

الفصل الخامس

تحليل النمو

Growth analysis

أهداف الفصل

بعد قراءة هذا الفصل، يجب أن تكون قادراً على:

- قياس سرعة نمو الشركة مع المحافظة على المخاطر المالية عند نفس المستوى.
- إدراك أن هناك العديد من الأساليب لقياس النمو لكن هناك أسلوب واحد فقط لقياس فيما إذا كان النمو يخلق قيمة.
- تقييم جودة النمو.
- تقدير فيما إذا كان النمو مستداماً.
- إدراك فيما إذا كان النمو المولد عن طريق إعادة شراء الأسهم يخلق قيمة أم لا.
- إدراك أهمية السيولة عند ما تكون الأعمال في حالة نمو.

oboi.kan.com

النمو

يرى الكثيرون بأن النمو في المبيعات يعتبر القوة المحركة لتطور ونمو المشاريع في المستقبل. كما أنه من المعلوم بأن النمو في الأعمال له تأثيرات على الأطراف أصحاب المصالح مع الشركة، على سبيل المثال:

- المساهمون متأثرون بالنمو لأنه يؤدي إلى خلق القيمة.
 - المقرضون لهم مصلحة بالنمو لأنه يخلق الحاجة إلى السيولة.
 - الموردون متحمسون لبيع منتجاتهم للشركات التي تكون في حالة نمو.
 - يرى الموظفون بأن نمو الشركات يساعد في خلق بيئة عمل جاذبة.
- ومن الضروري أن تقوم الشركة بمقارنة معدل نموها مع معدلات النمو للشركات المنافسة. وذلك لتقييم أدائها وتحديد المنافسين الرئيسيين وللتعرف على فرص النمو المستقبلية.

إن نمو الشركات مرتبط بعوامل عديدة منها نمو الأسواق وشدة المنافسة. لذلك يجب أن تكون النسب المالية المستخدمة في تحليل النمو مستكملة بمعلومات عن استراتيجية الشركة، وعن المنافسين، ومعلومات عن نمو السوق والحصة السوقية للشركة الخ.

في هذا الفصل سوف نركز على قياس النمو من وجهة نظر مالية. وبالتحديد، فإن الفصل يسعى للإجابة على الأسئلة الرئيسية التالية المتعلقة بالنمو:

- ما هي سرعة نمو الشركة مع المحافظة على المخاطر المالية عند نفس المستوى (معدل النمو المستدام)؟
- هل النمو يخلق دائماً قيمة؟
- ما هي جودة النمو؟
- هل النمو مستدام؟
- هل النمو في ربحية السهم (EPS) يخلق دائماً قيمة؟

- هل النمو في النسب المالية الناجم عن إعادة شراء الأسهم يؤدي دائماً إلى إضافة قيمة؟
- ما هي العلاقة بين النمو والسيولة؟

أولاً_ معدل النمو المستدام Sustainable growth rate

قد تضع الشركات أهدافاً استراتيجية فيما يتعلق بالحصة السوقية والنمو، لكن ربما لا تكون قادرة على تمويل تلك الأهداف من خلال النقدية المولدة داخلياً. في هذه الحالة، هناك عدد من الأساليب يمكن أن تعتمد عليها الشركة لتمويل إستراتيجيتها. على سبيل المثال، قد تلجأ الشركة إلى إصدار أسهم جديدة، أو زيادة الرفع المالي أو تخفيض التوزيعات على حملة الأسهم. وبالمقابل، قد تقوم الشركة بلجم طموحاتها وتعدل إستراتيجيتها بما يتوافق مع قدرتها المالية. يعتبر معدل النمو المستدام مقياساً مفيداً للنمو، حيث يدل على قدرة الشركة على زيادة إيراداتها مع المحافظة على مستوى المخاطر المالية، أي المحافظة على الرافعة المالية عند نفس المستوى على الرغم من نمو الإيرادات. وإنه من المهم المعرفة والإحاطة بمعدل النمو المستدام عند تقييم الشركات وعند إجراء التصنيف الائتماني. كما أن تحليل معدل النمو المستدام يمكن أن يساعد في تحديد مصادر النمو المختلفة. ويمكن أن ندرك أهمية هذه الدراية بمعدل النمو المستدام عند تقدير جودة النمو.

يحسب معدل النمو المستدام كما يلي:

معدل النمو المستدام = {العائد على رأس المال المستثمر + (العائد على رأس المال المستثمر - صافي تكلفة الاقتراض) * (صافي الديون الخاضعة للفوائد / حقوق الملكية)} * حصة حقوق الأقلية * (1 - نسبة الدفع).

إن نسبة الدفع تمثل نسبة الأرباح الصافية الموزعة على المساهمين. وبناءً على معادلة حساب معدل النمو المستدام، نلاحظ بأنه من الواضح أن سياسة التوزيع تؤثر على معدل النمو المستدام. والعلاقة بينهما عكسية، حيث كلما ازدادت نسبة التوزيع كلما انخفض معدل النمو المستدام. لذلك عندما يتم توزيع كامل الربح على المساهمين (نسبة التوزيع 100%)، فإن معدل النمو المستدام يصبح صفر.

