253	264	214
100	**121**	**121**	**124**	**233**	**إجمالي الأصول غير المتداولة**	**100**	**113**	**123**	**127**	**181**

					الأصول المتداولة					
132	110	110	103	100	المخازن	164	127	109	103	100
141	122	122	113	100	الذمم المدينة التجارية	102	100	97	98	100
					حسابات ضريبية مدينة	395	178	263	261	100
					حسابات مدينة أخرى	146	83	133	140	100
					مستحقات على الشركات الزميلة	0	0	0	0	100
310	100	0	0	0	مصروفات مدفوعة مقدماً	176	152	122	97	100
145	**120**	**118**	**110**	**100**	**إجمالي الأصول المتداولة**	**127**	**106**	**105**	**104**	**100**
					ديون بدون فائدة					
277	234	225	202	100	التزامات ضريبية مؤجلة	343	132	137	134	100
30	24	31	34	100	المخصصات	318	112	102	70	100
					التزامات أخرى	123	32	52	36	100
0	0	0	0	100	التزامات متداولة					
309	246	241	218	100	ذمم تجارية دائنة	168	133	117	104	100
					إيداعات على عبوات قابلة للاسترداد	107	95	96	100	100

700	616	516	333	100	المؤونات	188	154	165	168	100
520	733	967	570	100	الضريبة	41	33	77	122	100
					التزامات أخرى	136	108	100	96	100
					اقتراض من الشركات الزميلة	0	0	0	0	100
117	**96**	**96**	**86**	**100**	**إجمالي الديون بدون فائدة**	**173**	**115**	**110**	**106**	**100**
208	**144**	**139**	**130**	**100**	**رأس المال المستثمر**	**219**	**121**	**120**	**120**	**100**

بناءً عليه، فإن تحليل الاتجاه يساعد في بيان التطور في رأس المال المستثمر إلا أنه لا يوضح أهمية كل بند من البنود المكونة له. لذلك فإننا نفضل بشكل عام إجراء تحليل الحجم المشترك لمعالجة هذه المسألة. حيث يمكن من خلال حساب عدد أيام الإتاحة Days on hand لكل بند من البنود المكونة لرأس المال المستثمر أن نحصل على معلومات مفيدة فيما يتعلق بالأهمية النسبية والاتجاه لكل بند. والجدول رقم 4-10 يتضمن عدد أيام الإتاحة لكل بند من بنود رأس المال المستثمر وذلك بالنسبة للشركتين Y&X.

عدد أيام الإتاحة (لكل بند) = 360 / معدل الدوران (لكل بند)

الجدول رقم 4-10: عدد أيام الإتاحة لرأس المال المستثمر بالنسبة للشركتين Y&X

الشركة Y					**رأس المال**	**الشركة X**				
س8	**س7**	**س6**	**س5**	**س4**	**المستثمر**	**س8**	**س7**	**س6**	**س5**	**س4**
					الأصول غير المتداولة					
117	74	75	71	54	الأصول غير الملموسة	322	173	186	193	126

0	0	0	0	91	الأصول الملموسة					
140	156	154	166	87	الممتلكات والمصانع والمعدات	171	173	181	196	199
26	17	6	5	2	الاستثمارات في الشركات الزميلة	9	5	7	14	17
					الذمم المدينة	10	11	11	12	17
6	8	5	0	0	قروض للزبائن					
7	3	0	0	0	سلف للزبائن					
7	12	11	9	5	أصول ضريبية مؤجلة	6	6	8	9	8
304	**270**	**250**	**252**	**239**	**إجمالي الأصول غير المتداولة**	**518**	**368**	**393**	**423**	**368**
					الأصول المتداولة					
27	29	27	28	29	المخازن	28	29	27	28	28
54	60	57	58	55	الذمم المدينة التجارية	39	51	54	59	63
					حسابات ضريبية مدينة	1	1	1	1	0
					حسابات مدينة أخرى	14	11	18	21	16
					مستحقات على الشركات الزميلة	0	0	0	0	2
4	2	0	0	0	مصروفات مدفوعة مقدماً	7	8	7	6	6
86	**90**	**85**	**86**	**84**	**إجمالي الأصول المتداولة**	**88**	**98**	**107**	**114**	**115**
					ديون بدون فائدة					
(14)	(15)	(13)	(13)	(7)	التزامات ضريبية مؤجلة	(37)	(19)	(21)	(23)	(18)
(6)	(6)	(8)	(10)	(30)	المخصصات	(5)	(3)	(2)	(2)	(3)
					التزامات أخرى	(1)	0	(1)	0	(1)
0	0	0	0	(53)	التزامات متداولة					
(80)	(81)	(75)	(75)	(37)	ذمم تجارية دائنة	(42)	(45)	(43)	(41)	(41)

