

أرباح الشركات -

شرط أساسي لتحليل الأعمال

بقلم ريتشارد بيرنر

اشتهر ريتشارد بيرنر ببراعته في وضع التقارير الاقتصادية. والمقالة التي يكتبها هي الأمل الذي ينتظره معظم الاقتصاديين بشغف. هو رئيس المجموعة المتخصصة بالاقتصاد الأمريكي في شركة مورغان ستانلي. تمتاز مقالاته بالفقرات المحكمة والمتسلسلة، حيث يبقى النظرية بمجموعها دوماً تستند إلى أساس من الاقتصاديات الصغرى. وهو دوماً الاقتصادي المتفائل وسط ذلك القلق الذي يعد أمراً تقليدياً عريقاً لدى مورغان ستانلي في بحوث الاقتصاد العالمي. لديه إيمان قوي بالتجربة الأمريكية، ودوماً يشكك في تلك النظرة القاتمة التي أجمع عليها الكثيرون. وفي تساؤلاته التشكيكية هذه يعبر عن فكر وفضول ووضوح في الرؤية من الطراز الرفيع، وهذا ما يفيدنا. في مقالاته هذه، يلقي بيرنر الضوء على الأعمال في أمريكا وارتباطها بالاقتصاديات الأكبر للولايات المتحدة والعالم أجمع، وهو ارتباط لا يمكن فصم عراه.

يقدم العديد من الاقتصاديين، ومثلهم في ذلك مثل المحللين المختصين بالأعمال تبوّات في الاقتصاديات الكبرى - التي برغم ما فيها من عيوب - تعد العناصر الأساسية في تخطيط الأعمال وفي التحليل الخاص لتوجهات أسواق

المال والسياسات المالية والنقدية. ويركز هؤلاء المحللون، وكذلك صحافة الأعمال، على الناتج المحلي الإجمالي ومكوناته باعتباره حجر الزاوية في تحليل الاقتصاديات الكبرى والقياس. لكن الأمر الأساسي والجوهري عند شركائنا وأعمالنا المهنية أن يكون هذا التحليل صحيحاً على الأغلب. (*)

بيد أنني أرى أن المحللين لا ينفقون الوقت الكافي في تحليل سلوك أرباح الشركات وعائداتها على استثماراتها. لكن الخطأ ليس خطأهم. فالكتاب الجامعي الذي يدرس في المرحلة الأولى للتعليم العالي في مادة الاقتصاديات الكبرى لا يأتي على ذكر أرباح الشركات إلا مرتين في أحسن الأحوال - مرة حين توصيف حسابات الدخل القومي، ومرة بصورة موجزة حين يتحدث عن الاستثمار. لذلك لا غرابة أن يظن بعض المحللين أن التركيز على الأرباح يهتم فقط أولئك الاقتصاديين الذين يدرسون أحوال سوق المال في وول ستريت وما فيه من هواجس بخصوص سوق الأسهم. لكن تحليل الأرباح له أهميته الكبرى أيضاً عند الاقتصاديين الذين يدرسون أحوال مين ستريت Main Street.

توجد ثلاثة أسباب رئيسة تدعو للتركيز على أرباح الشركات وهوامش الربح. أول هذه الأسباب وأكثرها وضوحاً يتمثل في حلقة الوصل التي تربط بين وول ستريت ومين ستريت من خلال الربحية وأسعار الأسهم وأثرها على الاقتصاد والتي لم تكن في يوم من الأيام على هذا المستوى من الظهور الواضح. وثانياً، إن تحليل هوامش الربح يساعد في التعرف على ما أدعوه نقاط التوتر الحرج التي قد تتعكس، وقد لا تتعكس، في أسعار السوق. ولنكن صريحين، إن

(*) تم تطوير هذا الفصل بالاستعانة بأفكار قدمت للمرة الأولى ضمن "الخطاب الرئاسي" للمؤلف وذلك أثناء الاجتماع السنوي للرابطة القومية لاقتصاديات الأعمال المنعقد في شهر أيلول/سبتمبر عام 2001. والمؤلف مدين بالشكر لكل من روبرت كراو وستيف غالبريت ومارتي لابيوفتزر وهنري ماك في المقترحات التي قدموها.

أسواق رأس المال الفاعل في بلدنا قد لا تخطيء في تسعير الأرصد لفتره طويلة، لكن لا أحد ينكر تلك الطفرة (فقاعة الهواء) التي شهدناها في أواخر التسعينيات. لذلك فإن تحليل مؤشرات الجهد هذه يبين لنا ما الذي ينبغي تغييره - في الاقتصاد، أو في الأسواق، أو في شركاتنا. وأخيراً وهو الأكثر أهمية، إن الربحية الحالية والمتوقعة على السواء - وهي المحرك الرئيس - تعكس حالة الاستثمار والتوظيف وقرارات التسعير. ومن هذا المنطلق، ينبغي أن تكون الربحية وهوامش الربح جزءاً لا يتجزأ من العامل المقرر للنتائج، ودون أن تكون جزءاً مشتقاً من التنبؤات الاقتصادية.

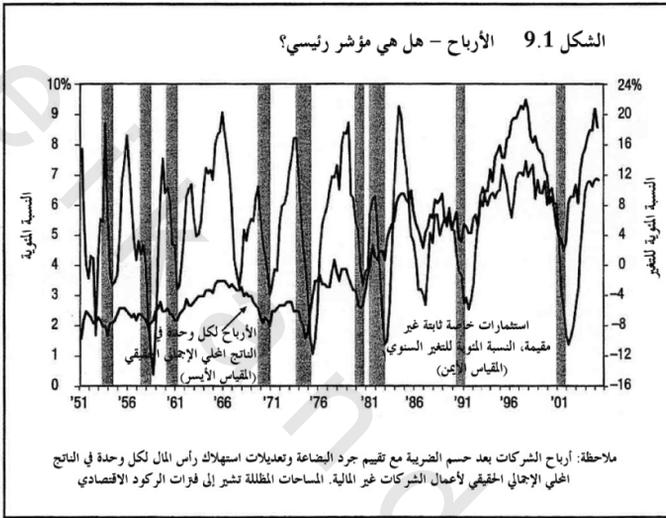
قد يظن اقتصاديون كثر أن هذا الحكم الذي أقدمه قاسٍ أكثر مما ينبغي. فبرغم كل شيء، تظل فكرة تعظيم الربح مبدأً أساسياً ومحورياً في نظرية الاقتصاديات الكبرى والصغرى على السواء ذلك أنها تقدم لنا معلومات هامة عن سلوك الشركات. وقد أدرك المحللون، حتى من قبل موديليانى Modigliani وميللر Miller، على سبيل المثال، أن تخمين قيمة الشركة وسياستها الاستثمارية أمران لا يمكن الفصل بينهما. لكن الاستنتاجات وفق هذا النموذج الكلاسيكي الجديد تهمل المعلم الخاص لواقع العالم الذي تعمل فيه. غير أن نظرة مباشرة إلى الربحية ومعدلات العائد قد تساعد في إعادة النظر بهذه الاستنتاجات. وعلى نحو مماثل تعد العائدات على الاستثمار العامل المقرر الأساسي للتوصيات الاستراتيجية التي يرفعها الاقتصاديون إلى الإدارات العليا في الشركات التي يعملون بها. لكننا نجد في معظم الأحيان أن تحليلات الاقتصاديات الصغرى التي يقوم بها الاقتصاديون تفتقر إلى الإطار الربحي وفق الاقتصاديات الكبرى حين يوظفون دراستهم.

ولكن هنالك اقتصاديون آخرون من أتباع مدرسة تحليل دورة الأعمال التي يراها علماء من أمثال ويسلي ميتشل Wesley Mitchell وآرثر بيرنز Arthur

Burns وجيفري مور Geoffrey Moore، أو أتباع المدرسة النمساوية، يرون التركيز على الأرباح أمراً آخر وذا طبيعة مختلفة. ففي مرحلة معينة ساد الاعتقاد بأن أرباح الشركات مؤشر اقتصادي هام. وبحسب ميتشل، ولديه سبب وجيه لذلك، تقضي نظريته في دورة الأعمال بأن تكون الأرباح محط الاهتمام الرئيس. ففي فترة النمو والتوسع الاقتصادي تزداد الأرباح وبالتالي استثمارات الأعمال. ولكن مع تزايد معدلات التشغيل ترتفع التكاليف بسرعة تفوق معدلات الإنتاج. وهذا الضغط الناجم على هوامش الأرباح يشكل كابحاً للاستثمار وبالتالي تتولد فترة من الركود الاقتصادي. لكن خفض التكاليف في فترة هبوط الأسعار يعيد هذه الهوامش إلى وضعها السابق ويضع الأسس الجديدة للانتعاش. وقد يقبل المدراء الكثر، دون شك، هذا الاستنتاج على أنه توصيف معقول لدورة الأعمال الحالية.