وبالعودة إلى معادلة حساب معدل النمو المستدام، فيمكن أن نلاحظ بأن العلاقة طردية بين نسبة الربحية ومعدل النمو المستدام، حيث أن الربحية الأفضل تسمح بتحقيق معدل أعلى للنمو المستدام. على سبيل المثال، افترض لديك المعلومات التالية:

- الرافعة المالية = 1
- صافي تكلفة الاقتراض بعد الضريبة = 5%
- نسبة الدفع (التوزيع) = 0%

وبالاعتماد على الافتراضات السابقة، فإن معدل النمو المستدام للشركة يمكن أن يحسب بدلالة الربحية التشغيلية (العائد على رأس المال المستثمر بعد الضريبة). فإذا كان العائد على رأس المال المستثمر 5% في الحالة الأولى، وفي الحالة الثانية ارتفع إلى 10%، فإن معدل النمو المستدام يصبح:

في الحالة الأولى:

$$\text{معدل النمو المستدام} = 5\% = (0 - 1) * 1 * (5\% - 5\%) + 5\%$$

في الحالة الثانية:

$$\text{معدل النمو المستدام} = 10\% = (0 - 1) * 1 * (5\% - 10\%) + 10\%$$

بناءً عليه، فإن معدل النمو المستدام ازداد من 5% إلى 15% نتيجة لزيادة العائد على رأس المال المستثمر، وهذا ما يعكس العلاقة الايجابية بينهما.

أما بالنسبة لتأثير الرافعة المالية على معدل النمو المستدام، فإنه يتوقف على قدرة الشركة على تحقيق عائد على رأس المال المستثمر يفوق صافي معدل الاقتراض. ولتوضيح العلاقة بين الرافعة المالية ومعدل النمو المستدام نضرب المثال التالي:

افترض لديك المعلومات التالية المتعلقة بشركتين تعملان في نفس القطاع:

النسب المالية	الشركة 1	الشركة 2
العائد على رأس المال المستثمر بعد الضريبة	%3	%7
صافي تكلفة الاقتراض بعد الضريبة	%5	%5
حصة حقوق الأقلية	1	1
نسبة التوزيع	%0	%0

بالاعتماد على الافتراضات السابقة، فإننا نلاحظ بأن العائد على رأس المال المستثمر في الشركة 2 يتجاوز صافي معدل الاقتراض، وهذا ما يؤدي إلى مساهمة الرفع المالي وبشكل إيجابي في معدل النمو المستدام. من جهة أخرى، فإن الرفع المالي يؤثر سلباً على معدل النمو المستدام في الشركة 1 لأن صافي معدل الاقتراض يتجاوز العائد على رأس المال المستثمر.

ويمكن حساب معدل النمو المستدام للشركتين السابقتين كالآتي:

الشركة 1:

$$\text{معدل النمو المستدام} = \%3 + (\%5 - \%3) * 1 * (0 - 1) = \%1$$

الشركة 2:

$$\text{معدل النمو المستدام} = \%7 + (\%5 - \%7) * 1 * (0 - 1) = \%9$$

بالنسبة للشركة 1، فإن الرفع المالي يؤثر سلباً على معدل النمو المستدام، وذلك لأن الفرق بين العائد على رأس المال المستثمر وصافي تكلفة الاقتراض أصغر

من الصفر (سالب). على سبيل المثال، افترض أن درجة الرفع المالي (2)، فإن معدل النمو المستدام سيصبح (-1%).

بالخلاصة، هناك ثلاثة مصادر رئيسية تؤثر في معدل النمو المستدام وهي: الربح التشغيلي والرفع المالي وسياسة التوزيع. لكن لنأخذ بعين الاعتبار التساؤل التالي:

هل الشركات تسعى دائماً للحصول على معدل عالي للنمو المستدام؟ إن المعدل المرتفع للنمو المستدام يدل على أن الشركة قد اختارت إعادة استثمار معظم أرباحها المحاسبية وبالتالي قررت عدم توزيعها على المساهمين. من وجهة نظر المساهمين، فإن هذا القرار يمكن أن يكون جاذب فقط في حال كانت الاستثمارات الجديدة موجهة لمشاريع مربحة تخلق قيمة. أما بالنسبة للمقرضين، فإن ارتفاع معدل النمو المستدام يخفف من مخاطر الائتمان لأن الجزء الأكبر من الربح الصافي يبقى في الشركة.

ثانياً_ هل النمو يخلق دائماً قيمة؟

بالإضافة إلى معدل النمو المستدام، هناك الكثير من مقاييس النمو منها:

- النمو في الإيرادات.
 - النمو في الربح التشغيلي (EBIT).
 - النمو في الأرباح الصافية.
 - النمو في التدفقات النقدية الحرة.
 - النمو في التوزيعات.
 - النمو في رأس المال المستثمر.
 - النمو في القيمة الاقتصادية المضافة.
- من خلال الجدول رقم 5-1، يمكننا توضيح تأثير النمو في البنود المحاسبية المختارة والمستخدم عادة من قبل المحللين.

