

# 02 الوحدة

تحليل الوضع المالي للمؤسسات الاقتصادية

## ثانيا: تحليل الربحية، المردوديات والهيكل المالي الامثل

- I. تحليل الربحية (إنشاء الثروة في المؤسسة).
  - 1- حسابات النتائج.
  - 2- النسب المرتبطة بالهوامش والنتائج.
  - 3- القدرة على التمويل الذاتي.
- II. الهيكل المالي الامثل (المردوديات و أثر الرافعة المالية).
  - 1- مفهوم الرفع المالي
  - 2- تحليل وتفسير ميكانيزم الرفع المالي
  - 3- الصياغة الرياضية لأثر الرافعة المالية
  - 4- دور أثر الرافعة المالية في بناء الهيكل المالي الامثل
  - 5- حدود أثر الرافعة المالية.

المراجع المعتمدة لهذه الوحدة:

- 1- الياس بن الساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي، ط2، دار وائل للنشر، عمان، 2011.
- 2- خميسي شيحة، التسيير المالي للمؤسسة، دار هومة، الجزائر، 2013.
- 3- Georges Legros, Mini manuel de finance d'entreprise, Dunod, Paris, 2014.
- 4- Dov Ogien ,Maxi Fiches de Gestion Financière de l'Entreprise, Dunod, Paris, 2018.

## I. تحليل الربحية (إنشاء الثروة في المؤسسة).

إن من بين المواضيع المرتبطة بتحليل التدفقات المالية هو الكيفية التي تتشكل بها ثروة المؤسسة اعتمادا على الدورة الاقتصادية المكونة لنشاطها الرئيسي، وهو موضوع جدول حسابات النتائج الذي يظهر فيما إذا كانت المؤسسة قد حققت خسارة أو ربح (التغير في ثروة المؤسسة).

يعمل المحلل المالي إلى استغلال المعلومات المحاسبية المستمدة من القوائم المالية في تحليل النتائج المحققة في المؤسسة بهدف تفسير النتائج عند كل مستوى من مستويات النشاط، لأجل هذا يتم إعداد جداول مكملة على غرار الأرصدة الوسيطة للتسيير (S.I.G)، وهو ما استدركه النظام المحاسبي المالي، إذ أن جدول حسابات النتائج الذي يوصي به يدمج بصفة نهائية الأرصدة الوسيطة للتسيير.

تمثل الأرصدة الوسيطة للتسيير مجموع النتائج المحققة في دورة الاستغلال عند كل مستوى من مستويات النشاط، هذه المستويات التي تصنف إلى ثلاث دورات رئيسية هي: دورة الاستغلال، الدورة المالية والدورة الاستثنائية.

### 1- حسابات النتائج

#### 1-1 رقم الأعمال (CA):

هي الإيرادات المتولدة عن الأنشطة الرئيسية للمؤسسة والناجمة عن علاقة المؤسسة مع سوقها البعدي (العملاء)، فهو يضم مبيعات البضائع، الخدمات المقدمة، مبيعات المنتجات وكذا الدراسات، وبالتالي يعتبر كمقياس لنشاط المؤسسة. إن استعمال رقم الأعمال خارج الرسم (CAHT) عند إجراء المقارنات يلغي التباينات الناتجة من الجباية، إذ أن مختلف نشاطات المؤسسة ليست خاضعة لنفس معدلات الرسم.

تختلف مكونات رقم الأعمال بحسب اختلاف نشاط المؤسسة حيث يمكن تمييز الأنواع التالية:

- ✓ رقم الأعمال التجاري: وهو الإيراد الناتج عن بيع السلع والخدمات دون تحويلها.
- ✓ رقم الأعمال الإنتاجي: وهو الإيراد الناتج عن بيع منتجات المؤسسة، وهو يعبر عن الطبيعة الصناعية للمؤسسة.
- ✓ رقم الأعمال الخدمي: هو الإيراد الناتج عن تقديم الخدمات للعملاء والتي يتميز أغلبها بعدم القابلية للتخزين.

$$\text{رقم الأعمال} = \text{المبيعات} + \text{إنتاج مبيع} + \text{خدمات مقدمة}$$

إن حساب رقم الأعمال في جدول حسابات النتائج يساعد المحلل المالي على تفسير الكثير من الحالات التي تخدم أهداف التشخيص المالي والتي من أهمها قياس معدل نمو المؤسسة.