					إيداعات على عبوات قابلة للاسترداد	(8)	(10)	(11)	(12)	(13)
(4)	(4)	(3)	(2)	(1)	المؤونات	(4)	(4)	(5)	(5)	(3)
(2)	(4)	(4)	(3)	(1)	الضريبة	(1)	(2)	(4)	(7)	(6)
					التزامات أخرى	(34)	(36)	(36)	(38)	(41)
					اقتراض من الشركات الزميلة	0	0	0	0	0
(106)	**(110)**	**(104)**	**(103)**	**(128)**	**إجمالي الديون بدون فائدة**	**(132)**	**(118)**	**(123)**	**(127)**	**(126)**
284	**251**	**230**	**236**	**195**	**رأس المال المستثمر**	**474**	**349**	**377**	**410**	**357**

تشير أيام الإتاحة إلى عدد الأيام التي يكون فيها البند المحاسبي متاحاً أو محتفظاً به وما يترتب عن ذلك من تجميد للنقدية. على سبيل المثال، في السنة 8 فإن الحسابات المدينة التجارية في الشركة X تعادل 39 يوم. وهذا يشير إلى أن الشركة تقدم لزبائنها فترة ائتمان تصل بالمتوسط إلى 39 يوم والذي يؤدي إلى زيادة رأس المال العامل ورأس المال المستثمر. من جهة أخرى، فإن الحسابات الدائنة التجارية في السنة 8 تعادل 42 يوم. وهذا يشير إلى أن الشركة X تحصل على فترة ائتمان من مورديها تصل إلى 42 يوم مما يعني تخفيض الحاجة إلى رأس المال المستثمر. بناءً عليه، فإن أيام الإتاحة تشير إلى كيفية إدارة رأس المال المستثمر والعناصر المكونة له.

إن مقارنة أيام الإتاحة بين الشركتين Y&X يقودنا إلى بعض الاستنتاجات الهامة. **أولاً**، نلاحظ بأن الشركة X قد نفذت استثمارات ضخمة في الأصول غير الملموسة. ففي السنة 4 تفسر الأصول غير الملموسة 126 يوم من أصل 357 يوم (رأس المال المستثمر المتاح في السنة 4 معبراً عنه بالأيام). بينما في السنة 8 تفسر الأصول غير الملموسة 322 يوم من أصل 474يوم. بناءً عليه، فإن

زيادة رأس المال المستثمر 117 يوم من السنة 4 إلى السنة 8 يقابلها زيادة في الأصول غير الملموسة بـ 196 يوم. وهذا يدل على أن التدهور في معدل دوران رأس المال المستثمر للشركة X يعزى بشكل رئيسي للأصول غير الملموسة. في الحقيقة، فإن أيام الإتاحة لبنود أخرى مثل الممتلكات والمصانع والمعدات، والحسابات تحت التحصيل، والذمم المدينة التجارية والالتزامات الضريبية المؤجلة قد تحسنت بشكل ملحوظ. فعلى سبيل المثال، فإن أيام الإتاحة للذمم المدينة التجارية في الشركة X قد انخفضت 24 يوماً (63 يوماً مطروحاً منها 39 يوماً) من السنة 4 إلى السنة 8. بناءً عليه، فإنه وعلى الرغم من الاتجاه السلبي لأيام الإتاحة لرأس المال المستثمر، فإن الشركة X تبدو بأنها تدير معظم بنود رأسمالها بكفاءة أعلى عبر الزمن. وبعد هذا التحليل للبيانات، فإننا نعتقد بأن الاهتمام الرئيسي للمحلل يجب أن ينصب على عمليات حيازة الأصول غير الملموسة (مثل الشهرة) والتأكد فيما إذا كانت تلك العمليات عادلة وحقيقية أو أنها مكلفة أكثر مما ينبغي.