الجدول رقم 5-1: النمو في البنود المحاسبية ومقاييس الأداء المختارة
(الشركة X)

البيان	السنة 1	السنة 2	السنة 3	السنة 4	المتوسط
الإيرادات	20%	2%	3%	17%	10%
EBIT	34%	40%	21%	6%	8%
الأرباح الصافية	34%	65%	22%	24%	8%
رأس المال المستثمر	69%	0%	12%	26%	21%
حقوق الملكية	29%	8%	8%	19%	12%
التدفقات النقدية الحرة	199%	126%	368%	186%	36%
معدل النمو المستدام	33%	7%	9%	6%	14%

إن مقارنة معدلات النمو المختلفة للشركة X يكشف صورة متباينة للنمو. حيث أن النمو في الإيرادات ورأس المال المستثمر وحقوق الملكية يزداد بالمتوسط بـ 10% - 21% - 12% سنوياً. بالإضافة إلى أن معدل النمو المستدام وصل إلى 14% بالمتوسط. وهذه الأرقام تشير إلى أن هناك نمو في أعمال الشركة. لكن من جهة أخرى، هناك تراجع في متوسط معدل النمو في الأرباح الصافية والربح التشغيلي بلغ 8% لكل منهما. كما أن هناك أيضاً معدل نمو سالب في التدفقات النقدية الحرة بلغ بالمتوسط 36%. بناءً على ما سبق، هل شركة X في حالة نمو أم لا؟

إن الزيادة في الأرقام المحاسبية مثل الإيرادات ورأس المال المستثمر تبين بأن هناك حالة نمو في أعمال الشركة. بالمقابل فإن مقاييس الأداء تشير إلى معدلات نمو سالبة.

عند تحليل معدلات النمو السابقة، لابد أن نأخذ بعين الاعتبار بأن الأرقام المحاسبية الإيجابية غير كافية من منظور المساهمين. حيث أن خلق القيمة لا

يمكن تحقيقه إلا إذا كانت العوائد المحاسبية ROIC تتجاوز تكلفة رأس المال WACC، أو إذا كان العائد على الملكية ROE يتجاوز العائد المطلوب من قبل المستثمرين Re. ويمكن توضيح ذلك بأحد الأسلوبين التاليين:

$$(1) \text{ القيمة المضافة (القيمة الاقتصادية المضافة EVA) } =$$

(العائد على رأس المال المستثمر ROIC - تكلفة رأس المال WACC) * رأس المال المستثمر

$$(2) \text{ القيمة المضافة (الدخل المتبقي RI) } =$$

(العائد على الملكية ROE - العائد المطلوب من قبل المستثمرين Re) * حقوق الملكية

من خلال المقياسين السابقين يمكن الحصول على نفس النتائج. حيث أن القيمة المضافة الايجابية تعتبر كافية للتأكد بأن هناك خلق للقيمة من منظور المساهمين. كما أن النمو في الأعمال لا يتحقق إلا إذا كان هناك زيادة في القيمة المضافة.

إن الجدول رقم 2-5 يبين القيمة المضافة (EVA) في الشركة X بالاعتماد على التقارير السنوية. وذلك بافتراض أن تكلفة رأس المال WACC ثابتة بمعدل 9% في الأربع سنوات.

الجدول رقم 2-5: حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA بالاعتماد على التقارير السنوية للشركة X

السنة 4	السنة 3	السنة 2	السنة 1	البندود (مليون ليرة)
7.4%	6.9%	8.9%	24.7%	العائد على رأس المال المستثمر بعد الضريبة
9%	9%	9%	9%	WACC
412.6	468.6	466.5	276.7	رأس المال المستثمر

EVA	43.6	(0.6)	(9.6)	(6.5)
النمو في EVA		(%101)	(%1,465)	%32
سعر السهم	220	133	108	119

كما هو واضح في الجدول، فإن النمو في EVA سالب في السنوات الأربع. فمن (43.6) مليون في السنة الأولى، لتصبح EVA سالبة في كل سنة من السنوات القادمة. أي أن النمو في الإيرادات ورأس المال المستثمر لم يخلق قيمة، وذلك لأن EVA سالبة. بالتالي، ومن منظور المساهمين، فإن شركة X ليست في حالة نمو. ويمكن التحقق من ذلك عن طريق متابعة سعر سهم الشركة خلال الأربع سنوات محل الدراسة.

بشكل عام، يتحقق النمو في EVA من:

- زيادة العائد على رأس المال المستثمر ROIC.
- تخفيض تكلفة رأس المال WACC.
- النمو في رأس المال المستثمر بشرط أن يكون هذا النمو مريح (ROIC > WACC).

ثالثاً_ ما هي جودة النمو؟

يعتبر تحليل النمو في القيمة الاقتصادية المضافة EVA من المسائل الهامة التي من شأنها أن تحول دون أي تفسير خاطئ للنمو. ومن المناسب في هذا السياق، أن نطرح التساؤل التالي:

ما هو السبب الأساسي للنمو في EVA؟

في هذا القسم سوف نعرض ونناقش بعض العناصر المالية المسببة للنمو. وسنعمد على نموذج دي بونت DuPont في تحليل النمو.