- قياس معدل النمو (C): يساهم هذا المعدل في قياس حجم المؤسسة وقدرتها على تطوير علاقاتها مع عملاءها. مع الأخذ بعين الاعتبار الارتفاع الاسمي في رقم الأعمال الناتج عن أثر التضخم النقدي، أي يجب تحييد آثار تدني القوة الشرائية للنقود بحساب معدل النمو الحقيقي لنشاط المؤسسة، بشكل يسمح بالحصول على النمو بالكميات باستعمال معامل التضخم. ويحسب كالتالي:

$$C = \left[ \frac{CA_1}{CA_0(1+i)} \right] - 1$$

✓ CA<sub>1</sub>: رقم الأعمال في سنة القياس.

✓ CA<sub>0</sub>: رقم الأعمال في سنة بداية النشاط.

✓ i: معدل التضخم.

**2-1 الإنتاج:**

يميز هذا الرصيد المؤسسات الصناعية ويغيب عن المؤسسات التجارية، ويتمثل في إجمالي المنتجات المصنعة باختلاف استخداماتها. فالمؤسسة تنتج من أجل البيع (الإنتاج المباع والمقيم بسعر البيع) أو من أجل التخزين (الإنتاج المخزن والمقيم بسعر التكلفة) أو من أجل حاجاتها الخاصة (الإنتاج المثبت والمقيم بسعر التكلفة).

$$\text{الإنتاج} = \text{الإنتاج المباع} + \text{الإنتاج المخزن} + \text{إنتاج المؤسسة لنفسها}$$

يستخدم هذا المؤشر للحكم على فعالية مجموعة من العناصر أهمها:

✓ قياس القدرة الإنتاجية للمؤسسة.

✓ مقارنة الإنتاج بالاستهلاكات الوسيطة يظهر كفاءة المؤسسة في التحكم بتكاليف الإنتاج.

✓ قياس إنتاجية العامل.

✓ حساب مردودية آلات الإنتاج.

✓ حساب العوائد المتولدة من النشاط الرئيسي للمؤسسة.

إلا أنه لا يمكن الاعتماد على رصيد الإنتاج في تحليل النتائج المتعلقة بالمؤسسات التي تتميز بضخامة منتجاتها أو إنتاج المؤسسة لنفسها، كما أن رصيد الإنتاج يعتبر غير متجانس لأن مكوناته تقيم بأسعار مختلفة.

**3-1 القيمة المضافة (VA):**

تشير القيمة المضافة إلى مجموع القيم الإضافية التي تقوم بها المؤسسة خلال كل مرحلة من مراحل الإنتاج، أي أن القيمة المضافة هي الفارق بين قيمة السلع عند دخولها إلى المؤسسة (على شكل مواد وسيطة) وقيمة هذه السلع عند خروجها من المؤسسة إلى السوق في شكلها النهائي. ويمكن حسابها بالعلاقة التالية:

$$\begin{aligned} \text{القيمة المضافة} &= \text{هامش التجاري} \\ &+ \text{إنتاج الدورة} \\ &- \text{المشتريات من المواد الأولية} + \text{التغير في مخزون المواد الأولية} \\ &- \text{المصاريف الخارجية الأخرى} \end{aligned}$$