لكن البرهان على هذه الوصفة عند الكثير من المحللين يكمن في السؤال حول ما إذا كان للأرباح والعائدات أهميتها. أما عند المستثمر، فالأمر واضح: ذلك أن العائدات هي في نهاية المطاف أحد أمرين لهما أهميتهما (والأمر الآخر بالطبع هو المبالغ التي لدى المستثمرين استعداد لإنفاقها ليحصلوا على العائدات). وأما للمتبيء في إطار الاقتصاديات الكبرى، فإنني أقدم فيما يلي دليلين يبرهنان أن الربحية هي المحرك الرئيس للإنفاق الاستثماري. أولهما، ويوضحه الشكل رقم 9.1 الذي يبين أن وراء دورة الأعمال دوماً قوتين دافعتين هما هوامش الربح والتغيرات في الإنفاق الاستثماري. لكن هذا التغير الثنائي المتلازم لم يظهر الأثر المستقل للربحية في الاستثمار - وذلك حتى عهد قريب. والازدهار في الأرباح وما رافقه من إنفاق رأسمالي في التسعينيات، ثم التراجع الحاصل فوراً، وما أعقبه من إنتعاش، فهذه كلها مظاهر تثبت أن هوامش الربح تؤثر بكل تأكيد في الاستثمارات. لكن السؤال الذي يطرح نفسه، هل هذه

المظاهر مجرد علاقة تبادلية؟ تشير دلائل الاقتصاد القياسي التجريبية الصادرة عن "مستشاري الاقتصاد القياسي" أن الربحية، بالإضافة إلى عوامل أخرى، هي التي تشكل قوة دفع للاستثمار. لكن المحلفين الذين سيفصلون في هذا الأمر، ما زالوا يدرسون ما إذا كان لهذا الأمر أثر في تحسين التنبؤات.



المصدر: مكتب التحليل الاقتصادي

لست في معرض القول إن العلاقة السببية من الأرباح إلى الاستثمار، هي علاقة ذات اتجاه واحد. بل هي بعيدة كل البعد عن ذلك. إنها علاقة تسير باتجاهين. وكما سوف أبين لاحقاً العلاقة في الاتجاه الآخر - أي من الاستثمار إلى الأرباح - علاقة تتسم بالتعقيد: أي إن القليل جداً من الاستثمار يؤثر سلباً في النمو، والكثير جداً منه يدمر الربحية والعائدات. لكن إهمال هذه الصلة بين الأرباح والاقتصاد يحطم حلقة وصل هامة في السلسلة التحليلية.

أدوات تحليل الأرباح:

بما أن للأرباح أهميتها البالغة، فما هي الطريقة الأفضل للتنبؤ وتحليل الصلة بين الأرباح والنشاط الاقتصادي؟ ينظر معظم محلي الأعمال إلى

الإيرادات والتكاليف معاً معتقدين أن الأرباح هي ناتج الطرح الحاصل بينهما. ولأن تكاليف العمل تشكل الجزء الأكبر من المجموع عند العديد من الشركات، فمن الطبيعي أن يكون التركيز على نمو تكاليف وحدة العمل وعلى المكونين الاثنتين لها، وهما التعويض والإنتاجية، والأخذ بها على أنها العامل المقرر والمحدد لنمو المكاسب.

لهذه العلاقة بين المكاسب ونمو الإنتاجية أهميتها في التحليل. تزايد الإنتاجية يعد خبيراً ساراً لأرباح الشركات، فهو ترجمة حرفية لمعدلات عليا لنمو المكاسب على المدى البعيد، لأنه يعني أن معدل النمو المستدام والمحتمل أو على المدى الأطول في الاقتصاد هو أعلى من ذي قبل بمقدار التحسن في الإنتاجية (ولكن يرجى الانتباه أن هذا القول لا ينطبق على معدل المكاسب للسهم الواحد، كما سوف نعرض لذلك لاحقاً). وعلى النحو ذاته، يشكل الارتفاع في الإنتاجية بسبب الدورة الاقتصادية، والذي يشاهد عادة عند بداية الانتعاش، عاملاً لتخفيض كلفة العمل ويساعد على ازدياد نمو الإنتاجية، كما أن التباطؤ الحاصل في الدورة الاقتصادية ينجم عنه انخفاض في نمو الإنتاجية وبالتالي انخفاض في الأرباح.

وبالطبع توجد ثغرات في هذه العلاقة بين الإنتاجية والمكاسب. ففي التسعينيات - حين بدأت الإنتاجية بالازدهار - ساد الاعتقاد لدى العديد من المحللين بأن هذا الاتجاه المتصاعد في الإنتاجية سوف يزيد نمو المكاسب بمقدار يعادل أضعاف ذلك التحسن في التوجه المتصاعد المذكور. وفي مطلع عام 1999، على سبيل المثال، تزايدت المكاسب بصورة ثابتة وحقت معدلات نمو تزيد عن النمو الاقتصادي الاسمي بمقدار 400 نقطة أساس أو أكثر. ولكن، وعلى المدى الطويل، لا يمكن للمكاسب طبعاً أن تفوق في نموها نمو الاقتصاد، لأن هوامش

الرياح في هذه الحالة سوف تواصل صعودها، لكن هذه الحقيقة البديهية المرة لم تؤثر سلباً في المضاربات التي سادت أواخر عقد التسعينيات.

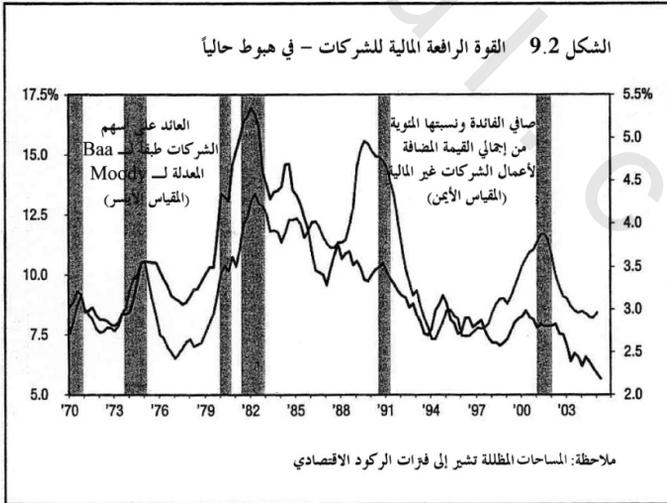
تلك كانت الحالة آنذاك. بيد أن الهبوط الحاد في الأرباح في العام 2000 - 2001 وما تلاه من ارتدادات كانت بمثابة تحدٍ للأدوات التقليدية المستخدمة في تحليل الأرباح وأشارت بقوة إلى حقيقة أن العلاقة بين الأرباح والاقتصاد قد تغيرت كثيراً خلال العقد المنصرم من السنين أو ما يزيد. لكنني أرى أن الأرباح قد صارت أكثر حساسية للنمو أو أن النمو أكثر تأثيراً فيها بقوته الرافعة. وهوامش الربح هي القياس المفيد لتقييس تلك العلاقة المتغيرة وصلتها بالعائدات على الاستثمار.

يمكن تفسير هذه التغيرات بعاملين اثنين. أولهما، إن الشركات الأمريكية Corporate America قد زادت من قوتها الرافعة المالية والتشغيلية خلال القسم الأكبر من عقد التسعينيات. وثانياً، يتزايد اعتماد أرباح الولايات المتحدة على النشاط الاقتصادي خارج البلاد.