الجدول رقم 5-3: هيكل تحليل النمو في القيمة الاقتصادية المضافة EVA -
نموذج DuPont

التغير في القيمة الاقتصادية المضافة EVA		
التغير في تكلفة رأس المال WACC	التغير في العائد على رأس المال المستثمر ROIC	
	النمو في EVA الناجم عن البنود المؤقتة	النمو في EVA الناجم عن النمو في الأعمال الرئيسية
• التغير في تركيبة رأس المال • التغير في معدل الفائدة • التغير في المخاطر • التغير في معدل الضريبة	• التغير في معدل الضريبة • التغير في البنود المؤقتة • التغير في المبادئ المحاسبية • التغير في التقديرات المحاسبية	• التغير في العمليات • التغير في الاستثمارات المتعلقة بالمشاريع القائمة • التغير في الاستثمارات المتعلقة بالمشاريع الجديدة

إن نموذج DuPont الملخص في الجدول رقم 5-3 يوضح بأن التغير في القيمة الاقتصادية المضافة EVA ينجم عن التغيرات في الربحية (العائد على رأس المال المستثمر)، والتغيرات في تكلفة رأس المال (WACC). وهنا لابد من الإشارة إلى محدودية الإجراءات التي يمكن أن تتخذها الشركات لتخفيض تكلفة رأس المال. حيث أن المقرضين والملاك يعملون في سوق تتمتع بالتنافسية، وبالتالي سوف يقومون بالتمويل بناءً على معدلات تنافسية تعكس المخاطر الأساسية. أي أن الشركة لا تستطيع تخفيض تكلفة رأس المال إلا عن طريق تغيير تركيبة رأس المال.

بناءً عليه، فإننا سنركز في هذا القسم على التغيرات في الربحية (العائد على رأس المال المستثمر) التي أما أن تنجم عن التغيرات في الأعمال الرئيسية أو التغيرات في البنود المؤقتة.

(1) النمو في القيمة الاقتصادية المضافة EVA الناجم عن النمو في الأعمال الرئيسية:

بشكل عام، فإنه من المفترض أن الإيرادات الناجمة عن الأنشطة الرئيسية للشركة أفضل وأكثر جاذبية من الإيرادات المؤقتة أو العارضة، وذلك على اعتبار أن إيرادات الأنشطة الرئيسية أكبر حجماً ومن المتوقع دوريتها وتكرارها. يمكن تحسين الإيرادات من الأنشطة الرئيسية بأساليب متعددة منها:

- إدخال سياسة تسعير مريحة أكثر.
- بيع أقل لكن للمنتجات الأكثر ربحية.
- استخدام طرائق إنتاج أكثر كفاءة.
- تغيير أسلوب التسويق.
- تحسين الأداء الإداري.
- الاستغلال الأمثل لرأس المال المستثمر.

وكما هو مبين في المثال المتعلق بالشركة X، فإن الاستثمارات في المشاريع القائمة أو الجديدة قد تؤدي إلى نمو في القيمة الاقتصادية المضافة EVA إذا كان العائد على الاستثمارات الجديدة أكبر من تكلفة رأس المال.

(2) النمو في القيمة الاقتصادية المضافة EVA الناجم عن البنود المؤقتة:

إن كافة البنود المحاسبية تساهم وبشكل مباشر في النمو في القيمة الاقتصادية المضافة EVA، لكن بعض هذه البنود مؤقتة بطبيعتها ولا تستمر في المستقبل، ومنها:

- المكاسب والخسائر الناجمة عن بيع الأصول غير المتداولة.

- تكاليف إعادة الهيكلة.
- العمليات غير المستمرة.
- التغير في معدل الضريبة.
- التغيرات في التقديرات المحاسبية.
- التغيرات في السياسات المحاسبية.

إن النمو في القيمة الاقتصادية المضافة EVA الناجم عن التحسن في الأعمال الرئيسية أفضل من النمو الناجم عن البنود المؤقتة. حيث أن التحسن في الأعمال الرئيسية من المحتمل أكثر أن يستمر بالمقارنة مع التحسن الناجم عن التخلص من الأصول غير المتداولة أو عن التغيرات في التقديرات المحاسبية (أي البنود المؤقتة).

بناءً على ما تقدم، نلاحظ أهمية تحليل جودة النمو في القيمة الاقتصادية المضافة EVA، وتحديد مصدره فيما كان ناجماً عن التحسن في الأعمال الرئيسية أو عن التحسن في البنود المؤقتة.

رابعاً_ هل النمو مستدام (مستمر)؟

أحد الأغراض الرئيسية من تحليل النمو يتمثل في تقدير النمو في المستقبل. ويتم ذلك عن طريق المقارنة بين معدل النمو في الإيرادات في السنوات الماضية مع فرص النمو المستقبلية. وإن النمو المحتمل سيكون متأثراً بمدى نمو السوق. وهنا لابد من أن نأخذ بعين الاعتبار درجة المنافسة في السوق، والتهديدات من الداخلين المحتملين والقدرات التنافسية النسبية.

لقد ناقشنا سابقاً بأن النمو الناجم عن التحسن في الأعمال الرئيسية يستمر أكثر من النمو المعتمد على بنود محاسبية مؤقتة. والسؤال هو: ما مدى استقرار كل بند من البنود المحاسبية وبالتالي النسب المالية المشتقة من تلك البنود عبر الزمن؟ حيث أن الاستقرار في البنود المحاسبية يجعل من السهل التنبؤ بالأرباح

المستقبلية. يمكننا قياس الاستقرار عن طريق معاملات الارتباط، أي بفحص كيفية ارتباط البنود المحاسبية والنسب المالية عبر الزمن. على سبيل المثال، إن الجدول رقم 4-5 يبين الارتباط بين النمو في الإيراد في السنة (0) من جهة والنمو في الإيراد في السنوات الخمس التالية من جهة أخرى. فكلما كان الارتباط أعلى، كلما كان هناك استقرار أكبر في البنود المحاسبية.