ثانياً، بلغ رأس المال المستثمر للشركة X معبراً عنه بالأيام 474 يوم، في حين بلغ 284 يوماً بالنسبة للشركة Y. وتعزى هذه الفجوة بشكل رئيسي إلى الاختلافات في مستوى الاستثمارات في الأصول غير الملموسة. حيث بلغت أيام الإتاحة للأصول غير الملموسة في السنة 8 بالنسبة للشركة X 322 يوماً، في حين كانت 117 يوماً بالنسبة للشركة Y. وإذا حللنا البنود الأخرى المكونة لرأس المال المستثمر (باستثناء الأصول غير الملموسة)، فإننا نجد بأن أداء الشركة X كان أسوأ بالمقارنة مع الشركة Y في السنة 4. فعلى سبيل المثال، بلغت الأصول المتداولة معبراً عنها بالأيام 115 يوماً في الشركة X بينما كانت 84 يوماً بالنسبة للشركة Y. لكن وعلى الرغم من ذلك، فإن الشركة X قادرة عبر الزمن على استغلال البنود الأخرى المكونة لرأس المال المستثمر بكفاءة أعلى. وفي

الحقيقة، فإذا تجاهلنا الأصول غير الملموسة فإن الشركة X قادرة على تخفيض عدد أيام الإتاحة لبقية بنود رأس المال المستثمر بمقدار 79 يوماً (231 يوماً في السنة 4 مطروحاً منها 152 يوماً في السنة 8). أما بالنسبة للشركة Y، فهناك زيادة في عدد أيام الإتاحة لبقية بنود رأس مالها المستثمر (باستثناء الأصول غير الملموسة) بمقدار 26 يوماً (141 يوماً في السنة 4 مطروحاً منها 167 يوماً في السنة 8). وبالتالي، فإن الشركة X تدير رأسمالها المستثمر (ما عدا الأصول غير الملموسة) بكفاءة أعلى من الشركة Y.

خامساً_ العائد على الملكية:

لقد تم التركيز في الأقسام السابقة على قياس الربحية التشغيلية. لكن في هذا القسم سوف نختبر تأثير الرفع المالي على الربحية، وذلك من خلال حساب العائد على الملكية ROE الذي يقيس الربحية مع الأخذ بعين الاعتبار كلاً من الرفع التشغيلي والمالي.

العائد على الملكية ROE =

(صافي الأرباح بعد الضريبة / القيمة الدفترية لحقوق الملكية) * 100

إن العائد على الملكية يقيس العائد المحاسبي للملاك على استثماراتهم في الشركة. وبالاعتماد على المثال الرقمي البسيط في الصفحة 4 من هذا الفصل، يمكن حساب العائد على الملكية كما يلي:

العائد على الملكية ROE = (70 / 400) * 100

= 17.5%

فيما يلي العوامل المؤثرة في مستوى واتجاه العائد على الملكية:

- الربحية التشغيلية.
- صافي معدل الفائدة على الاقتراض بعد الضريبة.
- الرفع المالي.

ويمكن توضيح ذلك بالعلاقة التالية:

العائد على الملكية = العائد على رأس المال المستثمر بعد الضريبة + (العائد على رأس المال المستثمر بعد الضريبة – صافي تكلفة الاقتراض بعد الضريبة) * (القيمة الدفترية لصافي الدين بفائدة / القيمة الدفترية لحقوق الملكية)

بالنسبة لصافي تكلفة الاقتراض، فيمكن أن تحسب كالآتي:

صافي تكلفة الاقتراض بعد الضريبة =

(صافي المصروفات المالية بعد الضريبة / صافي الدين بفائدة) * 100

أما بالنسبة للرفع المالي، فهو محدد كالآتي:

صافي الدين بفائدة / القيمة الدفترية لحقوق الملكية

يقاس صافي الدين بفائدة بالفرق بين الدين بفائدة والأصول بفائدة (أي النقد ومعادلات النقد) وذلك وفقاً لما جاء في الفصل 3. وبالاعتماد على المثال الرقمي البسيط في الصفحة 4 من هذا الفصل، يمكن حساب العائد على الملكية ROE كالآتي:

العائد على الملكية = 14% + (14% – 4.7%) * (150 / 400)

= 17.5%

الخطوة الأولى في تحديد العائد على الملكية ROE هي العائد على رأس المال المستثمر ROIC الذي يعبر عن الربحية الإجمالية للعمليات. أما الخطوة الثانية فتبين تأثير الرفع المالي على الربحية الإجمالية. فإذا كان الفرق بين العائد على رأس المال المستثمر وصافي تكلفة الاقتراض ايجابياً، فإن الزيادة في الرفع المالي سوف تؤدي إلى تحسين العائد على الملكية. لكن الرفع المالي يكون ذو تأثير سلبي على العائد على الملكية إذا كان العائد على رأس المال المستثمر أقل من صافي تكلفة الاقتراض.