تعرف المصاريف الخارجية الأخرى بأنواع المصاريف المذكورة في الحسابين 61 و62 في النظام المحاسبي المالي. عدد من المحللين يقارنون بين التطور في القيمة المضافة والتطور في رقم الأعمال والإنتاج الإجمالي، والذي يحسب بالعلاقة التالية:

$$C = \left[ \frac{VA_1 - VA_0}{VA_0} \right]$$

حيث:  $VA_1$  و  $VA_0$  يمثلان القيمة المضافة للسنتين السابقة والحالية على التوالي. وبالتالي يمكن اعتبار القيمة المضافة مؤشرا للنمو يبين تطور النشاط المرتبط مباشرة بالوسائل الخاصة للمؤسسة والمتمثلة في العمال والمعدات المستعملة.

- القيمة المضافة وقياس النمو الاقتصادي:

تعبّر القيمة المضافة عن الوزن الاقتصادي للمؤسسة وذلك من خلال مساهمتها في الناتج المحلي الخام، حيث يعرف الناتج المحلي الخام على أنه المجموع الجبري للقيم المضافة للمؤسسات العاملة داخل التراب الوطني، وبحسب بالعلاقة التالية:

$$PIB = \sum_{i=1}^n VA_i$$

حيث:  $VA_i$ : تمثل القيمة المضافة للمؤسسة i.

- PIB: الناتج المحلي الخام.

وعليه يمكن قياس الوزن الاقتصادي للمؤسسة والمعبّر عن مساهمتها في تشكيل الناتج الداخلي الخام على النحو التالي:

$$P_i = \frac{VA_i}{PIB}$$

#### 4-1 الفائض الإجمالي للاستغلال (EBE):

يعبر هذا الرصيد عن الفرق بين الإيرادات والمصاريف لدورة الاستغلال، أي الثروة المالية المحققة من خلال النشاط الرئيسي.

ويتم حساب الفائض الإجمالي للاستغلال انطلاقاً من القيمة المضافة على النحو التالي:

$$\begin{aligned} \text{الفائض الإجمالي للاستغلال} &= \text{القيمة المضافة} \\ &+ \text{إنتاج الدورة} \\ &- \text{ضرائب ورسوم} \\ &- \text{مصاريف المستخدمين} \\ &- \text{مخصصات مؤونات تدني قيم الحقوق} \\ &- \text{مصاريف الاستغلال الأخرى} \end{aligned}$$

من بين استخدامات الفائض الإجمالي للاستغلال في التحليل هي:

- ✓ قياس الكفاءة الصناعية والإنتاجية للمؤسسة.
- ✓ قياس قدرة المؤسسة على توليد الفوائض المالية.
- ✓ مؤشراً استراتيجياً في اتخاذ القرارات المتعلقة بالاستمرار في النشاط أو الانسحاب منه.

#### 5-1 النتيجة العملياتية (Rexp):

هي رصيد دورة الاستغلال بمفهومها الواسع (دورتي الاستغلال والاستثمار)، أي الفرق بين إيرادات الاستغلال ومصاريف

الاستغلال، بالإضافة إلى تدني قيم الاستثمارات نتيجة استخدامها في العملية الإنتاجية. ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\begin{aligned} \text{النتيجة العملياتية} &= \text{الفائض الإجمالي للاستغلال (Rexp)} \\ &+ \text{إنتاج الدورة} \\ &+ \text{مخصصات اهتلاكات ومؤونات تدني قيم الأصول الثابتة (DAM)} \\ &+ \text{استرجاع مؤونات تدني قيم الأصول الثابتة} \end{aligned}$$

يمكن حصر أهم الفروقات بين الفائض الإجمالي للاستغلال والنتيجة العملياتية كالتالي:

- ✓ تختلف النتيجة العملياتية عن الفائض الإجمالي للاستغلال كون الأولى تتضمن دورة الاستثمار أما الثانية فلا.
- ✓ الفائض الإجمالي للاستغلال هو خزينة الدورة المتعلقة بالاستغلال فقط، أما النتيجة العملياتية تقيس مستوى الثروة المتولدة عن النشاط الصناعي والتجاري للمؤسسة.
- ✓ الفائض الإجمالي للاستغلال هو خزينة ممكنة إلا أن النتيجة العملياتية هي خزينة غير ممكنة لأن فيها تكاليف محسوبة.
- ✓ الفرق بين الفائض الإجمالي للاستغلال والنتيجة العملياتية يبرز أثر السياسة الاستثمارية والاهتلاكات على المؤسسة.