ولنحاول الآن أن ندرس القوة الرافعة المالية والتشغيلية خلال الدورة الاقتصادية الأخيرة. بداية نقول إن تزايد القوة الرافعة يرفع وتيرة العائدات أثناء التوسعات، وبخاصة إذا اشترت الشركات أسهماً متراجعة. لكن المستثمرين ينظرون بريب إلى القوة الرافعة المالية. والسبب في ذلك أن الشركات ذات قوة الرفع العالية تعاني كثيراً في حالات الضعف الاقتصادي حيث تأتي خدمة الدين على هوامش ربحها وتزيد من مخاطر العجز عن الوفاء بالديون. كما أن الجودة المتراجعة في التسليف، وبخاصة في قطاع الاتصالات، كانت السمة البارزة للركود الاقتصادي الأخير. وكذلك الأمر، ارتفعت خدمة الدين عند بعض الشركات إلى مستويات عليا بالنسبة للتدفق النقدي لها، ما جعل المستثمرين يطالبون بفروق عقابية في القيمة مقابل تحملهم أخطاراً أعلى في التسليف. وقد

شكل كلا هذين الأمرين ضغطاً على هوامش الربح. وكما يوضح الشكل رقم 2.9 بهت الارتفاع في خدمة الدين خلال ذلك التوسع الأخير بالمقارنة مع ازدهار عملية شراء كامل الحصص ذات الفعالية المالية التي شهدها عقد الثمانينات، والفضل في ذلك يعود في قسم منه إلى انخفاض أسعار الفائدة. إذن لم تكن القوة الرافعة المالية هي المذنب الوحيد لذلك الانهيار الحاصل في هوامش الربح أثناء الركود الاقتصادي الأخير.

لكن القصة الحقيقية تكمن في القوة الرافعة التشغيلية. نحن نعلم من القانون المالي رقم 101 (Finance 101) أن التغير في القوة الرافعة التشغيلية هو ذلك التغير في نسبة التكاليف الثابتة إلى مجموع التكلفة. وقد ازدادت هذه النسبة كثيراً عند معظم الشركات إبان عقد التسعينيات، وبخاصة حين خفضت شركات Corporate America نقاط اللاريج واللاخسارة في هذه النسبة ورفعت معدلات ROE من خلال استثماراتها المتزايدة في التجهيزات التي توفر في كلفة العمالة.



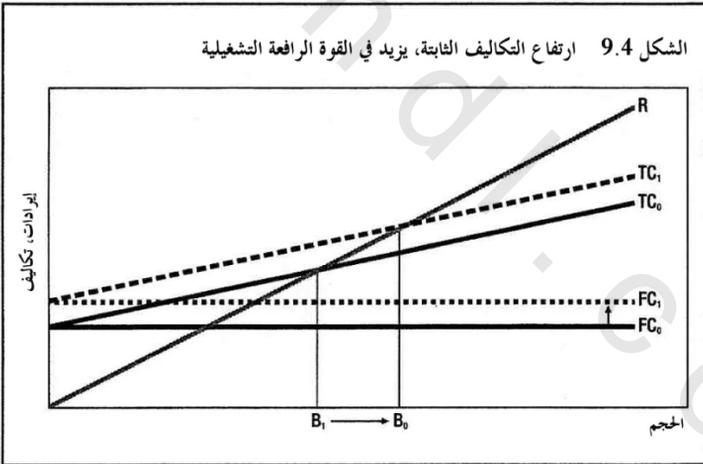
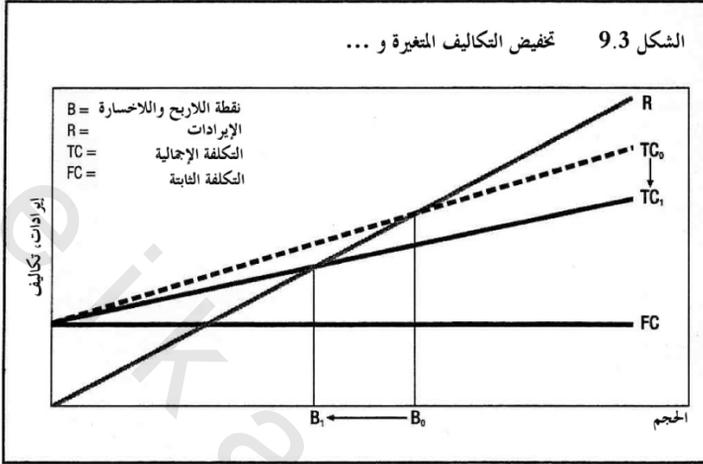
وإنني أرى أن هذه القوة الرافعة المتزايدة هي السبب في تدهور المكاسب أثناء الركود الحاصل عام 2001 بمستويات لم تشهدها حالات الركود الاقتصادي

السابقة. فالشركات يجب أن تدفع التكاليف الثابتة بصرف النظر عن أي شيء آخر. وأن الإرث الأكثر وضوحاً لذلك الازدهار - أي القدرة الإضافية - يعني تزايداً في الضغوط التنافسية من خلال خفض المعدلات التشغيلية. وعلى نحو مماثل أفضت القوة الرافعة التشغيلية المتزايدة إلى ارتفاع المكاسب أثناء الانتعاش بمعدلات تزيد عن المعدلات السابقة. وحيث أن الشركات وزعت تلك التكاليف الثابتة على قاعدة واسعة للإيرادات في العام 2002 - 2003 انخفضت الكلفة لكل وحدة وارتفعت هوامش الربح.

يوضح الشكلان 9.3 و 9.4 طريقة عمل القوة الرافعة التشغيلية. ففي الشكل 9.3 يؤدي خفض التكاليف المتغيرة إلى انخفاض في نقاط التساوي من B0 إلى B1 وكدليل على تزايد القوة الرافعة انظر إلى الهجوم إلى اليمين من B0 حيث تجد الأرباح للوحدة الواحدة أعلى من السابق. كما يبين الشكل 9.4 ماذا يحدث إذا كان هذا الانخفاض في التكاليف المتغيرة قد حصل من خلال الاستثمارات التي أدت إلى ارتفاع التكاليف الثابتة. وهنا عادت نقطة التساوي إلى الحجم B0 لكن الأرباح أكثر تحسناً بالأحجام.

انخفاض القيمة - وهو كلفة ثابتة تنتج عن تزايد الاستثمارات وتتلاشى تدريجياً - بالنسبة للمبيعات هو أحد المقاييس التي تقيس التكاليف الثابتة المترافقة مع ازدياد القوة الرافعة التشغيلية. وكما يبين الشكل 9.5 كان انخفاض القيمة ونسبته إلى المبيعات لدى تكنولوجيا المعلومات وشركات المواد وفق مؤشر S&P 500 في توجه نحو التصاعد في الفترة 1984 - 1999. لكن هذه النسبة بالنسبة لهاتين المجموعتين من الشركات وصلت إلى ذروتها حين كان الركود في أدنى معدلاته، ثم انخفضت بعد ذلك أثناء الانتعاش. وعلى نحو مماثل، وكما يبين الشكل رقم 9.6 تصاعد انخفاض قيمة الشركات بالنسبة للنتاج المحلي الإجمالي للشركات مقاساً وفق حسابات الدخل القومي والمنتج National Income and

Product Accounts NIPAs بصورة ثابتة في التسعينيات ثم هبط هبوطاً شديداً أثناء الانتعاش.

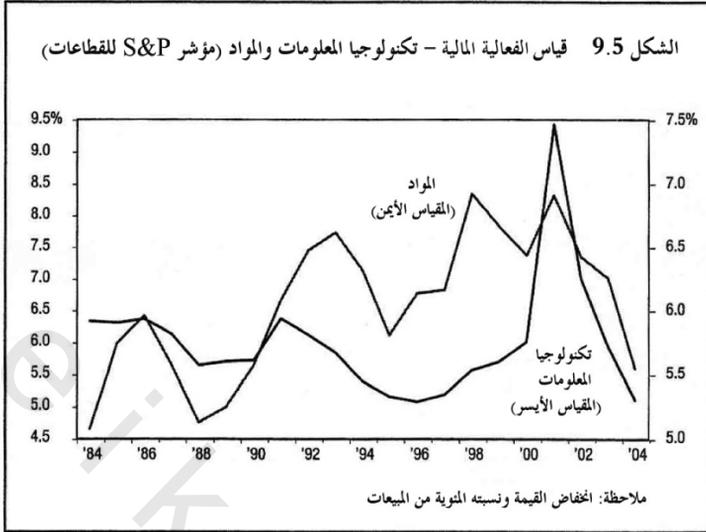


التفاعل بين الطاقة الإنتاجية والفعالية المالية:

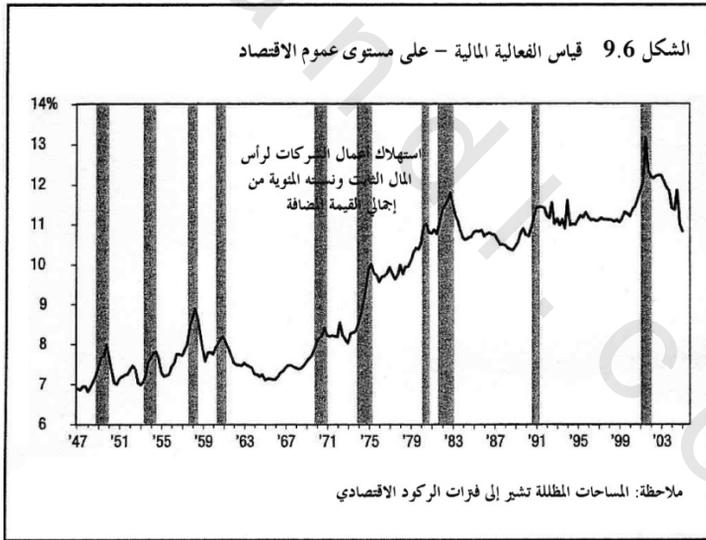
إن من شأن التفاعل بين الطاقة الإنتاجية والفعالية المالية التشغيلية أن يضحخ أثر هذه الرافعة في هوامش الربح حين يتباطأ النمو، وهذا ما يوضحه الشكل 9.7. والسبب في ذلك أن معدلات الانتفاع المدنية والأخذة في التدني

تضر أيضاً بهوامش الربح، ليس لمرة واحدة فقط، بل لمرتين. أولاً، إن الصناعات ذات الطاقة الإنتاجية الزائدة قلما ترفع أسعارها، وتضطر في معظم الأحيان أن تخفض أسعارها. وثانياً، إن المعدلات المتدنية للارتفاع غالباً ما تترافق مع عمليات غير فاعلة دورياً، ولذلك ترتفع التكلفة الهامشية حين تتقلص حجوم الإنتاج.

كما أن هذه الثغرة الظاهرة مؤخراً بين هوامش الربح على مستوى عموم الاقتصاد والمعدلات التشغيلية للمعامل كما هي موضحة في الشكل 9.7 تلقي الضوء أيضاً على حقيقة مفادها إن شركات الخدمات في أمريكا قد زادت من قوة الرفع التشغيلية لديها خلال السنوات القليلة الماضية. والواقع إن ثمة عدداً كبيراً من شركات الخدمات مثل شركات الطيران وغيرها من خدمات النقل وكذلك شركات الاتصالات كانت على الدوام شركات ذات كثافة رأسمالية، ولذلك فإن نسبة التكلفة الثابتة إلى مجموع التكاليف لديها عالية وكذلك القوة الرافعة التشغيلية لديها عالية أيضاً. بيد أن رفع السيطرة الحكومية وكذلك تخفيض التكلفة التي أعقبت ذلك الرفع - وبخاصة عن طريق استبدال رأس المال بالعمالة - قد زاد في ارتفاع القوة الرافعة التشغيلية. ومن جهة أخرى هنالك شركات خدمات أخرى، مثل تجارة الجملة والتجزئة والخدمات المالية، قد زادت من استخدامها للتكنولوجيا بغية رفع سوية فاعليتها وحجم مبادلاتها لكي تستفيد من هذا الميزان. لذلك، فنحن نرى هذه الشركات كلها قد رفعت معدلات التكلفة الثابتة وقوة الرفع التشغيلية.



المصدر: بحوث مورغان ستانلي و Compustat

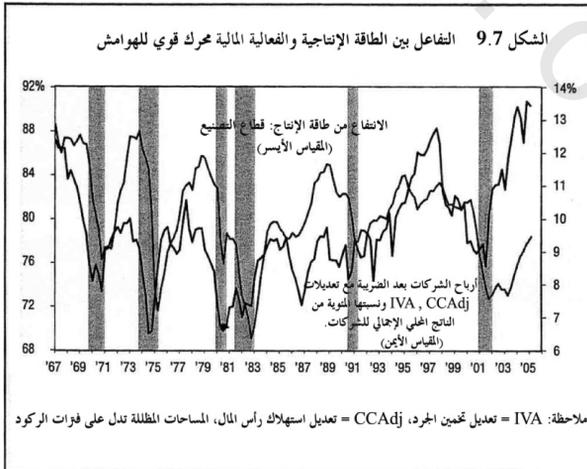


المصدر: مكتب التحليل الاقتصادي

وحتى فيما مضى حين لم تكن قوة الرفع المالية والتشغيلية على هذا القدر من الأهمية كانت معدلات الانتفاع الهابطة أخباراً سيئة لهوامش الربح. ففي فترة الركود الأخيرة كان الانحدار في معدلات التشغيل بمثابة صدمة تفقد

الصواب. ومع ازدهار الاستثمارات تزايد كثيراً بناء الطاقة الاستيعابية في بعض الصناعات - وكان أكثرها في قطاعات إنتاج التكنولوجيا، وفي الاتصالات، وكذلك لدى من يشتركون التكنولوجيا الراقية. أما في الصناعات الأخرى مثل المعادن الأساسية والكيماويات فقد ضعف الطلب ضعفاً إلى حد كشف عن جيوب هامة في فرط الطاقة وكانت النتيجة أدنى معدلات في التشغيل في قطاع التصنيع منذ عام 1983، ومنذ العام 1975 في قطاع إنتاج التكنولوجيا.

لكن الذي لم يدركه كثير من المحللين هو أن هذا الإفراط قد أفرز تخفيضاً كبيراً لدى الشركات في الطاقة الإنتاجية، أو لنقل "خروج رأس المال" في جميع نواحي الاقتصاد. فالانخفاض في الإنفاق الرأسمالي مضافاً إليه عامل الزمن المؤدي إلى انخفاض قيمة الطاقة الإنتاجية المتعطلة أوصلت النمو في الطاقة الإنتاجية إلى أدنى معدلاتها في ثلاثين عاماً، وهيأت الأجواء لارتداد جديد قوي النشاط في المعدلات التشغيلية حين حصل الانتعاش. وبالطبع فإن من شأن عملية الطاقة الإنتاجية والرافعة التشغيلية في فترة الانتعاش تزايد هوامش الربح زيادة كبرى، ولأسباب نفسها تدمر هذه الهوامش أثناء فترة الركود. ولا يخفى على أحد أن ارتفاع معدلات التشغيل تعمل على استعادة قوة التسعير والفاعلية، وهذا ما يشكل قوة مضاعفة لزيادة الهوامش.

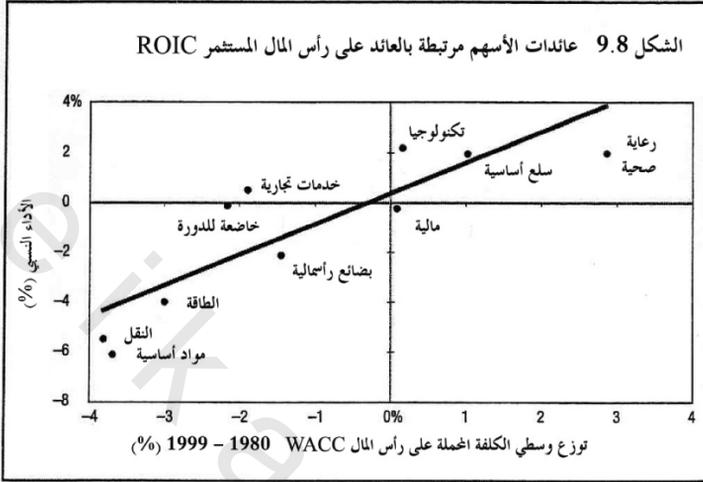


المصدر: مكتب التحليل الاقتصادي، مصرف الاحتياطي الفدرالي

إن لهذا التفاعل بين الطاقة الإنتاجية والفعالية المالية مضامين كثيرة في تحليل الاقتصاديات الكبرى سواء عند المستثمرين أو عند مدراء الشركات. فالشركات أو الصناعات المعروفة بعملها الانضباطي في استخدام رأس المال تحقق عائدات ممتازة على أرصدها أو أسهمها العادية. بينما يرى أولئك المحترفون في البناء أو تلك الشركات التي تشتري شركات أخرى عن طريق التسلسل في هذه التحليلات نتائج دون المعدل. ونحن نعلم من النظريات المالية والاقتصادية أن الشركات التي تكسب دوماً عائدات تفوق تكاليفها الرأسمالية يكون أداؤها أفضل من أداء المستثمرين. من هنا يمكن القول إن السوق يجب أن يكافئ المجموعة الأولى بأسعار في الأسهم أعلى نسبياً، وأن يعاقب المجموعة الثانية من خلال القيمة المنخفضة في السوق. وهذا ما تبينه بوضوح المعطيات الموضحة في الشكل 9.8 التي جمعها زميلي السابق ستيف غالبريت Steve Galbraith. يبين المحور الشاقولي الأداء النسبي لسوق الأسهم في الصناعات، بينما يوضح المحور الأفقي العائدات على رأس المال المستثمر ROIC بالنسبة لوسطي الكلفة المحملة على رأس المال (WACC).