كما هو مبين في الجدول رقم 4-5، فإن الارتباط بين النمو في الإيراد في السنة (0) والسنة (1) بلغ 32.3% فقط، وهذا يعكس استقرار محدد. لكن بالمقابل، فإن الجدول يبين أيضاً معاملات الارتباط بالنسبة لهوامش الربح EBITDA & EBIT ولمعدل دوران الأصول الملموسة وللعائد على رأس المال المستثمر. حيث تكشف معاملات الارتباط هذه بأن هوامش الربح ومعدلات الدوران تبقى مستقرة وبدرجة عالية عبر الزمن. على سبيل المثال، فإن معامل الارتباط بين هامش الربح قبل الفائدة والضريبة EBIT في السنة الحالية (السنة 5) وهامش الربح قبل ست سنوات مضت بلغ 83%. بالإضافة إلى ذلك فقد قمنا بحساب نسبة البنود الاستثنائية إلى الإيراد، حيث أن معامل الارتباط بين هذه النسبة اليوم (السنة 5) وما كانت عليه قبل ست سنوات مضت بلغ 21% فقط.

أخيراً، لابد من الإشارة إلى أننا سنناقش في الفصل السابع كيفية تقدير مسببات القيمة المالية Financial value drivers التي تساعدنا في تحليل النمو وتقدير مدى استدامته.

الجدول رقم 4-5: قياس استقرار نسب مالية مختارة (معاملات الارتباط)

السنة	السنة	السنة	السنة	السنة	ارتباط كل سنة من السنوات الخمس مع السنة الأولى (السنة 0)
5	4	3	2	1	
11.87	10.9	12.53	15.44	32.3	النمو في الإيراد

85.75	89.01	90.64	93.91	97.25	هامش الربح قبل الفائدة والضريبة والاستهلاك والإطفاء EBITDA
83.4	86.41	88.59	92.06	96.9	هامش الربح قبل الفائدة والضريبة EBIT
20.96	23.17	29.48	36.25	47.07	البنود الاستثنائية / الإيراد
74.71	77.68	78.68	80.82	89.14	الأصول الملموسة / الإيراد
51	54.2	58.39	65.04	77.19	العائد على رأس المال المستثمر ROIC

خامساً_ هل النمو في ربحية السهم (EPS) يخلق دائماً قيمة؟

غالباً ما يستخدم المحللون والمدراء وأعضاء مجالس الإدارة ربحية السهم (EPS) كمقياس للأداء في حالات مختلفة. فالمحللون يستخدمون النمو في ربحية السهم EPS في تقييم الأعمال. حيث أنه على الأرجح هناك ارتباط ايجابي بين النمو في ربحية السهم EPS وقيمة الشركة. ويمكن توضيح ذلك عن طريق نموذج خصم التوزيعات Dividend discount model. فإذا افترضنا بأن معدل النمو في التوزيعات ثابت، فإن نموذج خصم التوزيعات يكون كالآتي:

القيمة التقديرية للسهم = التوزيعات / (معدل العائد المطلوب - معدل النمو في التوزيعات)

وبما أن التوزيعات تساوي أرباح السهم EPS مضروبة بنسبة التوزيعات، فإن نموذج خصم التوزيعات يمكن إعادة صياغته كما يلي:

القيمة التقديرية للسهم = (أرباح السهم * نسبة التوزيع) / (معدل العائد المطلوب - معدل النمو في التوزيعات)

بناءً على نموذج خصم التوزيعات المعدل فإنه يبدو كلما ارتفعت أرباح السهم كلما أدى ذلك إلى ارتفاع قيمة الشركة. وبالتالي، سوف يقيم المحللون الشركة عند معدل أعلى إذا كانت أرباح السهم أعلى. وفقاً لذلك، فإن مجالس الإدارة قد تستخدم أرباح السهم لتحديد علاوات ومكافآت الإدارة اعتماداً على فكرة أن تحسين أرباح السهم سيؤدي إلى رفع قيمة الشركة. على سبيل المثال، أعلنت الشركة X بأن المدراء التنفيذيين للشركة سوف يحصلون على الحد الأقصى للمعاشات إذا كان معدل نمو أرباح السهم يتجاوز التضخم بمعدل 8% على الأقل، بالمقارنة مع 12% في السنة الماضية. وصرحت الشركة بأن هذا المعدل الجديد المستهدف قد كان تحدياً في ظل المناخ الاقتصادي الحالي.

كما هو مبين في المثال السابق، فإن مكافآت وعلاوات المدراء في الشركة X قد اعتمدت على معدل النمو في أرباح السهم EPS. حيث كان يتوجب في السنة الماضية أن تنمو أرباح السهم بمعدل 12% زيادة عن التضخم، بينما في هذه السنة ولكي يحصل المدراء على العلاوات، فإن معدل النمو في أرباح السهم يجب أن يتجاوز التضخم بمعدل 8%.

لكن لا بد من الإشارة إلى أن استخدام النمو في أرباح السهم كمقياس للأداء في عقود العلاوات والمكافآت يثير العديد من القضايا غير المؤكدة والمشكوك فيها. أي أنه من الممكن تحقيق نمو في أرباح السهم وإهلاك لقيمة الشركة بنفس الوقت، وهذا ما يجعل من استخدام الأرقام المحاسبية مثل أرباح السهم EPS كمقاييس للأداء موضع شك وريبة.