#### 6-1 النتيجة المالية:

هي النتيجة التي تعبر عن الفرق بين النواتج المالية والتكاليف المالية، والتي تظهر في غالب الأحيان بإشارة سالبة وخاصة في المؤسسات الكبيرة، لذلك تدعى كذلك بالمصاريف المالية الصافية.

تشمل المصاريف المالية بعض العمليات المالية منها:

- ✓ أعباء الفوائد.
- ✓ نقص القيمة المرتبط بحقوق سندات المساهمة.
- ✓ الخسارة الصافية الناتجة من التنازل عن الأصول المالية.
- ✓ خسائر الصرف.

أما النواتج المالية فيمكن أن تتضمن العناصر التالية:

- ✓ إيرادات فوائد القروض الممنوحة.
- ✓ عائدات الأصول المالية.
- ✓ الربح الصافي الناتج من التنازل عن الأصول المالية.
- ✓ أرباح الصرف.

تساعد النتيجة المالية على مراقبة أداء المؤسسة من النواحي المالية، وبالتالي فيمكن مراقبة الحدود القصوى لعملية الاستدانة بناء على مؤشر النتيجة المالية وتأثيرها على حالة الربحية في المؤسسة، أي أن هذا التأثير يسهم بشكل فعال في اتخاذ القرارات التمويلية.

### 7-1 النتيجة الاستثنائية:

تتمثل النتيجة الاستثنائية في الفرق بين الإيرادات والمصاريف الغير مرتبطة بالنشاط الرئيسي للمؤسسة، أي التي لا تتميز بطابع التكرار أو الناتجة بسبب ظروف استثنائية كالمصاريف الناتجة عن الكوارث.

### حساب النتائج (حسب الطبيعة) حسب النظام المحاسبي المالي (SCF).

| ن-1 | ن | ملاحظة |  |
|-----|---|--------|--|
|     |   |        | رقم الأعمال<br>+ تغير مخزونات المنتجات المصنعة والمنتجات قيد التصنيع<br>+ الإنتاج الثابت<br>+ إعانات الاستغلال |
|     |   |        | 1. إنتاج السنة المالية   |
|     |   |        | المشتريات المستهلكة<br>+ الخدمات الخارجية والاستهلاكات الأخرى  |
|     |   |        | 2. استهلاك السنة المالية   |
|     |   |        | 3. القيمة المضافة للاستغلال (2-1)  |
|     |   |        | - أعباء المستخدمين<br>- الضرائب والرسوم والمدفوعات المشابهة  |
|     |   |        | 4. الفائض الإجمالي عن الاستغلال  |
|     |   |        | + المنتجات العملية الأخرى<br>- الأعباء العملية الأخرى<br>- مخصصات للاهلاكات والمؤونات                          |
|     |   |        | 5. النتيجة العملية   |

|  |  |  |  |
|--|--|--|--|
|  |  |  | المنتجات المالية                               |
|  |  |  | - الأعباء المالية                              |
|  |  |  | 6. النتيجة المالية                             |
|  |  |  | 7. النتيجة العادية قبل الضرائب (5 + 6)         |
|  |  |  | - الضريبة الواجب دفعها عن النتائج العادية      |
|  |  |  | - الضرائب المؤجلة (تغيرات) حول النتائج العادية |
|  |  |  | + مجموع منتجات الأنشطة العادية                 |
|  |  |  | - مجموع أعباء الأنشطة العادية                  |
|  |  |  | 8. النتيجة الصافية للأنشطة العادية             |
|  |  |  | العناصر غير العادية (المنتجات) (يطلب بيانها)   |
|  |  |  | - العناصر غير العادية (الأعباء) (يطلب بيانها)  |
|  |  |  | 9. النتيجة الغير العادية                       |
|  |  |  | 10. النتيجة الصافية للسنة المالية              |