تأثير حصص الأقلية على العائد على الملكية:

تنشأ حصص الأقلية عن عدم تملك الشركة الأم لكامل أسهم الشركة التابعة. وعند حساب رأس المال المستثمر، فقد صنفت حصص الأقلية مع باقي حقوق الملكية. وبما أن المستثمرين في الشركة الأم لا يستفيدون من خلق القيمة التي تخص حصص الأقلية، لذلك لابد من التمييز بين العائد على الملكية المقاس على مستوى المجموعة والعائد على الملكية المقاس على مستوى الشركة الأم:

العائد على الملكية، المجموعة =

(الأرباح الصافية قبل حصص الأقلية / حقوق الملكية على مستوى المجموعة) * 100

العائد على الملكية، الشركة الأم =

(الأرباح الصافية بعد حصص الأقلية / حقوق الملكية على مستوى الشركة الأم) * 100

أو يمكننا الاعتماد على العلاقة المستخدمة في حساب العائد على الملكية ROE الواردة أعلاه:

العائد على الملكية، الشركة الأم = العائد على رأس المال المستثمر بعد الضريبة + (العائد على رأس المال المستثمر بعد الضريبة – صافي تكلفة الاقتراض بعد الضريبة) * [(القيمة الدفترية لصافي الدين بفائدة / القيمة الدفترية لحقوق الملكية)] * حصة مساهمي الشركة الأم من العائد

يمكن حساب حصة مساهمي الشركة الأم من العائد كالآتي:

(الأرباح الصافية بعد حصص الأقلية / الأرباح الصافية قبل حصص الأقلية) / (حقوق الملكية، الشركة الأم / حقوق الملكية، المجموعة)

ولمزيد من التوضيح سوف نعتمد على مثال بسيط يقوم على الافتراضات التالية:

- الأرباح الصافية قبل حصص الأقلية = 100

- حقوق الملكية، المجموعة = 1,000
- حقوق الملكية، الشركة الأم = 900

بالاعتماد على هذه الأرقام، فإنه من الملاحظ بأن العائد على الملكية على مستوى الشركة الأم يختلف وفقاً لاختلاف حصة الأقلية من العائد:

الأرباح الصافية بعد حصص الأقلية	100	95	90	85	80
حصة الأقلية من الربح	0	5	10	15	20
حصة مساهمي الشركة الأم من العائد	1.11	1.06	1	0.94	0.89
العائد على الملكية، المجموعة	%10	%10	%10	%10	%10
العائد على الملكية، الشركة الأم	%11.1	%10.6	%10	%9.4	%8.9
العائد على الملكية، حصص الأقلية	%0	%5	%10	%15	%20

من خلال الجدول السابق، نلاحظ بأنه عندما تكون حصة مساهمي الشركة الأم من العائد مساوية 1، فهذا يشير إلى أن الأقلية ومساهمي الشركة الأم يحصلون على نفس معدل العائد على رأسمالهم المستثمر. أما عندما تكون حصة مساهمي الشركة الأم من العائد أكبر 1، فإن مساهمي الشركة الأم يحصلون على عائد على الملكية أعلى بالمقارنة مع عائد الأقلية.

