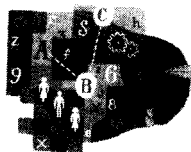


إدارة قيمة المنتج

مايكل س. ديملر و جيمس م. وايتهيرست

بغض النظر عما إذا كانت شركات السلع الاستهلاكية تعمل في ميدان التصنيع، أو تجارة التجزئة، أو تقديم الخدمات، فإنها ترغب في توليد عوائد متفوقة لحاملي الأسهم وترغب فيها. وهنالك عدد متزايد من الشركات التي تعرف الآن أن من المتوجب عليها تشجيع كوادرها وموظفيها ومديريها على التفكير بأنفسهم كمستثمرين من أجل مضاعفة القيمة لحامل السهم. لكن غرس هذا المنظور في أية شركة قد يكون أمراً صعباً.



- يتوجب على المديرين معرفة ماهية الأهداف التي يكافحون من أجلها؛ الأمر الذي يعني اتفاقاً في ما بينهم حول كيفية قياس عملية إيجاد القيمة وحول الهدف المناسب.
- يحتاج المديرون إلى فهم كيفية ترجمة الاستراتيجيات المختلفة إلى قيمة لحامل السهم.
- يحتاج المديرون إلى تشجيع المستخدمين على التصرف بطريقة مختلفة من خلال مكافأة المسلك الذي يولد قيمة اقتصادية حقيقية لحملة الأسهم.

إن إعطاء الموظفين أسهماً أو السماح لهم ببيع وشراء أسهم الشركة بسعر خاص، ليسا كافيين لوحدهما. فمعايير الأداء داخل الشركة التي ترتبط بإيجاد القيمة لحامل السهم تعد أمراً بالغ الأهمية. وحين أخذ الكثير من المديرين التنفيذيين ذلك بالاعتبار، تبنا مقارنة جديدة لإدارة أنشطتهم التجارية، ندعوها هنا بـ«إدارة القيمة لحامل السهم». هذه الإدارة قد تكون مفيدة في الكثير من الشركات المتخصصة بتقديم الخدمات للمستهلك. لنفكر مثلاً بفائدتها عند تطبيقها على شركات الطيران.

اختيار المقياس الصحيح

على الرغم من بعض التحسن الذي شهدته شركات الطيران في السنوات الأخيرة، إلا أنها ظلت تواجه مخاطر كبيرة وعوائد استثمارية منخفضة، إضافة إلى بقاء العوائد الإجمالية الطويلة الأجل لحامل السهم تحت معدل سوق الأوراق المالية (انظر الجدول 23). لا ينبغي لكل ذلك أن يفاجئ أحداً: ففي المعدل الوسطي، لم تتمكن عائدات شركات الطيران المالية حتى من تغطية تكلفة رأس المال. ونتيجة لذلك، يبحث المديرون التنفيذيون فيها بصورة عاجلة عن طرائق مناسبة لجعل نشاطهم التجاري أكثر جاذبية.

الخطوة الأولى الحاسمة في أهميتها هي وضع مجموعة من المعايير التي تمكن شركة الطيران من رؤية ما إذا كانت تولد القيمة لحاملي الأسهم، وكم تبلغ الزيادة المحتملة في القيمة

التي تستطيع تكوينها. إن المعيار النهائي لنجاح الشركة في إيجاد القيمة هو بالطبع العائد الإجمالي لحامل السهم TSR، المقدر تبعاً لارتفاع (أو انخفاض) سعر السهم إضافة إلى أرباح الأسهم الإجمالية. يعتبر هذا المقياس بسيطاً وموضوعياً لمقارنة الأداء الاستثماري للشركات.