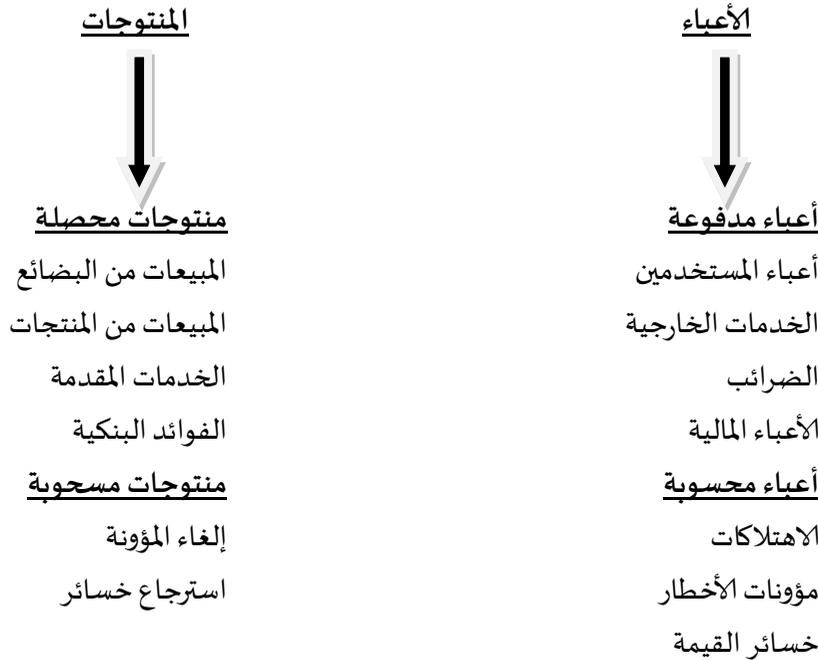
## 2- النسب المرتبطة بالنتائج:

يمكن تلخيص أهم النسب المشتقة من جدول حسابات النتائج في الجدول الموالي:

| نوع النسب                                  | النسبة                             | التفسير   |
|--|------------------------------------|---|
| تطور النشاط                                | تطور النشاط المعرف برقم الأعمال    | $C_{CA} = \frac{CA_n - CA_{n-1}}{CA_{n-1}}$                 |
|  | تطور النشاط المعرف بالقيمة المضافة | $C_{VA} = \frac{VA_n - VA_{n-1}}{VA_{n-1}}$                 |
| الربحية                                    | معدل هامش الربح                    | $TMB = \frac{R_n}{CAHT}$                                    |
|  | معدل هامش الإجمالي للاستغلال       | $T_{EBE} = \frac{EBE}{CAHT}$                                |
|  | معدل هامش التجاري                  | $\frac{MC}{CA_{COMMERCIAL}}$                                |
| توزيع القيمة المضافة (تكلفة عوامل الإنتاج) | المستخدمين                         | $\frac{\text{المستخدمين}}{VA}$                              |
|  | الدولة                             | $\frac{\text{ضرائب و رسوم} + \text{ضرائب على الارباح}}{VA}$ |
|  | الشركاء                            | $\frac{\text{توزيع الارباح}}{VA}$                           |
|  | المدينون                           | $\frac{\text{مصاريف مالية}}{VA}$                            |
| المردودية                                  | المؤسسة                            | التمويل الذاتي  |
|  | نسبة المردودية المالية             | النتيجة العادية قبل الضرائب/ الأموال الخاصة                 |
|  | نسبة المردودية الاقتصادية          | الفائض الإجمالي للاستغلال/ الموارد الدائمة                  |