أما بالنسبة لتقييم مستوى وتطور العائد على الملكية ROE، فيمكننا استخدام نفس المعايير التي اعتمدنا عليها في تقييم العائد على رأس المال المستثمر ROIC. إلا أن قياس مستوى حقوق الملكية يجب أن لا يعتمد على المقارنة مع

المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC، وإنما يجب أن يقارن مع معدل العائد المطلوب من قبل الملاك (أي يجب أن يقارن مع تكلفة حقوق الملكية). وبالتالي، من الممكن حساب القيمة المضافة أو ما يسمى بالدخل المتبقي RI وذلك عن طريق اقتطاع المعدل المطلوب من قبل الملاك Re من العائد على الملكية ROE:

الدخل المتبقي RI = (العائد على الملكية – معدل العائد المطلوب من قبل الملاك) * القيمة الدفترية لحقوق الملكية

لقد قمنا بحساب العائد على الملكية ROE والعناصر المكونة له وذلك بالنسبة للمجموعتين Y&X (الجدول رقم 4-11). من خلال الجدول نلاحظ الانخفاض الكبير للعائد على الملكية بالنسبة للمجموعة X بالمقارنة مع المجموعة Y وذلك خلال الأربع سنوات الأولى (من السنة 4 إلى السنة 7) سواء على مستوى المجموعة أو على مستوى الشركة الأم. من خلال تفكيك العائد على الملكية ROE يتبين بأن العائد المرتفع في المجموعة Y يمكن أن يعزى إلى ارتفاع العائد على رأس المال المستثمر ROIC. في الحقيقة، لو أن المجموعة Y تبنت درجة للرفع المالي مشابهة لتلك المتبناة في المجموعة X خلال السنوات الأربع الأولى، كانت ستحقق عائد على الملكية أعلى بكثير من العائد المحقق فعلياً. لكن في السنة 8 نلاحظ تراجع العائد على الملكية للمجموعة Y نتيجة التدهور الحاد في العائد على رأس المال المستثمر.

الجدول رقم 4-11: تفكيك العائد على الملكية ROE بالنسبة للمجموعتين Y&X

الشركة X					النسب	الشركة Y				
س4	س5	س6	س7	س8		س4	س5	س6	س7	س8
5.9	5.3	6.6	8.2	7.5	العائد على رأس المال المستثمر ROIC (%)	18	13.8	19.3	13	6.5
1.04	1.35	1.21	1.2	0.93	الرفع المالي	0.41	0.69	0.49	0.38	1.13
4.5	3.6	2.7	3.9	6.9	صافي تكلفة الاقتراض بعد الضريبة (%)	15	3.2	4	3.7	6.4
7.3	7.6	11.3	13.3	7.9	العائد على الملكية ROE، المجموعة (%)	19.2	21.1	26.8	16.5	6.6
1.14	0.89	0.94	0.95	0.89	حصة مساهمي الشركة الأم من العائد	1.04	1	1.01	0.94	0.64
8.3	6.7	10.6	12.7	7.1	العائد على الملكية ROE، الشركة الأم (%)	20	21.1	27	15.5	4.2

obeikan.com

أسئلة الفصل الرابع

10) اشرح هيكل تحليل الربحية.

11) عرف كلاً من العائد على رأس المال المستثمر ROIC، ومجمل الربح ومعدل دوران رأس المال المستثمر؟

12) متى يكون من المفيد حساب العائد على رأس المال المستثمر قبل الضريبة ومتى يكون من المفيد حسابه بعد الضريبة؟

13) افترض بأن العائد على رأس المال المستثمر قد انخفض من 12% في السنة 1 إلى 5% في السنة 4. ما هي التفسيرات المحتملة لهذا الانخفاض في العائد؟

14) كيف يمكن تقييم العائد على رأس المال المستثمر؟

15) ما هي التدابير التي يمكن للإدارة اتخاذها لتحسين هامش الربح؟

16) إذا كان معدل دوران رأس المال المستثمر في إحدى الشركات (4)، فإن عدد أيام الإتاحة لرأس المال المستثمر تبلغ (180) يوم، صح أو خطأ ولماذا؟.

17) ما هي التدابير التي يمكن للإدارة اتخاذها لتحسين معدل دوران رأس المال المستثمر؟

18) اشرح التشابه والاختلاف بين تحليل الاتجاه وتحليل الحجم المشترك.