الشكل 23: شركات الطيران التي تدنى مستوى أدائها بالنسبة إلى السوق

الشركة	العائد الإجمالي السنوي لحامل السهم في عشر سنوات (1998 - 1998)
ألاسكا إير	8,7%
إيه أم آر كورپ	8,3%
كونتيننتال إيرلاينز	18,9%
دلต้า إيرلاينز	8,8%
ساوث ويست إيرلاينز	27,8%
يو إيه إل كورپ	12,2%
يو إس إيروايز	4,3%
فاليو لاين إير ترانسپورت إنداستري	10,1%
المعدل المتوسط للسوق	18,9%

ما هي المقاييس التي يمكن أن تساعد المدير التنفيذي على التنبؤ بتأثير القرار الاستراتيجي في العائد الإجمالي لحامل السهم؟ تعتبر المقاييس التقليدية، مثل أرباح السهم EPS،

مؤشرات تنبؤية عاجزة في العادة. إذ إن مقياس أرباح السهم لا يخضع فقط لتشوهات وأخطاء الحسابات التي ليس لها سوى علاقة واهية بالتدفق النقدي الأساسي الذي تغله الشركة، لكنه يتجاهل مستوى الاستثمار الذي يستهدف تحقيق العوائد والأرباح. بكلمات أخرى، يفشل مقياس أرباح السهم في قياس حجم النقد المستثمر (قاعدة الأصول) مقابل النقد المتولد (التدفق النقدي). كما يهمل وصل عائد شركة الطيران على الاستثمار مع تكلفة رأس المال، الذي يكشف القيمة الحقيقية التي يجري تكوينها لحملة الأسهم.

لا يمكن لأي مقياس تقديم صورة كاملة للعائدات المحتملة لحامل السهم، لكن المقاييس المعتمدة على النقد تقترب أكثر من المقاييس التقليدية المعتمدة على الحسابات إلى تقديم مثل هذه الصورة (انظر الشكل 24). ويمكن للشركات استخدام سلسلة واسعة من المقاييس النقدية التي تبين نجاح أو فشل عملية إيجاد القيمة لحامل السهم (انظر الشكل 25).

اتخاذ الخيارات الاستراتيجية

لربما يتمثل أهم فوائد إدارة القيمة لحامل السهم في كونها قد تساعد المديرين على إعادة تقييم سلسلة واسعة من الخيارات الاستراتيجية. خذ على سبيل المثال مسألة النمو. ما هو حجم النمو الأفضل، وهل يتوجب على شركة الطيران تحقيق النمو دوماً على حساب الربحية؟ من خلال قياس تأثير النمو في

القيمة بالنسبة لحامل السهم، تظهر إدارة القيمة لحامل السهم العلاقة المتبادلة بين نمو الأصول والربحية. ولأن المستثمرين يكافئون الإثنين معاً، فإن التحسن الذي يطرأ على أحدهما في أحد الجوانب قد يعوض عن التدهور الاستراتيجي المدرك في الآخر. لكن بسبب الافتقار إلى الأدوات الضرورية لإقامة هذه العلاقة أهمل بعض شركات الطيران فرصاً ثمينة لتحقيق النمو.

الشكل 24: تعتبر المقاييس النقدية أكثر قدرة على التنبؤ بالقيمة لحامل السهم، مقارنة بمقياس أرباح السهم الذي يحرف أسعار الأسهم المتوقعة عن الأسعار الفعلية (%).

المقياس النقدي (2)	أرباح السهم (1)	الشركة
5	52	إيه أم آر كورپ
6	78	دلتا إير لاينز
9	24	ساوث ويست إير لاينز
9	71	يو إيه آل كورپ

ملاحظة: الفترة المعنية تمتد من 1987 حتى 1997.

(1) أسعار الأسهم المتوقعة باستخدام مقياس أرباح السهم بشكل مركب ومستمر.

(2) القيمة النقدية المضافة المرسملة.

خذ بالاعتبار قراراً استراتيجياً شائعاً آخر: أين تُنشر الأصول؟ هذا يعني بالنسبة لشركات الطيران اختيار شبكة الخطوط الجوية المثلى. في الوقت الراهن، يقيم معظم شركات الطيران خطوط طائراتها عموماً على أساس المقاييس التقليدية

مثل أرباح التشغيل والعائد على كل مقعد متوفر - ميل. لكن قياس الأداء على أساس ربح التشغيل والعائد على كل مقعد متوفر - ميل، دون التفكير بالفروقات بين استثمارات الطائرة عبر الخطوط، قد ينتج آراء خاطئة إلى حد كبير في ما يتعلق بالأداء ويؤدي إلى توزيع الطائرات على الخطوط بشكل يفتقد الدقة.