## 3- القدرة على التمويل الذاتي

هي مجموع مصادر التمويل الداخلية التي يمكن للمؤسسة أنشاؤها وتوفيرها لتمويل احتياجاتها المالية. قبل التطرق لطرق حساب هذا المؤشر يجب التمييز بين نوعين من الأعباء ونوعين من المنتجات كما هو مبين أدناه:



## 3-1 حساب القدرة على التمويل الذاتي:

يحسب القدرة على التمويل الذاتي بالطريقة المباشرة انطلاقاً من الفائض الإجمالي للاستغلال:

القدرة على التمويل الذاتي = منتجات محصلة - أعباء مدفوعة

= الفائض الإجمالي للاستغلال + المنتجات التشغيلية الأخرى + المنتجات المالية

- الأعباء التشغيلية الأخرى - الأعباء المالية - الضرائب على الأرباح.

## II. الهيكل المالي الامثل (المردوديات وأثر الرافعة المالية).

إن من أهم العوامل المحددة لمستوى الأداء في المؤسسة هو هيكل التمويل، وعلى الرغم من الدور المعقد لهذا الهيكل والجدل الكبير المتعلق بدوره ومستوياته، إلا أن تحليله يسمح بإعطاء مقارنة أولية لهذه الإشكاليات. فحسب هذا التحليل يمكن أن يكون للاستدانة تأثيران مزدوجان تبعاً للعلاقة بين تكلفة الاستدانة ومردودية الأصول، فيكون تأثيرها إيجابياً إذا كانت مردودية الأصول كافية، كما يمكن أن يكون لها تأثير سلبي إذا كانت تكلفتها غير مغطاة بمردودية كافية.

## 1- مفهوم الرفع المالي:

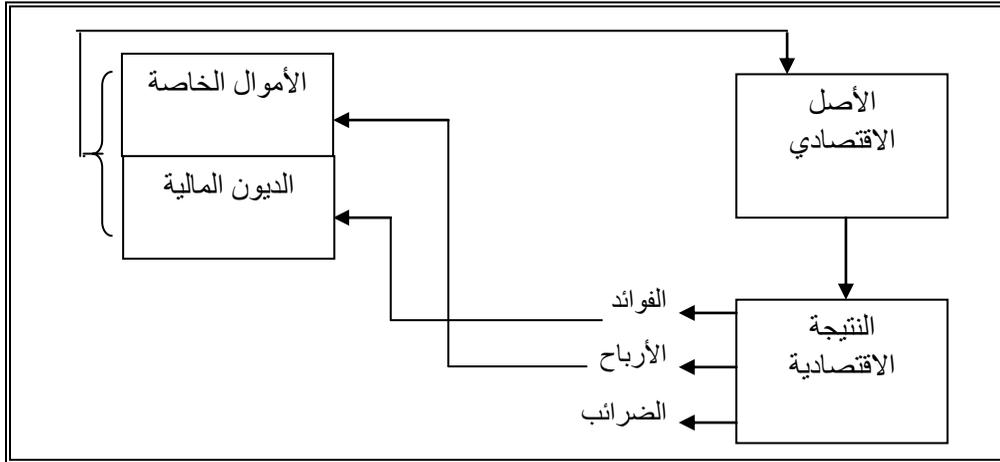
تعرف الرافعة المالية بأنها درجة اعتماد المؤسسة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك كما يؤثر على درجة المخاطرة التي يتعرضون لها. وتسمى الرافعة المالية أيضاً بالمتاجرة بالملكية، وتعني قيام المؤسسة باستخدام أموال الغير من أجل تحقيق أكبر عائد ممكن للمالكين وأصحاب المؤسسة.