ما هو مفيد حقاً في المعلومات الظاهرة في هذا الشكل ليس العلاقة التبادلية، وإنما الصناعات والمواقع المحددة لها في المربعات التي يقسم إليها الشكل. فالصناعات التي تميزت باستخدامها الحريص لرأس المال خلال العقدين من السنين التي انتهت عام 1999 - مثل الرعاية الصحية والسلع الاستهلاكية الأساسية، وبالطبع التكنولوجيا - حققت عائدات عالية جداً على كلا المحورين. والناحية الهامة في هذا الصدد أن الشركات الواقعة في المربع الشمالي الشرقي من الشكل حافظت بصورة مستدامة ومتوالية على "عائد عال على رأس المال المستثمر ROIC. وفي الوقت عينه، كان من شأن الشركات التي لم تستطع الحفاظ على الحجم الصحيح لصناعتها وبخاصة إذا كانت ضمن

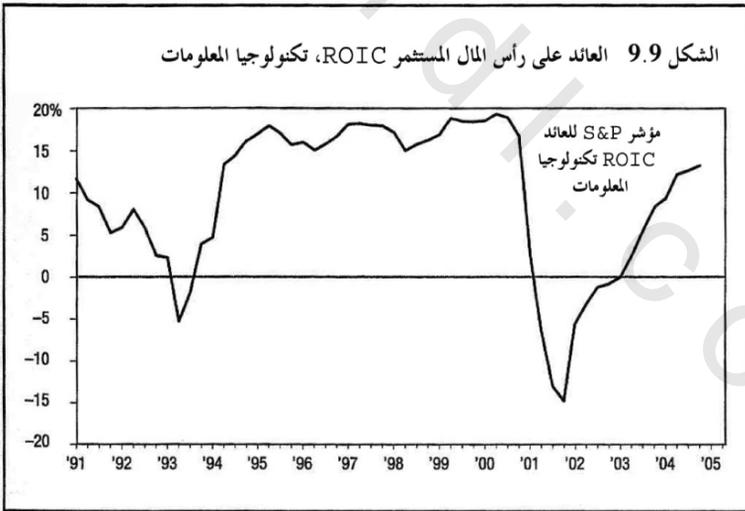
مجموعة إنتاج السلع بصفة دورية أن خيبت آمال مدراءها والمستثمرين فيها على حد سواء.



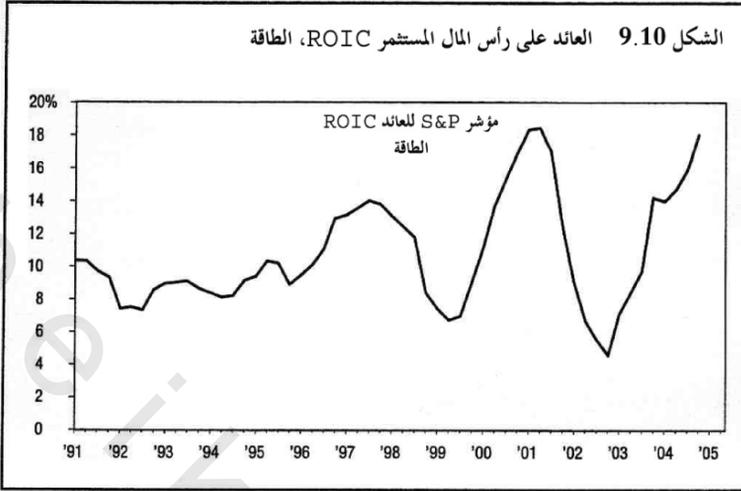
ولندع هذا الأمر جانباً. هنالك الكثير من صناعات التكنولوجيا وزبائنها باتت الآن، كما يقول ستيف غالبريت، شرهة لرأس المال، ولعل أسباب هذا الشره تعود لسنوات عديدة كانت العائدات فيها كبيرة جداً. لكن هذه الصناعات كما نعلم الآن، قد بالغت في استثمارها للطاقة الإنتاجية، متجاهلة المبادئ الأساسية للنظرية المالية. فلو أنها أخذت في حساباتها انخفاض العائد عام 2000، كما هو ظاهر في الشكل 9.9، لأمكنها أن تحسن إدارة التحولات السلبية دونما صعوبة. وبالمقارنة مع هذه الصناعات يمكن القول إن أولئك الذين يعملون في مجال الطاقة قد تحولوا من "الشره لرأس المال" كما وصفهم غالبريت إلى "محبين للنقدية" ذلك أن منهجيتهم في إضافة طاقة الإنتاج قد باتت أكثر انضباطاً من السابق. وكما هو مبين في الشكل 9.10، ليس ثمة شك بأن العمل الذي تقوم به الدول المصدرة للنفط "أوبيك OPEC" يشكل أيضاً عاملاً سلبياً أو إيجابياً في الأداء. ولكن الحقيقة أن هذه الصناعات، وحتى الآن، لم تستجب لارتفاع أسعار

الطاقة بالإكثار من طاقة إنتاجية جديدة - وقد حافظت على عائدات مرتفعة خلال الأعوام الأربعة الماضية.

خلاصة القول، إن في هذا التحليل درسين هامين يفيدان المحللين والمدراء على السواء. الدرس الأول واضح دون إبهام، ولكن غالباً يهمل، ألا وهو أن العائدات والهوامش أمران لهما أهميتهما البالغة في التحليل وفي اتخاذ القرارات، وقد يكونان مؤشرين رئيسين للأداء. أما الدرس الثاني، ولعله يشكل مفاجأة لمحلل الاقتصاديات الكبرى، برغم كونه خلاف ذلك في نظر مدراء محفظة الاستثمار: ألا وهو أن القيمين الجيدين على رؤوس أموال حملة الأسهم غالباً ما يكونون جيدي الأداء، لذلك فإن المستويات النسبية للإنفاق الرأسمالي هي مؤشرات رئيسة جيدة للأداء القطاعي وأداء الشركات - وغالباً ما تكون صلتها بذلك عكسية.



المصدر: بحوث مورغان ستانلي



المصدر: بحوث مورغان ستانلي

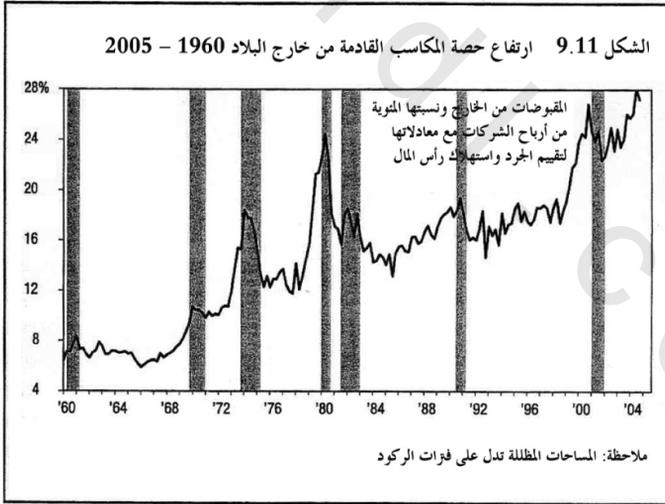
التأثيرات العالمية:

أما العامل الثاني الذي كان له أثره في تغيير العلاقة بين الأرباح والاقتصاد فهو تلك الحقيقة القائلة إن مكاسب الولايات المتحدة تشكل رافعة للنمو العالمي، وليس فقط للنمو في داخلها. ولا ينبغي أن تكون هذه المعلومة مفاجأة لأحد. فالكثير من الشركات الأمريكية، إما أن تمتد نشاطاتها إلى الصعيد العالمي، أو لديها موردون من خارج البلاد. كما تشكل الصادرات ما نسبته 20 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي حالياً - وهي نسبة تعادل ضعف ما كانت عليه قبل أربعين عاماً. ولكن هناك حقيقة قلما لفتت انتباه الكثيرين، ألا وهي إن تلك الشركات التابعة للشركات الأمريكية والمقيمة خارج البلاد قد ضاعفت حصتها من الأرباح الإجمالية للشركات بأكثر من الضعف للفترة نفسها، حيث وصلت إلى 25 بالمائة. يوضح الشكل 9.11 أن هذه الحصة دورية، بمعنى أنها تزداد حين حصول ركود وينخفض دخل الشركات المحلية. لكنها تزداد أيضاً على أساس مدني - غير اقتصادي ذلك أن العولمة صارت تشد شركاتنا واقتصاداتنا إلى

بعضها بعضاً برباط أشد وثوقاً. ويعني وجود قناة بين النمو والمكاسب سلط عليها الأضواء زميلي السابق جوكوينلان Joe Quinlan وكان محقاً في ذلك.