على سبيل المثال، تلغي شركات الطيران أحياناً بعض الخطوط، أو تقرر عدم تشغيل تلك الخطوط التي تشكل عائقاً أمام تحقيق معدل الربح الوسطي. لكن إضافة خطوط تشغيل معينة قد يحسن العائد الإجمالي على الاستثمار من خلال زيادة الاستفادة من الأصول: يمكن لشركة الطيران زيادة المدة التي يقضيها أسطول طائراتها في الجو، وبالتالي تزيد من طاقة الاستيعاب المتوفرة للبيع من دون أي استثمار إضافي. لكن إذا أضفت رحلات جوية تقلع في الساعة الثانية فجراً، حيث لا يكون الطلب كبيراً، فلربما تزداد الاستفادة من الأصول من دون أن يزداد العائد على الاستثمار. إن استخدام مقاييس إنتاجية الأصول والعائد على الاستثمار اعتماداً على النقد، سوف يساعد شركات الطيران على تخصيص الأصول وتوزيعها على الخطوط التي تدر أعلى العوائد على حملة الأسهم.

ينبغي على شركات الطيران أيضاً اتخاذ قرارات استثمارية معقدة حول الأصول التي لا تشمل الطائرات. ومثل هذه الأصول تمثل قسماً كبيراً من الاستثمار الإجمالي لها. لكن متى تمت الموافقة على الورق، تنسى كافة هذه الأصول. فأقسام

الصيانة على سبيل المثال، تفضل عموماً الاحتفاظ بمخزون احتياطي من قطع التبديل المهمة، ولأن هذه القطع تعتبر بنداً في بيان الميزانية، فهي لا تؤثر في ميزانية التكلفة لأي قسم. لكن للاحتفاظ بالمخزون تكلفة فعلية، تكلفة رأس المال. ولا يمكن لشركة الطيران وضع مستويات مخزون مثلى إلا حين يتم تضمين كلفة الاحتفاظ بمثل هذه الأصول في تقييم وتقدير أداء عمليات الصيانة.

إن ارتفاع مستوى الأداء في أحد الجوانب يمكن أن يخفض مستوى الأداء الإجمالي. والإشكالية بالنسبة لشركات الطيران، مثلما هو الحال بالنسبة للكثير من الأنشطة التجارية الأخرى، تكمن في اختيار أفضل سلسلة من الصفقات والمقايضات والعلاقات التبادلية المعقدة. ومقاربة «إدارة القيمة لحامل السهم» تتيح للشركات فرصة التنبؤ بكيفية تأثير هذه العلاقات التي تتبادل الاعتماد على بعضها بعضاً في القيمة بالنسبة لحامل السهم.

إيجاد لغة مشتركة

يمكن للشركات أيضاً دمج مقاربة «إدارة القيمة لحامل السهم» في تقارير الإدارة ومجلس الإدارة. وبمرور الوقت، سوف يخلق ازدياد استخدام مقاييس «إدارة القيمة لحامل السهم» لغة مشتركة للمديرين، وأعضاء مجلس الإدارة، والأقسام العاملة في الاستثمار. فمع وجود إطار عمل نشط يمكن للجميع فهمه،

يستطيع المديرون شرح تأثير قراراتهم المتعلقة بالقيمة لحامل السهم وتفسيرها لبعضهم بعضاً، ولموظفيهم، وأخيراً للمستثمرين والمحللين. كما أن إطار العمل هذا قابل للتطبيق على الكثير من أنواع الأنشطة التجارية المتصلة بتسويق السلع الاستهلاكية. فبالإضافة إلى شركات الطيران، قمنا بتطبيقه بنجاح على تجارة التجزئة، والسلع المعبأة، وصناعة السلع الصامدة، وغيرها من مجالات الخدمات المختلفة.