وينشأ الرفع المالي من وجود التكاليف المالية الثابتة المتمثلة في فوائد القروض وتوزيعات الأسهم الممتازة ومع ثبات العوامل الأخرى على حالها ترتفع درجة الرفع المالي كلما زادت التكاليف المالية. يمكن قياس أثر الرفع المالي من خلال تحليل العلاقة الموجودة بين المردودية المالية (معدل العائد على الأموال الخاصة) و المردودية الاقتصادية (معدل العائد على الأموال المستثمرة).

## 2- تحليل وتفسير ميكانيزم الرفع المالي:

يحدث الرفع المالي كلما قامت مؤسسة ما بتمويل نشاطها بديون حاملة للفائدة. ويهدف تحليل الرفع المالي إلى التأكد مما إذا كانت المؤسسة قادرة على تحقيق أرباح تفوق (تغطي) تكاليف الاقتراض فتعتبر النتيجة الاقتصادية المقدار من الأرباح الذي سوف يتوزع بين كل من التكاليف المالية (لفائدة المقرضين) والضرائب على الأرباح (لفائدة الدولة) والأرباح الصافية (لفائدة المساهمين)، كما هو موضح في الشكل الموالي:

شكل يبين تمويل الأصل الاقتصادي وكيفية توزيع الثروة المولدة عنه



يتضح من خلال الشكل أعلاه بأن المؤسسة سوف تتحمل مخاطرة رفع مالي ناتجة عن احتمال عدم قدرة النتيجة الاقتصادية المحققة على تغطية الفوائد الناتجة عن الاقتراض، ومن ثم يكون أثر الاستدانة سلبى على المردودية المالية للمؤسسة. فلو حاولنا التعبير عن ذلك بمفهوم المردودية، فإن الأصل الاقتصادي الذي تم تمويله بمزيج من الأموال الخاصة والديون يفترض أنه سيولد مردودية اقتصادية تفوق تكلفة تمويله والمتمثلة في تكلفة رأس المال بصفة عامة و في فوائد الديون بصفة خاصة، فإذا حصل كذلك، فإن المؤسسة ستحقق مردودية أموال خاصة تفوق معدل مردودية الأصل الاقتصادي، وذلك بفضل الرفع المالي، وهو ما سينعكس إيجاباً على ربحية المساهمين في رأس مال المؤسسة. عندئذٍ نقول أنه للاستدانة أثر إيجابي على المردودية المالية للمؤسسة.

## 3- الصياغة الرياضية لأثر الرافعة المالية:

قبل بدء عملية التحليل، سوف نعتبر أن أي نتيجة هي بعد الضريبة (نتيجة الاستغلال، النتيجة المالية والنتيجة الصافية) مع الإشارة إلى أن التحليل سيظل ثابتاً إذا افترضنا أن كل النتائج هي قبل الضريبة على الأرباح (IS).

يمكن تحديد علاقة أثر الرافعة المالية انطلاقاً من المعطيات التالية:

|                                   |                          |
|-----------------------------------|--------------------------|
| $R_{exp}$ : النتيجة العملياتية.   | CP: الأموال الخاصة.      |
| $R_{net}$ : النتيجة الصافية.      | D: الاستدانة الصافية.    |
| $R_e$ : المردودية الاقتصادية.     | I: تكلفة الاستدانة.      |
| $R_{cp}$ : مردودية الأموال الخاصة | IS: الضريبة على الأرباح. |

وأن:

- المردودية المالية = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة
- المردودية الاقتصادية = النتيجة العملياتية بعد الضريبة / الأصول الاقتصادية.