ولمزيد من الإيضاح، فإن الجدول رقم (5-5) يعتبر مثلاً عن النمو في ربحية السهم EPS و القيمة الاقتصادية المضافة EVA. حيث افترضنا بأن الشركة ممولة بالكامل من الملاك وعدد الأسهم ثابت. أي أن صافي الربح التشغيلي بعد

الضريبة يساوي الأرباح الصافية. بالإضافة إلى ذلك، فقد افترضنا بأن معدل العائد المطلوب من المستثمرين 10%.

الجدول رقم 5-5: مثال عن النمو في ربحية السهم EPS وفي القيمة الاقتصادية المضافة EVA

السنة	1	2	3	4	5	6
الربح التشغيلي بعد الضريبة	100	115	132.3	152.1	174.9	201.1
النمو في ربحية السهم EPS		15%	15%	15%	15%	15%
رأس المال المستثمر	1,000	1,250	1,562.5	1,953.1	2,441.4	3,051.8
النمو في رأس المال المستثمر		25%	25%	25%	25%	25%
تكلفة رأس المال	100	125	156.3	195.3	244.1	305.2
القيمة الاقتصادية المضافة EVA	0	(10)	(24)	(43.2)	(69.2)	(104)
النمو بالقيمة الاقتصادية المضافة EVA			(140%)	(80%)	(60%)	(50%)

من خلال الجدول السابق، نلاحظ بأن معدل النمو في ربحية السهم EPS بلغ 15% سنوياً، وهذا يشير مباشرة إلى أن هناك تطور كبير. وإذا كانت الأرقام السابقة تمثل اتجاهات الأرباح في الشركة X، فإن المدراء التنفيذيين كانوا سيحصلون على علاوات (إلا إذا كان معدل التضخم أعلى من 7% = 15% - 8%). لكن النمو في ربحية السهم EPS أقل من النمو في رأس المال المستثمر (25%)، وهذا يخفض الربحية الإجمالية للشركة. وبغض النظر عن نقطة البداية (السنة الأولى)، فإن القيمة الاقتصادية المضافة EVA سلبية. بالتالي، فإن المثال يوضح بأن القرارات الاقتصادية المعتمدة على ربحية السهم EPS،

وتجاهل الاستثمارات ربما يؤدي إلى قرارات غير رشيدة. حيث أن المدراء في المثال السابق كانوا سيحصلون على علاوات على الرغم من أنهم لا يعملون على رفع قيمة الشركة خلال الفترة محل التحليل. بناءً عليه، فإنه من الضروري الحذر عند استخدام النمو في EPS كمؤشر على أداء الإدارة.

سادساً_ هل النمو في النسب المالية الناجم عن إعادة شراء الأسهم يخلق دائماً قيمة؟

لقد أصبح من الشائع بالنسبة للشركات أن تقوم بإعادة شراء أسهمها الخاصة أكثر من استخدام فائض النقدية في توزيع الأرباح. والجدال المتعلق بعمليات إعادة شراء الأسهم يتمثل بأن تلك العمليات تؤدي إلى تحسن النسب المالية بما فيها ربحية السهم EPS، وهذا ما يقود افتراضياً إلى زيادة قيمة الشركة.

إن برامج إعادة شراء الأسهم أصبحت من البرامج الشائعة في كثير من بلدان العالم. فعلى سبيل المثال، إذا أخذنا عمليات إعادة شراء الأسهم في هولندا خلال السنوات الأخيرة الماضية، فإن عدد من الشركات الهولندية قد تبنت برامج لتلك العمليات. فمثلاً، شركة فيليبس أعادت شراء أسهمها الخاصة خمس مرات خلال أربع سنوات.

هناك الكثير من الأدلة التي تثبت الاستخدام المتزايد لبرامج إعادة شراء الأسهم. حيث أن البيانات خلال الفترة الممتدة من 1977 إلى 2004 في الولايات المتحدة الأمريكية، تشير إلى أن المستثمرين في بداية الفترة قد حصلوا على عوائدهم بشكل كامل تقريباً عن طريق التوزيعات. لكن في السنوات الأخيرة من الفترة الزمنية، فإن تسديد العوائد للمستثمرين كان مقسماً بالتساوي تقريباً بين التوزيعات وإعادة شراء الأسهم. حتى أنه في عام 2004 شكلت التسديدات للمستثمرين عن طريق إعادة شراء الأسهم الجزء الأعلى من التسديدات الإجمالية بالمقارنة مع التوزيعات.

أما فيما يتعلق بتأثير عمليات إعادة شراء الأسهم على ربحية السهم EPS، فإن تلك العمليات تؤدي إلى نمو في EPS فقط عندما يكون العائد على رأس المال المستثمر أعلى من معدل الاقتراض. أما إذا كان معدل الاقتراض أعلى من العائد على رأس المال المستثمر، فإن إعادة شراء الأسهم ستؤدي إلى نتائج سلبية على ربحية السهم EPS. ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول رقم 5-6 الذي يبين أن النمو الإيجابي في النسب المالية بما فيها EPS الناجم عن عمليات إعادة شراء الأسهم يتطلب عائداً على رأس المال المستثمر يتجاوز معدل الاقتراض.