هلا تفضلت الأرباح الحقيقية للشركات بالوقوف!

لا شك أن صقل طرائقنا في التحليل، وتمديد هذا التحليل ليشمل معلومات على جانب كبير من الأهمية أمر جوهري لنجاحنا في وضع التنبؤات واتخاذ القرارات. بيد أن هذا التحليل ليس أفضل كثيراً في ظاهره من البيانات والمعطيات التي يستند إليها. ويبدو أن ثمة فسحة للتحسين برغم جودة البنية التحتية للإحصاء في الولايات المتحدة. ففي خطاب هام ألقاه ألان غرينسبان Alan Greenspan رئيس مجلس إدارة الاحتياطي الفدرالي، أمام الرابطة القومية لاقتصاد الأعمال NABE بمؤتمر واشنطن للسياسة الاقتصادية في آذار/مارس عام 2001، قال:



المصدر: مكتب التحليل الاقتصادي

"إن خبرتنا التي اكتسبناها عبر أربعين عاماً مضت تبرز أهمية معضلة أساسية في اقتصاد الأعمال. فهل ينبغي لنا أن نسعى جاهدين لنواصل صقل أساليبنا في

استنتاج أقصى ما يمكن من المعلومات من مجموعة المعطيات التي لدينا؟ أم هل ينبغي لنا أن نبحث عن وسائل جديدة تدعم مكتبة البيانات لدينا لنكتسب رؤية أفضل لطريقة قيام اقتصادنا بوظائفه؟ ويبدو لي أننا يجب أن نعتمد الطريقتين، وأظن أننا سنحصل على نتائج من البيانات والمعطيات أفضل من الأسلوب والطريقة. (انظر "The Challenge of Measuring and Modeling a Dynamic Economy المنشورة في مجلة Business Economics، المجلد 36، رقم 2، تاريخ نيسان/أبريل 2001 ص 5-8).

وكما ذكرت في شهادة أدليت بها أمام الكونغرس بصفتي رئيساً للرابطة القومية لاقتصاد الأعمال في شهر نيسان/أبريل عام 2001:

"حاول العاملون في الإحصاء ومنذ بداية عملهم جاهدين لتحسين جودة ودقة إحصاءاتهم. وبرغم ذلك، يظل الاقتصاد في عملية تغير: الاقتصاد الصناعي الذي عرفناه فيما مضى قد جاء مكانه اقتصاد مختلف كلياً يعتمد على المعرفة، هو اقتصاد المعلومات. وهذا التطور المستمر - الذي يحلو للبعض أن يدعوه بالثورة - يتطلب مصادر جديدة للبيانات كما يتطلب الموارد اللازمة للهيئات الإحصائية لتقوم بجمع هذه البيانات وتحليلها. وبرغم أن الإحصاءات الأمريكية تعد من أفضل الإحصاءات في العالم، إلا أن الافتقار إلى الاستثمار في البنية التحتية الإحصائية لم يترك لنا إلا نظاماً لا يزال يقوم بعمل جيد في قياس النشاط الصناعي وبأسلوب أفضل من قياس الناتج المستند إلى المعلومات."

ففي ميدان أرباح الشركات كان من شأن هذا التحول السريع نحو القيمة المضافة المستندة إلى الرأي أن أحاط إحساسنا بالنتائج الحالية بشيء من الإبهام وبالتالي قيد قدرتنا على تخمين المستقبل. وفي هذا الإطار نجد أمامنا ثلاث مجموعات من الأمور، هي ما هي الإيرادات الحالية، وما هي المصاريف؟ ما هو

الإنفاق الرأسمالي وما هو المصروف المتوسط؟ وما هو التعويض وكيف يتأثر بحقوق شراء وبيع الأسهم والممارسات الأخرى للمشاركة في المكاسب؟

لكن أكبر المشاكل وأعقدها تحيط بالنفقات والمصاريف، سواء في النفقات الرأسمالية أم في التعويض. والقرارات المتخذة بخصوص ما يجب أن ننفق وما يجب أن يحول إلى رأس مال تؤثر دون شك في انخفاض القيمة وفي المكاسب. لكن المشكلة تصبح أكثر غموضاً وتشويشاً عند التعاطي مع الأرصدة غير الملموسة مثل الأفكار أو المعلومات، ذلك أن تكلفتها قد لا يكون لها علاقة بقيمتها. وحتى عند التعاطي مع الأرصدة الملموسة فإن مفهوم العيش المفيد في عصر تكنولوجيا المعلومات يشوش قياس المكاسب أيضاً. كيف ينبغي لنا أن نحول مصاريف البرمجيات إلى رأس مال؟

أما فيما يتعلق بالتعويض، فقلما نجد من يدحض الفكرة القائلة إن حساب حقوق شراء وبيع الأسهم فيه مبالغة للمكاسب، وبخاصة لأن قيمتها العادلة كتعويض لا تحمل على الدخل. وحيث أن العاملين في دوائر الإحصاء الحكومية في الولايات المتحدة لا يملكون قياسات مستقلة لقيمة الحقوق الممارسة في بيع وشراء الأسهم فإنهم يستقروون هذه القياسات من تقارير عن الرواتب والأجور. فمثلاً، تبين من أربع مراجعات مكثفة ومتوالية لأرباح وتعويض NIPA خلال فترة 1998 - 2000 أن الافتقار إلى المعلومات يمكن أن يشوه الواقع. وعندما كشف العاملون في الإحصاء أن ثمة دخلاً من حقوق البيع والشراء يفوق ما كانوا يقدرونه عمدوا إلى إنقاص مستوى أرباح الشركات لعام 2000 بمعدل تراكمي قدره 89 بالمائة. وانطلاقاً من هذا الكشف لجأ العاملون في الإحصاء إلى تصميم وسائل أفضل من تلك باستخدام حسابات التقريب في المنح والممارسات لحقوق البيع والشراء في الأسهم. وبرغم صعوبة إثبات ذلك إلا أن الجهود المبذولة لتضخيم المكاسب يمكن أن تكون قد ضللت موظفي الإحصاء في

واشنطن عندما قدموا تقديراتهم الأولية لأرباح الشركات (للمزيد من التفاصيل انظر "Revisions to Corporate Profits: What We Know and When We Know It" بقلم Charles P. Himmelberg وزملائه، مصرف الاحتياطي الفدرالي في نيويورك، آذار/مارس 2004).

لهذه المراجعات مضامين مذهلة فيما يتعلق بهوامش الربح. فقد بينت المعطيات أن الشركات في الفترة 1997 - 2001 تحملت الكثير جداً من الضغوط على هوامشها منذ فترة 1978 - 1980. كانت المعطيات القديمة سيئة للغاية: حيث أنها أظهرت أن الأرباح "الاقتصادية" بعد حسم الضريبة وحصتها من الناتج المحلي الإجمالي للشركات - وأخرى مثلت الأرباح - كانت تهبط تدريجياً بما يزيد عن 200 نقطة أساس إلى أن أصبحت أقل من 10 بالمائة في الفترة الواقعة بين خريف عام 1997 ومطلع عام 2001. ولكن بعد مراجعة هذه البيانات وتعديلها تبين أن الهوامش انخفضت كثيراً بما مجموعه 420 نقطة أساس فيما بين عامي 1997 و 2001، أو بمقدار الثلث تقريباً حتى وصلت إلى 8ر5 بالمائة. وكان هذا أدنى مستوى لها منذ عام 1992.

لكن هذا التخبط والتشويش في حساب حقوق البيع والشراء ما هو إلا واحد من أشياء كثيرة تحجب الوضوح في قياس المكاسب في عالم الواقع، فما بالك في حسابات الدخل القومي؟ فما هي النفقات المتكررة وغير المتكررة مقابل الدخل؟ تشير تقديرات ستاندرد آند بور Standard & Poor لعام 2001 إلى انخفاض في المكاسب التشغيلية للربع الثاني بمعدل 32ر9 بالمائة عما كان عليه في السنة السابقة، بينما تقدر تومسون فايننشال Thomson Financial / First Call هذا الانخفاض بـ 17 بالمائة فقط. كيف حصلت هذه الفجوة الكبيرة في التقديرات؟ في الربع الثاني من عام 2001 عمدت بعض شركات التكنولوجيا إلى شطب ديونها وكان مقدار هذه الديون كبيراً إلى حد ما. وهذا ما اعتبرته

ستاندرد أند بور نفقات تشغيلية، بينما وجدت تومسون فايننشال Thomson Fi- nancial / First Call أنه بند من بنود معطلة غير عاملة.