إن الصياغة الرياضية لعلاقة أثر الرافعة المالية تعطى على الشكل التالي:

$$\begin{aligned}
 R_{net} &= (R_{exp} - iD)(1 - IS) \\
 \frac{R_{net}}{Cp} &= \frac{(R_{exp} - iD)(1 - IS)}{CP} = R_{cp} \\
 R_{cp} &= \left[ \frac{R_{exp}}{Cp} - \frac{iD}{Cp} \right] (1 - IS) \\
 &= \left[ \frac{R_{exp}}{Cp + D} \times \frac{Cp + D}{Cp} - \frac{iD}{Cp} \right] (1 - IS) \\
 &= \left[ R_e \left(1 + \frac{D}{Cp}\right) - \frac{iD}{Cp} \right] (1 - IS) \\
 &= \left( R_e \frac{Cp}{Cp} + R_e \frac{D}{Cp} - \frac{iD}{Cp} \right) (1 - IS) \\
 &= \left[ R_e + R_e \frac{D}{Cp} - \frac{iD}{Cp} \right] (1 - IS) \\
 &= \left[ R_e + (R_e - i) \frac{D}{Cp} \right] (1 - IS) \\
 R_{cp} - R_e (1 - IS) &= \underbrace{(R_e - i)}_{\text{Effet de levier financière}} \underbrace{\frac{D}{Cp}}_{\text{levier financière}} (1 - IS)
 \end{aligned}$$

حيث:

- $R_e - i$ : الهامش بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة.
- $D/Cp$ : الرافعة المالية وتقيس تركيبة الهيكل المالي.
- $(R_e - i) \cdot D/Cp$ : أثر الرافعة المالية.

#### 4- دور أثر الرافعة المالية في بناء الهيكل المالي الامثل

يهدف من خلال تحليل أثر الرافعة المالية إلى دراسة مساهمة الاستدانة في تحقيق عوائد اضافية تساهم في تحسين مردودية الأموال الخاصة (مردودية المساهمين)، وبالتالي لا يمكن أن يكون هذا التحليل في المؤسسات إلا في ظل وجود سياسة استدانة تنتهجها المؤسسة في بناءها لهيكلها التمويلي (التمويل عن طريق الديون أو السندات).

#### 4-1 الحالة الاولى: المردودية الاقتصادية أعلى من معدل الفائدة

في هذه الحالة يكون أثر الرافعة المالية موجبا، أي أن:

$$(R_e - i) > 0 \Rightarrow R_{cp} - R_e = (R_e - i) \frac{D}{CP} > 0$$

ومنه يمكن تحسين مردودية الأموال الخاصة بزيادة الرافعة المالية  $D/Cp$ ، أي أن اللجوء إلى الاستدانة يؤدي إلى زيادة مردودية الأموال الخاصة.

#### 5-1 الحالة الثانية: المردودية الاقتصادية اقل من معدل الفائدة

في هذه الحالة يكون أثر الرافعة المالية سالبا، أي أن:

$$(R_e - i) < 0 \Rightarrow R_{cp} - R_e = (R_e - i) \frac{D}{CP} < 0$$

وتنخفض مردودية الأموال الخاصة بزيادة اللجوء إلى الاستدانة وذلك بسبب عدم قدرة دورة الاستغلال على تحمل المصاريف المالية الناتجة عن دورة الاستدانة .

### 5- حدود أثر الرافعة المالية:

- عند حساب أثر الرافعة المالية يتم الاعتماد على المفاهيم المحاسبية لعنصري المردودية المالية والمردودية الاقتصادية واهمال المفهوم المالي المتعلق بعامل المخاطرة، وهو الامر الذي يحد من الاعتماد عليهما بشكل مطلق وقد يقود إلى قرارات خاطئة كلياً.
- مستوى الاستدانة في معادلة أثر الرافعة المالية لا تمثل متوسط الاستدانة وبالتالي لا تعكس واقع وسياسة المؤسسة فيما إذا كانت مستدينة بشكل كبير أو لا، كما أنها لا تظهر أثر التوظيفات المالية على حجم الاستدانة الصافية.
- لم تشر إلى حالة تحقيق المؤسسة لخسائر على مستوى النتيجة الصافية.
- اهمال النتيجة الاستثنائية سواء من الناحية الايجابية من خلال زيادة المردودية المالية، أو من الناحية السلبية من خلال دورها في تخفيض الضرائب.