هل أنت بحاجة إلى مقارنة «إدارة القيمة لحامل السهم»؟

لم يدرك الكثير من شركات السلع الاستهلاكية حتى الآن الفوائد والعوائد التي تغلها مقارنة «إدارة القيمة لحامل السهم». بعض الشركات الأخرى تبنت المقاربة لكنها لم تكتشف كل قدراتها الكامنة. نقدم في ما يأتي خمسة أسئلة لمساعدة المديرين التنفيذيين على اختبار حاجتهم لمقاربة «إدارة القيمة لحامل السهم»:

- 1 - هل قمت بتقسيم اقتصادات شركتك لتحديد أي المنتجات والوحدات التجارية ينجح في تكوين القيمة؟
- 2 - هل تقيم العلاقة التبادلية الصحيحة بين النمو والربحية؟
- 3 - هل تملك المقاييس النقدية التي تكشف بدقة عملية تكوين القيمة لحامل السهم؟
- 4 - هل تكافئ موظفيك على أساس القيمة التي يوجدونها لحملة الأسهم؟

5 - هل تعرف أي علاقة تبادلية استراتيجية يمكن أن تولد الأداء المطلوب لمضاعفة أسعار أسهمك بخلاف أربع سنوات؟ وهل تعرف ما هي التدابير المطلوبة من كل مدير من مدراءك للقيام بذلك؟

حملة الأسهم مراقبون متشددون. فهم يتوقعون أجوبة صريحة عن أسئلة تماثل تلك التي طرحناها آنفاً. لكنهم سوف يكافئون الشركات التي تحاول أكثر من غيرها تقديم الأجوبة الصريحة الصحيحة.

(ظهرت نسخة من هذه المقالة بعنوان «بناء القيمة لحامل السهم» في مجلة «إيرلاينز بيزنس»، عدد شباط/فبراير، 1999).

نشرت هذه المقالة للمرة الأولى في حزيران/يونيو 1999.

المرشد في المقاييس المعتمدة على النقد

التدفق النقدي للتشغيل Operating cash flow : يقيس حجم التدفق النقدي الذي تدره عمليات التشغيل في النشاط التجاري. وبالرغم من كونه نقطة بداية مفيدة، إلا أنه لا يأخذ بالاعتبار الاستثمار النقدي المطلوب لتوليد العوائد والأرباح.

عائد التدفق النقدي على الاستثمار Cash flow return on investment : يقيس كفاءة النشاط التجاري في توليد عوائد التدفق النقدي في ما يتعلق بحجم النقد الإجمالي المستثمر لكسب العوائد والأرباح. يمكن مقارنة هذا المقياس أيضاً مع تكلفة رأس المال لتحديد ما إذا كان النشاط التجاري يولد القيمة أو يدمرها.

القيمة المضافة النقدية Cash value added : تقيس العائد الذي يولده النشاط التجاري بعد حسم نفقة رأس المال المستخدم لتوليد العوائد والأرباح. يمكن اعتبار هذا المقياس أيضاً بمثابة الفاصل بين عائد التدفق النقدي على الاستثمار وبين تكلفة رأس المال، مضروباً بقاعدة الأصول. إن النشاط التجاري الذي يتمتع بالقيمة المضافة الإيجابية يدر عوائد أعلى من تكلفة رأس المال. هذا المقياس مفيد بشكل خاص للأنشطة التجارية التي تتطلب مقارنة منضبطة للتكلفة وكفاءة قواعد أصولها.

التدفق النقدي غير الخاضع للسهم Equity free cash flow : يقيس الحجم الصافي للنقد الذي يولده النشاط التجاري

ويقدمه لحملة الأسهم. وهو يختلف عن مقياس العائد النقدي للتشغيل لأن التغيرات في رأس المال المطلوب لإدارة النشاط التجاري وتأثيرات التمويل تغل أرباحاً صافية مقابل العائد النقدي للتشغيل.

عائد النشاط التجاري الإجمالي : Total business return

يصوغ العائد الإجمالي على حامل السهم الذي يتلقاه المستثمرون العاديون من ملكية الأسهم من خلال دمج التغير المتوقع في سعر السهم مع أي ربح مدفوع للسهم (التدفق النقدي غير الخاضع للسهم). هنالك الكثير من منهجيات التدفق النقدي الموجودة لحساب التغير المتوقع في قيمة السهم. أما مقياس عائد النشاط التجاري الإجمالي فهو أشمل وأدق مقياس خلق القيمة لأنه يدمج التأثير المباشر للتدفق النقدي الحر (ربح السهم) والقيمة المرسمة للتغير في العائدات والنمو (ارتفاع سعر السهم).

ملاحظة: ينبغي رسملة الأصول المستأجرة من أجل حساب عائد التدفق النقدي على الاستثمار، والقيمة المضافة النقدية، والتدفق النقدي للتشغيل.