19) ما هو تعريف العائد على الملكية ROE؟

20) كيف يؤثر الرفع المالي في العائد على المساهمين؟

21) كيف يمكن تقييم العائد على الملكية ROE؟

22) حل المسألة التالية:

ليكن لديك القوائم المالية (بيان الدخل والميزانية) العائدة لإحدى الشركات:

بيان الدخل

(1,000) ليرة	السنة 6	السنة 7	السنة 8
صافي الإيراد	11,829	11,245	14,319
دخل آخر	379	28	32
المواد الأولية	(7,376)	(7,320)	(9,548)
تكاليف الموظفين	(2,241)	(1,951)	(2,415)
الإطفاء والاستهلاك وتسويات انخفاض قيمة الأصول	(786)	(638)	(1,206)
إجمالي المصروفات التشغيلية	(10,403)	(9,909)	(13,169)
الربح التشغيلي	**1,805**	**1,364**	**1,182**
الحصة من أرباح الشركات الزميلة والمشاريع المشتركة بعد الضريبة	27	54	(102)
مصروفات الفائدة	(185)	(155)	(469)
دخل الفائدة	52	64	91
صافي بنود تمويل أخرى (مصروف / دخل)	11		(107)
الربح قبل الضريبة	**1,710**	**1,323**	**595**
الضريبة	(365)	(394)	(248)
الربح بعد الضريبة	**1,345**	**929**	**347**
حصص الأقلية من الربح	**(134)**	**(122)**	**(138)**
حصة المساهمين من الربح	**1,211**	**807**	**209**

الميزانية

الأصول (1,000 ليرة)	السنة 6	السنة 7	السنة 8
الأصول غير المتداولة			
الأصول غير الملموسة	2,449	2,110	7,109
الممتلكات والمصانع والمعدات	4,944	4,673	6,314
الاستثمارات في الشركات الزميلة	186	892	1,145
استثمارات أخرى	786	397	641
أصول ضريبية مؤجلة	395	316	259
سلف للزبائن		209	346
إجمالي الأصول غير المتداولة	**8,760**	**8,597**	**15,814**
الأصول قصيرة الأجل			
المخزون	893	883	1,246
الذمم التجارية المدينة	1,917	1,769	2,504
أوراق مالية	12	14	14
النقدية	1,374	560	698
مصروفات مدفوعة مقدماً		110	231
أصول محتفظ بها لغرض البيع	41	21	56
إجمالي الأصول المتداولة	**4,237**	**3,357**	**4,749**
إجمالي الأصول	**12,997**	**11,954**	**20,563**
حقوق الملكية والالتزامات			
حقوق الملكية			
أسهم رأس المال	784	784	784
الاحتياطيات	666	692	(74)

الأرباح المحتجزة	3,559	3,928	3,761
حصة الأقلية	511	307	281
إجمالي حقوق الملكية	**5,520**	**5,711**	**4,752**
الالتزامات غير المتداولة			
قروض بفائدة	2,091	1,295	9,084
منافع الموظفين	665	586	688
مخصصات طويلة الأجل	242	158	344
التزامات ضريبية مؤجلة	471	427	637
إجمالي الالتزامات غير المتداولة	**3,469**	**2,466**	**10,753**
الالتزامات المتداولة			
سحب مصرفي على المكشوف	747	251	94
قروض بفائدة	494	787	875
ذمم دائنة	2,496	2,525	3,846
ضريبة دخل مستحقة	149	71	85
مخصصات قصيرة الأجل	122	143	158
إجمالي الالتزامات المتداولة	**4,008**	**3,777**	**5,058**
إجمالي الالتزامات	**7,477**	**6,243**	**15,811**
إجمالي حقوق الملكية والالتزامات	**12,997**	**11,954**	**20,563**

فإذا علمت بأن:

- المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC: 8%.

- الضريبة على الأرباح من الشركات الزميلة والمشاريع المشتركة خلال السنوات الثلاث على التوالي: 11، 18، (35).
- الضريبة على صافي المصروفات المالية خلال السنوات الثلاث على التوالي: 41، 27، 130.

المطلوب:

1) إعداد القوائم المالية (بيان الدخل والميزانية) لأغراض التحليل المالي.
2) حساب العائد على رأس المال المستثمر ROIC والقيمة الاقتصادية المضافة EVA خلال السنوات الثلاث.
3) حساب هامش الربح خلال السنوات الثلاث.
4) حساب معدل دوران رأس المال المستثمر خلال السنوات الثلاث.
5) دراسة ربحية الشركة باستخدام تحليل الاتجاه وتحليل الحجم المشترك للإيرادات والمصروفات.
6) تقييم كفاءة إدارة رأس المال المستثمر باستخدام تحليل الاتجاه وتحليل الحجم المشترك.

obeikan.com