كما أن الجدول يبين أيضاً بأن الشركات التي تعتمد على ربحية السهم EPS أو على مقاييس مالية مشابهة في احتساب تعويضات الإدارة، ربما تجد أنه من الملائم أكثر أن تغير سياسة التوزيع لديها بحيث تكون التوزيعات مدفوعة للمساهمين عن طريق عمليات إعادة شراء الأسهم (بشرط أن يكون العائد على رأس المال المستثمر أعلى من معدل الاقتراض). وهذا ربما يفسر إقدام العديد من الشركات على عمليات إعادة شراء الأسهم بدلاً من دفع التوزيعات للمساهمين.

الجدول رقم 5-6: تأثير إعادة شراء الأسهم على ربحية السهم EPS بافتراض علاقات مختلفة بين العائد على رأس المال المستثمر ومعدل الاقتراض

العائد على رأس المال المستثمر > معدل الفائدة	العائد على رأس المال المستثمر = معدل الفائدة	العائد على رأس المال المستثمر < معدل الفائدة	
			قبل إعادة شراء الأسهم
3,000	5,000	7,000	الإيرادات قبل الفائدة والضريبة (EBIT)

(1,000)	(1,000)	(1,000)	المصروفات المالية
6,000	4,000	2,000	النتيجة الصافية
800	800	800	عدد الأسهم
7.5	5	2.5	EPS
80,000	80,000	80,000	حقوق الملكية
20,000	20,000	20,000	صافي الديون الخاضعة للفائدة
100,000	100,000	100,000	رأس المال المستثمر
%7	%5	%3	العائد على رأس المال المستثمر
			بعد إعادة شراء الأسهم
7,000	5,000	3,000	الإيرادات قبل الفائدة والضريبة (EBIT)
(2,500)	(2,500)	(2,500)	المصروفات المالية
4,500	2,500	500	النتيجة الصافية
500	500	500	عدد الأسهم
9	5	1	EPS
50,000	50,000	50,000	حقوق الملكية
50,000	50,000	50,000	صافي الديون الخاضعة للفائدة

رأس المال المستثمر	100,000	100,000	100,000
العائد على رأس المال المستثمر	3%	5%	7%
النمو في ربحية السهم EPS	(60%)	0%	20%

سابعاً_ العلاقة بين النمو والسيولة

إن النمو غالباً ما يؤدي إلى استهلاك النقدية، حيث يحتاج إلى استثمارات في الأصول غير المتداولة مثل الممتلكات والمصانع والمعدات. بالإضافة إلى أن رأس المال العامل عادة ما يزداد مع النمو. كما أن ارتفاع المبيعات الناجم عن النمو غالباً ما يؤدي إلى ارتفاع الذمم التجارية المدينة والمخزون.

من خلال دراسة أجريت على عينة ضخمة من الشركات الأوربية لفحص العلاقة بين نمو المبيعات والتدفقات النقدية الحرة، فقد تبين بأن العلاقة بينهما سلبية إلى حد كبير. وهذا يعني بأن نمو المبيعات مرتبط باستهلاك النقدية. لذلك فإنه من المهم أن يكون النمو مترافق مع مراقبة دقيقة للتدفقات النقدية. فإذا لم يكن هناك كفاءة في إدارة النقدية فإن الشركات ربما تتوقف عن سداد التزاماتها.

الجدول رقم 5-7 يوضح ماذا يحدث بالنسبة لشركة في حالة نمو عندما ينفذ ما لديها من نقدية. يتضمن الجدول البيانات المالية الرئيسية المتعلقة بشركة Bioscan التي تقوم بتصنيع المصافي الحيوية المستخدمة في تحويل النفايات العضوية مثل السماد العضوي والنفايات من الصناعات الغذائية والنفايات السائلة إلى:

- مياه نظيفة.
- مصدر نظيف للطاقة.
- مخضبات.

الجدول رقم 5-7: البيانات المالية الرئيسية في شركة Bioscan

المجموع المتراكم	السنة 5	السنة 4	السنة 3	السنة 2	السنة 1	البند (المبالغ بالآلاف)
92,789	16,247	32,422	23,396	17,976	2,748	الإيرادات
(97,634)	(29,466)	2,408	(41,396)	(23,245)	(5,935)	الأرباح التشغيلية (EBIT)
(101,106)	(10,293)	(10,838)	(25,725)	(35,894)	(18,356)	التدفقات النقدية الحرّة FCF
	98,502	42,733	57,669	417,782	339,015	القيمة السوقية للشركة

في البداية، تبدو الفكرة جيدة بأن تقوم بتحويل النفائات إلى مياه نظيفة وطاقة ومخصبات. كما أن الاتجاه في إيرادات الشركة على مدى الفترات الزمنية محل الدراسة يدعم هذه الفكرة. فمن خلال الجدول السابق نلاحظ بأن إيرادات شركة Bioscan كانت متواضعة في السنة الأولى حيث بلغت ما يقارب 3 ملايين، إلا أن الإيرادات نمت بشكل كبير في السنوات القادمة لتتجاوز 32 مليون في السنة الرابعة. لكن وعلى الرغم من النمو الكبير في المبيعات، إلا أن الأرباح التشغيلية كانت سالبة خلال كافة السنوات محل الدراسة باستثناء السنة الرابعة. وبنفس الوقت، كانت التدفقات النقدية بعد الاستثمارات (التدفقات النقدية الحرّة FCF) سالبة في كافة السنوات محل الدراسة، وبالإجمالي فقد بلغت التدفقات النقدية السالبة 101 مليون تقريباً. إن الأرقام السابقة تشير إلى أن الشركة تواجه مخاطر كبيرة فيما يتعلق بالسيولة. بالإضافة إلى ذلك، فإن سعر سهم الشركة قد هبط بشكل حاد خلال السنة الثالثة واستمر بالهبوط في السنة الرابعة. ويمكن أن نلاحظ من خلال الجدول السابق بأن القيمة السوقية للشركة قد انخفضت من 339 مليون في السنة الأولى إلى ما يقارب 43 مليون في السنة الرابعة. لكن