وما هو أكثر سوءاً أن أولئك الذين يعملون في المحاسبة قد بدأوا يكتشفون وسائل عديدة استخدمتها الشركات للمبالغة في مكاسبها. وقد كشف تريفور هاريس Trevor Harris، رئيس قسم التقييم العالمي والمحاسبة في شركة مورغان ستانلي، الذي كان في طليعة من عملوا في هذا البحث الاستقصائي عن خمس من هذه الوسائل في ذلك الحين، وهي:

- 1- أن الشركات أخذت مبيعات المرة الواحدة على أنها إيرادات مستمرة،
- 2- أنها اعتبرت الإيرادات من قبل أن تشحن البضاعة،
- 3- ساعدت زبائنها بتمويل من البائع إنما لم تحسب تكاليفها،
- 4- استخدمت افتراضات مشكوك بها في حساب تكاليف التقاعد في الدخل التشغيلي،
- 5- بالغت في تكاليف إعادة الهيكلة بعد الحصول على ممتلكات أو شركات أخرى.

إن هذا التشوش والإرباك الحاصل بخصوص المكاسب والاشتباة بأن هذه المكاسب قد خضعت للمبالغة منذ سنوات عدة ما كان ليأتي في وقت أكثر سوءاً. ففي غمرة تلك الكآبة التي ظللت اقتصاداً هابطاً وأرباحاً متدنية للشركات أحس المستثمرون في صيف عام 2001 أن قيمة الأسهم مبالغ فيها أكثر مما كانوا يعتقدون. ومن جهة أخرى ظهرت على السطح فضائح في الشركات وأعمال غش وتدليس مشبوهة مما أضعف كثيراً ثقة المستثمرين. وكان من جراء ذلك أن ازداد انخفاض مؤشر S&P 500 بمعدل 20 بالمائة للسنتين التاليتين. وقد أظهرت الأعمال التي قام بها تريفور هاريس أن الشركات التي تتلاعب بالمكاسب لن تكون

قادرة على إخفاء النتائج. لذلك بات واضحاً الآن أن هذه الشركات لا تتسبب بضرر لحملة الأسهم فيها فحسب، بل وأيضاً تسبب ضرراً كبيراً لنفسها ولعموم المستثمرين.

فما الذي ينبغي عمله؟ إنني أرحب بما قامت به إدارة الرئيس بوش والكونغرس لجهة تخصيص المزيد من الأموال للهيئات الإحصائية في الولايات المتحدة بهدف تحسين جودة الإحصاءات الاقتصادية. ولكن المطلوب أكثر من ذلك لمحاولة إيجاد الحلول لبعض العيوب الكبرى في العمل الإحصائي. ويمكن لقطاع الأعمال أن يمد يد العون للحكومة في هذا الشأن. والجدير بالذكر أن الرابطة القومية لاقتصاد الأعمال NABE قد شرعت ببذل الجهود في سبيل تمكين الشركات للإسهام في إيجاد الحل ولكن ينبغي أن نتأكد أن هذه الشركات لن تسهم في تفاقم المشكلة. لذا ينبغي أن نؤكد إصرارنا على الشفافية عند صناع السياسات، لا سيما وأنهم أخذوا الآن يصرون على الشفافية في تقارير الشركات.

المكاسب في عالم يتسم بعائدات ذات رقم أحادي العدد:

يساورني اعتقاد بأننا نعيش في عالم تغلب عليه عائدات أحادية الرقم لمعظم صنوف الأرصدة. وقد يبدو حديثي عن النظر إلى النصف الممتليء للكأس من حيث التوقعات للمدى القريب أو التوقعات خارج الدورة الاقتصادية فيه شيء من التهكم أثناء حوارني مع ستيف روش Steve Roach، وبخاصة لكون حوارنا هذا معنياً بالتوقعات الدورية للاقتصاد على المدى القريب. وعندما ننظر نحن الاثني إلى التطورات غير الدورية على المدى الأبعد لدينا قواسم مشتركة كثيرة فيما بيننا (انظر المقالة بعنوان Common Ground المنشورة في مجلة Global Economic Forum بتاريخ 2002/3/25). لكنني متمسك بقولي عن عيشنا في هذا العالم وذلك عن اعتقاد راسخ بأن الواقع الاقتصادي لن يخلو من بعض

العوائق أمام عائدات الاستثمار طويلة الأجل ذلك أنه يشد هذه العائدات إليه بحبل محدود الطول. ولهذا الواقع تداعيات بالغة الأهمية على الاقتصاديات الكبرى والصغرى معاً.

انتهى سوق المضاربات بالأسهم في عام 2003 لكن توقعات المستثمرين بعائدات استثمارية طويلة الأجل لا تزال مرتفعة كثيراً. وعلى نحو مماثل ما زال المستثمرون متفائلين، على الأرجح، بتنامي مكاسبهم على المدى المتوسط. وإذا عدنا للحديث عن التشويش والارتباك الحاصل في التسعينيات بخصوص العلاقة بين المكاسب والإنتاجية نجد الكثيرين يظنون أن الانتعاش الاقتصادي الدائم يعني عودة المكاسب المتزايدة إلى سرعة نموها الذي يقاس بأرقام ثنائية التركيب - أي بعد سنوات عدة قادمة.

ويجدر بنا أن نذكر هنا ببعض قوانين الحسابات الرياضية وعلى وجه الخصوص ما يلي: إن المكاسب حتى في عالم ذي توجه نحو النمو مثل مؤشر 500 S&P لا يمكنها أن تسبق وتتفوق على السرعة الإسمية المستدامة لنمو الاقتصاد ما لم تتوسع هوامش الربح - وهذه الهوامش لن تقدر على التوسع دون حدود. وهذا بدوره يعني أنه بوجود مكاسب متوسطة المدى في الإنتاجية تتراوح على الأرجح بين 2ر5 - 3 بالمائة فإن نمواً في قوة العمل وتضخماً يتراوح بين 2-3 بالمائة تقريباً يشيران إلى نمو اسمي مستدام للناتج المحلي الإجمالي يتراوح بين 5ر5 إلى 6ر5 بالمائة.

وينبغي ألا ننسى أن مفاجأة الإنتاجية التي حصلت بين عامي 2002 و 2003 مضافاً إليها قوة الرفع التشغيلية العالمية هي التي كانت وراء تفجر الهوامش خلال هذين العامين مثلما حصل في النصف الأخير من عقد التسعينيات. لكن من المرجح أن تستقر الهوامش تقريباً خلال دورة الأعمال لاسيما وأنها استعادت الآن ما خسرت في دورة الأعمال أثناء فترة الركود. فإذا كانت الحال هكذا فإن

ثمة احتمالاً كبيراً بأن يحافظ النمو الإسمي للنتاج المحلي الإجمالي والمكاسب على وضعهما دونما حدوث تغيرات كبرى فيهما. فالواقع يشير أن الأرباح المسماة "أرباحاً اقتصادية" بعد حسم الضرائب ارتفعت بمعدل 2ر8 بالمائة خلال العقد الفائت من السنين، بينما كسب الناتج المحلي الإسمي 3ر5 بالمائة. وهذا يوضح أن الهبوط في الأرباح أثناء فترة الركود قد أتى على الكثير من ارتفاع الأداء الذي حدث في أواخر التسعينيات.⁽¹⁾

وفي رأيي إننا قد قطعنا دورة كاملة لتعود أسواق الأسهم إلى "أسسها". فأنا مؤمن بعودة الأشياء إلى حال الوسط وأن المكاسب المستدامة وازديادها سيستغرق بعض الوقت لكي تنمو وتصبح وفق قيمها المقدرة. لكن تداعيات هكذا بيئة عميقة جداً، وهذا يعني أن أرباح الأسهم وعائداتها المالية عادت لهما أهميتهما ثانية وأن الأسهم ذات الدخل الثابت جديرة بأن يطرأ عليها تعديل يعكس قيمتها وأهميتها في المحفظة الاستثمارية. ومن هنا فإن هذا العالم الجديد البعيد عن الجرأة والإقدام قد يحفز إجراء تغييرات في سياسات التعويض والتقاعد، وقد يقتضي ذلك إعادة النظر في السياسة العامة الخاصة بالادخار التقاعدي - أي إن لذلك كله تداعيات على المكاسب والعائدات.