القيمة السوقية ارتفعت في السنة الخامسة لتصل إلى 99 مليون تقريباً. وبالنتيجة، فإن شركة Bioscan قد توقفت عن سداد التزاماتها خلال السنوات القليلة القادمة وأفلست بعد ذلك.

إن المثال السابق عن شركة Bioscan يبين أن النمو في الإيرادات فقط غير كافي. فإذا لم يخلق النمو ربحاً كافياً، وإذا لم يكن هناك كفاءة في إدارة النقدية والأصول غير المتداولة ورأس المال العامل، فإن ذلك سينعكس سلباً على سيولة الشركة.

أسئلة الفصل الخامس

- (1) كيف يقاس معدل النمو المستدام؟
- (2) ما هي المعلومات الممكن استخراجها من معدل النمو المستدام؟
- (3) ما هي العوامل المؤثرة في معدل النمو المستدام؟
- (4) كيف يقاس معدل النمو إذا كان الهدف الرئيسي يتمثل بخلق القيمة؟
- (5) كيف يمكننا تحليل جودة النمو؟
- (6) النمو في ربحية السهم EPS يخلق دائماً قيمة، صح أو خطأ؟
- (7) هل عمليات إعادة شراء الأسهم تؤدي دائماً إلى تحسن في ربحية السهم EPS؟

- (8) ما هي العلاقة بين معدل النمو والسيولة؟
- (9) حل المسألة التالية:
بفرض لديك المعلومات التالية العائدة للشركة X:

- الرافعة المالية = 1
- صافي تكلفة الاقتراض بعد الضريبة = 4%
- نسبة الدفع (التوزيع) = 0%
- العائد على رأس المال المستثمر = 4%

المطلوب:

- (1) حساب معدل النمو المستدام.
- (2) في حال ارتفع العائد على رأس المال المستثمر ROIC إلى 9%، احسب معدل النمو المستدام مع مناقشة النتائج.
- (10) حل المسألة التالية:
بفرض لديك المعلومات التالية المتعلقة بالشركتين X & Y اللتان تعملان في نفس القطاع:

النسب المالية	الشركة X	الشركة Y
العائد على رأس المال المستثمر بعد الضريبة	%4	%8
صافي تكلفة الاقتراض بعد الضريبة	%6	%6
الرفع المالي	1	1
حصة حقوق الأقلية	1	1
نسبة التوزيع	%0	%0

المطلوب:

- (1) حساب معدل النمو المستدام للشركتين X & Y.
- (2) ناقش تأثير الرفع المالي على معدل النمو المستدام في الشركتين.
- (3)
- (11) حل المسألة التالية:
- ليكن لديك المعلومات التالية العائدة للشركة X:

البنود (مليون ليرة)	السنة 1	السنة 2	السنة 3
العائد على رأس المال المستثمر بعد الضريبة	%24	%8	%6
WACC	%9	%9	%9
رأس المال المستثمر (مليون ليرة)	275	465	470

المطلوب:

- (1) حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA في السنوات الثلاث.
- (2) حساب معدل النمو في القيمة الاقتصادية المضافة EVA.
- (3) مناقشة النتائج.

12) حل المسألة التالية:

فيما يلي بيان الدخل المكثف للشركة X عن الفترة المالية المنتهية في نهاية عام 2011:

بيان الدخل المكثف عن الفترة المالية المنتهية في 31/12/2011

الإجمالي	البند المحاسبية
600	الإيرادات الصافية
(150)	تكلفة البضاعة المباعة
450	مجمّل الربح
(78)	المصروفات التشغيلية (باستثناء الاستهلاك والإطفاء)
372	الأرباح قبل الفائدة والضريبة والاستهلاك والإطفاء (EBITDA)
(42)	الاستهلاك
330	الأرباح قبل الفائدة والضريبة (EBIT)
15	الدخل المالي
(45)	المصروفات المالية
300	الأرباح قبل الضريبة (EBT)
(90)	الضريبة
210	الأرباح الصافية

المطلوب:

- إعداد بيان الدخل لأغراض التحليل المالي.
- إذا افترضنا بأن معدل النمو في أرباح السهم EPS: 15% خلال السنوات الثلاث القادمة (2012، 2013، 2014). والمطلوب حساب صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT للسنوات الثلاث.

(3) بفرض لديك المعلومات التالية:

- رأس المال المستثمر في عام 2011: 2,000.
- معدل النمو في رأس المال خلال السنوات الثلاث القادمة: 20%.
- معدل العائد المطلوب من المستثمرين 10%.

والمطلوب حساب القيمة الاقتصادية المضافة.

(4) بناءً على إجاباتك على الأسئلة السابقة، ناقش العلاقة بين النمو في ربحية السهم EPS والنمو في القيمة الاقتصادية المضافة EVA.