أما فيما يخص المستثمرين في الأسهم فإن لأرباح أسهمهم هذه أهمية قصوى. من أجل ذلك نجد أن هذا التفاعل بين الازدواج الضريبي على أرباح الأسهم والمكاسب الرأسمالية الضخمة قد دفعت شركة Corporate America لتخفيض مدفوعاتها من

أرباح الأسهم خلال الأعوام العشرة الماضية. وفي هذا نجد تفسيراً للسبب الذي جعل نسبة مدفوعات أرباح الأسهم وفق مؤشر S&P 500 ينخفض انخفاضاً قياسيًّا قدره 31ر8 بالمائة في العام 2000. تنص النظرية المالية الحديثة على أنه بصرف النظر عن الأمور الضريبية ينبغي ألا يعير المستثمرون

اهتماماً للفرق بين المكاسب الرأسمالية وأرباح الأسهم ذلك أن المدراء يستطيعون أن يعادلو عائدات السوق من خلال إعادة الاستثمار أو بإمكانهم أن يوزعوا هذه العائدات من خلال شراء الأسهم. ولكن، وبصرف النظر أيضاً عن إغراءات أرباح الأسهم بعد التخفيضات التي طالت الضرائب على أرباح الأسهم يسعى المستثمرون الذين فقدوا الثقة بإدارة الشركة للبحث عن شركات توزع أرباحاً عالية على أسهمهم وهدفهم من وراء ذلك ممارستهم لحقهم في تقرير كيف يعيدون استثمار مكاسبهم. وفي عالم خرج لتوه من تلك الأزمة التي عصفت بشركة إنرون Enron قد تكون أرباح الأسهم إشارة للالتزام نحو حملة الأسهم، وهو التزام لم يكن موجوداً في السنوات الأخيرة. وكما يقول ستيف غالبريت في مناسبات كثيرة: "إن شراء الأسهم يشبه مواعدة فتاة، أما أرباح الأسهم فيشبه الزواج منها".

ومن هذا المنطلق كان قرار شركة مايكروسوفت Microsoft بأن توزع أرباحاً خاصة لأسهمها ولمرة واحدة بمعدل 3 دولارات للسهم الواحد، وأن ترفع نسبة الأرباح النظامية لأسهمها وأن تضع حداً لبرنامج حق شراء وبيع الأسهم نقطة تحول لهذه الشركة. ليست هذه حالة شركة عالية الشهرة والنمو في مجال التكنولوجيا العالية تتخذ قراراً على نحو مفاجيء، وبعيداً عن أية أخطار قضائية، بأنها لا تملك فرصاً استثمارية، بل إنها شركة تريد أن تشتهر بأنها الحافظ الأمين على أموال حملة الأسهم وأنها أفضل من يوزع حصص رأس المال.

من التداعيات الأخرى للعائدات أحادية الرقم احتمال حصول تغيير في سياسات تعويضات الموظفين في هذا العالم الذي يتسم بعائدات أحادية الرقم. وهذا يعني بعبارة موجزة أن الموظفين قد يصبحون أكثر ولعاً بالنقدية. ففي أعوام التسعينيات برز نوع جديد من المرونة في تعويض الموظفين. فقد كان

الموظفون وأرباب العمل على السواء يفضلون مبدأ "تقاسم المكاسب" بديلاً للراتب الأساسي العالي، ذلك أنه بموجب هذا المبدأ تعطي الشركة جزءاً من عائداتها إلى العمال، وبذلك يشارك الموظفون في قطف ثمار أداء الشركة في الأوقات الجيدة، ويكون باستطاعة أرباب العمل أن يوزعوا أعباء آلام الركود الاقتصادي على إجمالي التعويضات عندما يحدث الركود - وقد يكون ذلك من خلال الإقلال من تسريح العمال. وقد شجعت المعالجة الضريبية والمحاسبية لحقوق شراء وبيع الأسهم على إصدارها لصالح عدد أكبر من الموظفين. لكن شعبية هذه الإصدارات أخذت بالذبول بعد منح أعداد كبيرة من حقوق البيع والشراء في أعوام الطفرة التي لا تزال مبهمه (دون زيادة في رأس المال) لا سيما وأن مجلس معايير المحاسبة المالية Financial Accounting Standards Board قد فوض بإجراء تغيير في محاسبة حقوق البيع والشراء هذه. ومن هنا يبدو من المعقول أن يطرح المرء سؤالاً حول ما إذا كان الموظفون يريدون أسهماً بقيود أم مزيداً من التعويض حالياً ونقداً.

وثالثة هذه التداعيات تلك التي تمس مباشرة السياسة الخاصة بالتقاعد التي تتبناها الشركات. ففي أعوام التسعينيات أدت الارتفاعات التي شهدتها الأسواق إلى دخل يأتي من مشاريع تقاعدية ذات إعانة ثابتة في كثير من الشركات القديمة. كما أدى هذا التوجه ذاته إلى المبالغة في تمويل هذه المشاريع على أساس تأميني. فكانت وسادة المبالغة في التمويل كبيرة جداً والغرامات مرهقة كثيراً في الإسهامات المقدمة إلى المشاريع "المبالغ في تمويلها" حتى أن الشركات أعطت نفسها إجازة من التمويل. فكانت تلك المشاريع التقاعدية والافتراضات المبالغ فيها إزاء العائدات جزءاً من إرث شديد الإغراء ورثناه عن التسعينيات. في العام 2001 افترضت شركة Corporate America أن أرصدة مشاريع التقاعد ستعطي عائداً قدره 9.2 بالمائة على المدى البعيد. وبرغم كون

هذا العائد أحادي الرقم، إلا أنه يفترض عائداً عالياً جداً على المدى البعيد. وإذا كان الأمر كذلك، فإن الدخل من صندوق التقاعد مرشح لأن يشكل دعماً متديناً لأرباح الشركات المستقبلية. والحق يقال إن المساهمة في هذا الصندوق قد تمتص موارد الشركات. وهذا ما توضحه الانخفاضات الأخيرة في العائدات وضعف التمويل التي أجبرت الشركات على رفع وتيرة مساهمتها لهذا المشروع، وبذلك تدنت كثيراً أرباحها. ولذلك أخذت الشركات التي ذاقت هذا الطعم المر تهدد بأنها ستنكث وعودها التعاقدية. وما إفلاس عدد من شركات الحديد والصلب وشركات الطيران التي كانت تكاليف ذلك الإرث ضربة مميتة لها إلا أمثلة صارخة لهذا الوضع. لكن ذلك التجاذب والتوتر بين الإعانات والموارد مرشح للتزايد.

لكنني أشعر في قرارة نفسي بما يؤكد أن تحليل أرباح الشركات والتقييس المناسب للمكاسب أمران في غاية الأهمية لكل من وول ستريت Wall Street ومين ستريت Main Street. فبالمقارنة مع دورات الأعمال السابقة تبدو الأفكار الرئيسية المدنية - خلافاً لأفكار الدورة التقليدية - الجزء الأكثر أهمية بحق وحقيق للمشهد الاقتصادي والاستثماري. ولا يساورني أدنى شك بأن بيئة العائدات أحادية الرقم سوف تحفز إعادة النظر في الكثير من الممارسات والعادات الاستثمارية الأخرى، بما في ذلك إعادة التفكير بقيمة الدولار في أسواق الصرف الأجنبية. وقد جعلنا هذه التوجهات نعيد النظر في بيئة الاقتصاديات الكبرى التي سوف نواجهها في العقد المقبل من السنين ونستخلص النتائج منها. وعلى قدم المساواة من هذه الأهمية يجدر بنا أن نعمن النظر أيضاً في القوى المحركة للدورة الاقتصادية التي تحرك تطور الاقتصاد، بما في ذلك التغيرات التي تطرأ على الربحية، فكلما الأمرين بالغ الأهمية.

هوامش الفصل

(1) سوف يواصل نمو المكاسب للسهم الواحد هبوطه حتى لو استمر الأداء العالي. فالمؤشر EPS تحدده معدلات إعادة الاستثمار للشركة، وليس معدل نمو الإنتاج، ذلك أن نمو الإنتاج لا يمكن أن يترجم دوماً بواحد مقابل واحد في ازدياد نمو المكاسب للسهم الواحد ذلك أن الشركات يجب أن تزيد رأسمالها من خلال إصدار أسهم جديدة أو من خلال الدين بهدف تمويل الاستثمار في التكنولوجيا الجديدة التي تحفز التحسين في الإنتاجية وبالتالي النمو المستدام للإنتاج.

